



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI URBINO “CARLO BO”
FACOLTÀ DI ECONOMIA**

Corso di Finanza Aziendale - A.A. 2010 - 2011

Prof. Vincenzo Comito

“BREVI NOTE SUI FINANZIAMENTI DI AZIENDE”

Dispensa a cura del Dott. Nicola Monaldi

SOMMARIO

<i>Premessa</i>	<i>Le ragioni teoriche ed operative alla base dell'evoluzione riscontrata nelle forme tecniche di finanziamento.....</i>	Pag. 3
<i>Capitolo 1</i>	<i>Il finanziamento interno.....</i> 1.1 L'autofinanziamento; 1.2 <i>Asset based financing</i> e <i>asset restructuring</i> ; 1.3 La <i>securitization</i> nelle imprese industriali	Pag. 11
<i>Capitolo 2</i>	<i>Il finanziamento esterno: il capitale di rischio.....</i> 2.1 Le azioni ed il ricorso al mercato; 2.2 Sull'effettiva utilità della borsa valori al finanziamento d'azienda e sulle implicazioni gestionali del finanziamento di mercato; 2.3 Il <i>private equity</i> ; 2.4 L' <i>informal private equity</i> : l' <i>angel financing</i>	Pag. 15
<i>Capitolo 3</i>	<i>Il finanziamento esterno: il debito bancario e parabancario.....</i> 3.1 L'apercredito in c/c; 3.2 Lo smobilizzo dei crediti commerciali; 3.3 Le forme tecniche di finanziamento a medio/lungo termine; 3.4 Il ruolo dei confidi nella concessione di credito; 3.5 Il denaro caldo; 3.6 I prestiti sindacati (o in <i>pool</i>); 3.7 Le linee di credito <i>stand by</i> ; 3.8 Il credito bancario stretto tra le conseguenze della crisi e la prospettiva di Basilea 3; 3.9 Il <i>leasing</i> ; 3.10 Il <i>factoring</i>	Pag. 21
<i>Capitolo 4</i>	<i>Il finanziamento esterno: il debito di mercato.....</i> 4.1 Le obbligazioni; 4.2 La <i>commercial paper</i> , le cambiali finanziarie, le accettazioni bancarie; 4.3 Le <i>back up facilities</i>	Pag. 36
<i>Capitolo 5</i>	<i>Le forme di finanziamento "ibride".....</i> 5.1 La <i>mezzanine finance</i> ; 5.2 Le obbligazioni convertibili; 5.3 Le obbligazioni <i>cum warrant</i>	Pag. 42
<i>Capitolo 6</i>	<i>Le forme di finanziamento "alternative".....</i> 6.1 Il <i>project financing</i> ; 6.2 La finanza agevolata; 6.3 Un mondo a parte? L'esperienza della finanza islamica; 6.4 Il <i>contingent capital</i> ; 6.5 Ritorno al futuro: il finanziamento attraverso il baratto	Pag. 47

PREMESSA

LE RAGIONI TEORICHE ED OPERATIVE ALLA BASE DELL'EVOLUZIONE RISCONTRATA NELLE FORME TECNICHE DI FINANZIAMENTO

1. Il quadro generale

Tra i compiti attribuiti alla finanza aziendale c'è quello di studiare le modalità attraverso le quali le imprese si finanziano¹. Ciononostante, una delle conclusioni più sorprendenti dell'intero pensiero economico è quella a cui giunge la *irrelevance theory*, secondo la quale in determinate circostanze vi è perfetta sostituibilità delle fonti di finanziamento, stante la loro irrilevanza rispetto al valore aziendale.

Nell'attuale contesto si osserva peraltro un grande sforzo profuso dagli operatori e dall'accademia per individuare le formule di finanziamento più adatte a soddisfare le esigenze aziendali, sebbene per lungo tempo esse abbiano rappresentato un insieme relativamente stabile e definito di modalità operative che dal punto di vista analitico-descrittivo potevano differenziarsi in maniera piuttosto netta secondo una pluralità di dimensioni².

Quali sono dunque le motivazioni alla base della proliferazione degli strumenti di *funding*?

A questo proposito si osserva che il teorema di Modigliani e Miller nell'individuare le situazioni in cui le decisioni di finanziamento non influiscono sul valore delle imprese fornisce anche un punto di riferimento indispensabile per comprendere le circostanze in cui tali scelte sono invece rilevanti per le decisioni di produzione ed investimento.

A partire dalla proposizione principale sono state pertanto sviluppate ulteriori considerazioni, indagando le conseguenze determinate dal superamento delle ipotesi iniziali sul *corporate financing*.

2. Una lettura "alternativa" del teorema Modigliani Miller

Una lettura differente del teorema Modigliani – Miller introduce nella questione del finanziamento aziendale il tema della qualità dell'attivo di bilancio ed in particolare della sua "scomponibilità" in diritti contingenti.

Alla struttura finanziaria si può pertanto assegnare una funzione meramente ripartitiva solo nelle condizioni ideali ipotizzate dalla suddetta teoria, mentre in un'ampia casistica questa influenza l'entità del valore creato dagli *assets* in almeno tre modi diversi:

- "catturando" eventuali benefici originati da arbitraggi di tipo fiscale tra le fonti;
- rimuovendo potenziali vincoli finanziari agli investimenti;
- prevenendo un impiego sub-ottimale delle risorse.

Tutti gli aspetti evidenziati concorrono a determinare una progressiva convergenza nelle caratteristiche del finanziamento a debito con quelle del finanziamento a titolo di capitale: le modificazioni intervenute nei titoli emessi dalle imprese ne hanno infatti messo in discussione le tradizionali differenze legali e finanziarie, rendendole sempre più articolate e di conseguenza meno nette.

¹ L. Zingales, *In search of new foundations*, The Journal of Finance, n. 55/4, august 2000, pp. 1623-1653

² Ad esempio rispetto alla natura del finanziamento (*debt/equity*), o relativamente al *modus operandi* del soggetto erogatore. Con riferimento alla prima dimensione, il capitale proprio veniva distinto dal debito in relazione alla modalità (residuale/prioritaria) ed ai tempi (indeterminati/predeterminati) di rimborso, alla remunerazione periodica (discrezionale/fissa), al diritto di voto (presente/assente), alla fiscalità (dividendi indeducibili/interessi passivi deducibili) ed al controllo esercitabile sul *management* (potenziale/assente).

Le soluzioni di finanziamento potenzialmente adottabili rappresentano quindi un *continuum* all'interno del quale si individuano molteplici fattispecie diverse, che si collocano in posizione intermedia rispetto alle soluzioni basiche rappresentate dal debito *risk free* e dalle azioni ordinarie. Si parla a questo proposito di titoli ibridi allo scopo di evidenziare che tali strumenti preservano il vantaggio fiscale associato al debito a fronte di diritti e flussi assimilabili, sotto l'aspetto quali-quantitativo, a quelle dei titoli azionari.

Questa tendenza appare sufficientemente consolidata come si evince da numerosi aspetti³:

- l'evidenza empirica, che segnala un'elevata correlazione tra l'andamento di mercato del debito *corporate high yield*⁴ e quello del capitale azionario mentre, al contrario, registra una certa indipendenza del primo rispetto a quello sovrano;
- le clausole di subordinazione che modificano la tradizionale *seniority* tra *debt* ed *equity*;
- la remunerazione del debito, che perde le caratteristiche tradizionali di certezza per assumere caratteri di variabilità nel *quantum* e nell'*an*, in relazione all'andamento gestionale;
- l'opzione di conversione, che consente di trasformare il diritto di credito in diritto proprietario;
- l'attenuata conflittualità degli interessi di finanziatori ed investitori anche per effetto dell'applicazione ai contratti di finanziamento di clausole restrittive della discrezionalità del *management* (*covenants*).

2.1 La variabile fiscale

Nonostante la complessità e la non uniformità delle normative nazionali, solitamente i regimi fiscali vigenti nei diversi paesi prevedono, in materia di imposte sui redditi societari, la deducibilità, totale o parziale, degli oneri finanziari stabilendo per tale via un vantaggio fiscale per le strutture finanziarie contraddistinte da un certo grado di leva.

A riguardo il teorema Modigliani Miller afferma che l'insieme dei diritti vantati su un complesso di beni non può eccedere la somma dei benefici economici estraibili dai beni stessi e dalle modalità di loro negoziazione. Questa lettura consente di distinguere il valore intrinseco degli *assets* dal valore aggiuntivo che essi derivano dall'essere negoziati nella forma più conveniente. Qualora i benefici della negoziazione fossero irrilevanti non diverrebbero infatti oggetto di appropriazione attraverso i diritti e pertanto si verificherebbe la situazione ben nota in cui il differente combinarsi dei passivi non modifica il valore dell'attivo aziendale⁵.

Peraltro all'espansione dell'indebitamento sono associati i costi riconducibili sia al rischio di insolvenza, comunque percepito dagli *stakeholders*⁶, che all'eventuale fallimento conseguente ad una situazione di dissesto.

Il valore dell'impresa indebitata è pari, come noto, a:

$$Val. imp. levered = Val. imp. unlevered + Val. att. scudo fiscale - Val. att. costi dissesto$$

Il sostanziale e generalizzato incremento dei livelli di indebitamento registrato negli ultimi anni si è accompagnato ad un tentativo di innovare i vecchi schemi di finanziamento caratterizzati da una rigidità divenuta ormai incompatibile con le moderne dinamiche competitive. L'intuizione è stata quella di "costruire" strumenti sempre più capaci di adattarsi alle complessità operative aziendali facendo in modo che le dinamiche dei flussi in uscita replicassero quelle dei flussi in

³ P. Vernimmen, *Corporate Finance*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, 2005, pp. 591 - 592

⁴ Emesso cioè da imprese contraddistinte da un basso livello di *rating*.

⁵ G. Mantovani, *Quattro dubbi che vi accompagneranno sempre*, <http://www.unive.it>

⁶ Questa tipologia di costi indiretti si presta a diverse letture. Ad esempio, nella lettura offerta da Zingales potrebbe intendersi come decremento del capitale organizzativo e relazionale. Si veda, L. Zingales, *In search of new foundations*, cit.

entrata generati dagli *assets*, così da minimizzare le possibilità di *default* aziendale e con esse i relativi costi. I cambiamenti contrattuali hanno peraltro riguardato anche la regolamentazione delle situazioni di insolvenza.

In conseguenza del *matching* descritto viene a determinarsi una superiore capacità di indebitamento potenziale, cui consegue un incremento del valore aziendale per effetto dei maggiori *benefits* fiscali⁷.

2.2 Il problema dell'informazione ed il vincolo finanziario

La mancata verifica delle ipotesi alla base della teorizzazione Modigliani – Miller implica che la definizione delle politiche finanziarie aziendali sia condizionata da alcune imperfezioni di mercato. Tra queste assumono particolare importanza le asimmetrie informative, che contrappongono gli *insiders* dai finanziatori esterni a vario titolo, in relazione al fatto che i primi dispongono di informazioni privilegiate sui fattori che determinano il valore degli *assets*.

Tale ipotesi induce quindi a ritenere che i *managers* si trovino in una situazione di vantaggio informativo rispetto ai finanziatori esterni e che tale vantaggio possa essere sfruttato nelle situazioni in cui l'impresa è sopravvalutata dal mercato. Pertanto i potenziali investitori saranno interessati a sottoscrivere i titoli aziendali esclusivamente a prezzi inferiori a quelli pro tempore vigenti⁸. Viene quindi a determinarsi una gerarchia delle fonti che individua nelle risorse autoprodotte l'opzione di finanziamento preferita e nell'emissione di capitale di rischio l'*extrema ratio*, con ovvie conseguenze sulla quantità e sulla qualità degli investimenti realizzabili⁹.

Ai nostri fini è importante sottolineare che la politica finanziaria adottata dall'azienda serve a distinguerla sul mercato ed a segnalarne la qualità rispetto agli altri emittenti. Solitamente vengono positivamente recepiti sia un elevato livello di indebitamento¹⁰ che il collocamento di titoli volontariamente *underpriced* rispetto alle quotazioni di mercato¹¹. Altrettanto utile è il *private placement* dei titoli che consente un più ampio scambio di informazione complessa tra le parti coinvolte nella transazione.

2.3 L'utilizzo sub-ottimale delle risorse: le problematiche di produzione nell'economia della conoscenza ed i possibili rimedi della finanza

Il secondo ordine di motivazioni si riferisce al condizionamento che le scelte di finanziamento esercitano in relazione alla natura dell'impresa. In particolare l'evoluzione registrata nelle teorie interpretative ha sostanzialmente superato la concezione dell'impresa come *nexus* di contratti espliciti¹² per adottare modelli che la qualificano piuttosto come *nexus* di contratti espliciti ed impliciti insieme o come *collection of growth options*¹³. In generale queste differenti visioni integrano la precedente elaborazione introducendo nell'analisi le implicazioni connesse alla “de materializzazione” dei fattori produttivi.

Poiché l'impresa produce valore impiegando risorse immateriali variamente incorporate nel lavoro e nel capitale, lo stesso viene a dipendere non tanto da condizioni giuridiche ed economiche

⁷ A. Damodaran, *Financing innovations and capital structure choices*, <http://www.ssrn.com>

⁸ Leggi a rendimenti superiori a quelli di mercato.

⁹ In particolare tra le diverse alternative verranno preferiti i progetti che presentano minori esborsi e ritorni più rapidi anche a discapito di iniziative caratterizzate da redditività complessiva superiore, seppure a fronte di esborsi maggiori o ritorni più lontani nel tempo. In questa prospettiva il fine di massimizzazione della ricchezza dell'azionista è quindi temperato dagli effetti dell'azione volta al conseguimento dell'indipendenza finanziaria.

¹⁰ Indica che l'impresa è allo stesso tempo più redditiva e più rischiosa.

¹¹ Veicolano l'idea di prospettive d'investimento talmente positive da più che compensare l'iniziale perdita di valore.

¹² Tale concezione si pone alla base della costruzione di Modigliani e Miller: l'impresa non esiste come entità a sé stante ma come semplice sommatoria di contratti. Pertanto non possiede alcuna proprietà “superadditiva” e non patisce costi di dissesto, se si eccettuano quelli di rinegoziazione dei singoli accordi.

¹³ L. Zingales, *In search of new foundations*, cit.

predeterminate quanto piuttosto dal concreto svilupparsi dei comportamenti di fatto degli attori¹⁴, rendendo l'impresa una combinazione unica che può valere più o meno della somma delle singole componenti.

La rilevanza del contributo offerto dalle risorse intangibili al valore ed alla crescita dell'azienda, pone alla teoria finanziaria un duplice problema di acquisizione e mantenimento delle risorse determinanti per la competitività del sistema impresa nonché di corretta remunerazione dei singoli apporti.

Nella prima prospettiva la finanza è vista al contempo come una minaccia e come un'opportunità¹⁵:

- una minaccia, perché la cosiddetta *financial revolution*¹⁶ costituisce una potente forza centrifuga in grado di determinare, nell'immediato, la dispersione delle *growth options* (con conseguente contrazione del valore degli attivi aziendali) ed in prospettiva, perfino la disgregazione dell'impresa stessa;
- un'opportunità, dal momento che la gestione del passivo aziendale può incentivare i detentori di risorse critiche ad effettuare investimenti specifici atti a creare sempre maggiori *complementarities* tra queste e gli altri *assets* aziendali.

Con riferimento al secondo aspetto, si osserva che l'utilità produttiva degli *intangibles* tende a "capitalizzarsi" negli *assets in place*, rendendo difficilmente separabile l'entità dei rispettivi apporti all'interno dei benefici congiuntamente ottenuti¹⁷.

Poiché, nell'interpretazione tradizionale, la struttura finanziaria premia esclusivamente il capitale rappresentato in bilancio, al *design* dei *contingent claims* si richiede di prevenire cali di produttività nei fattori intangibili mediante un'azione di *surplus sharing* coerente con le peculiarità del processo di produzione.

Alla finanza viene dunque attribuita la capacità di intervenire sulle condizioni operative: la modifica del passivo influenza la produttività marginale degli *inputs* immateriali e, per loro tramite, incide sul valore complessivo degli *assets*.

2.4 Il problema dell'informazione: la teoria dell'agenzia e le conseguenze sull'utilizzo delle risorse

La teoria dell'agenzia si colloca all'interno della visione contrattualistica dell'impresa. Per rapporto di agenzia si intende infatti una relazione contrattuale, di tipo formale o informale, in cui un soggetto (*principal*) delega ad un altro (*agent*) l'utilizzo di alcune risorse o il compimento, per suo conto, di determinate attività. I problemi di agenzia sono riconducibili agli interessi configgenti di cui sono portatori i diversi soggetti che gravitano all'interno dell'azienda.

I principali conflitti presi in considerazione dalla teoria dell'agenzia sono quelli tra i *managers* e gli azionisti e tra gli azionisti ed i detentori del debito. Nel primo caso la teoria afferma che se lo *status* del *management* non è influenzato dalla *performance* aziendale questi non è incentivato ad adoperarsi nell'interesse degli azionisti. Nel secondo, la diversa remunerazione spettante agli azionisti (*residual claimants*) rispetto ai creditori (*fixed claimants*), crea le condizioni (*moral hazard*) affinché, specie nelle situazioni caratterizzate da elevato indebitamento, gli *shareholders*, che nominano anche il *management*, adottino pratiche espropriative della ricchezza dei *bondholders* (*risk shifting*) o finalizzate ad evitare che la loro condizione possa beneficiare di politiche di investimento con ritorni positivi ma non sufficientemente elevati (*underinvestment*).

I possibili rimedi ai costi di agenzia contemplano azioni di *monitoring*, finalizzate a circoscrivere il comportamento degli agenti alle decisioni orientate alla massimizzazione del valore

¹⁴ E. Rullani, *Impresa globale e impresa- rete: le due facce del postfordismo*, Gli Argomenti Umani, 2/2004, pp. 18 – 53.

¹⁵ L. Zingales, *In search of new foundations*, cit.

¹⁶ L. Zingales, R. Rajan, *The influence of the financial revolution on the nature of firms*, <http://www.ssrn.com>.

¹⁷ G. Mantovani, *Quattro dubbi che vi accompagneranno sempre*, cit.

e di *bonding*, che individuano il sistema di accorgimenti impiegati per allineare gli interessi degli agenti a quello del principale.

Le implicazioni per le strategie finanziarie dell'azienda riguardano molteplici aspetti. Innanzitutto possono causare un incremento del *leverage*, sia al fine di limitare le risorse utilizzabili dal *management* che di migliorare l'efficienza nell'allocazione del capitale. Poi, possono determinare l'applicazione ai contratti di debito di clausole tendenti a limitare la discrezionalità aziendale nella politica di investimento, in quella dei dividendi e nella futura politica finanziaria (ad es. divieto di emettere ulteriore addizionale con priorità uguale o superiore a quella del debito corrente). Ancora, possono essere applicate clausole che modificano il *payoff* dei detentori del debito come l'opzione di convertibilità in altro tipo di strumenti finanziari (ad es. azioni)¹⁸ o la *callability provision*, che consente all'impresa di redimere anticipatamente il prestito a condizioni definite¹⁹. Per rispondere alle esigenze di monitoraggio manifestate dagli *external claimants* e favorire il flusso d'informazione verso i sottoscrittori si possono inoltre finanziare fabbisogni di lungo periodo attraverso il *roll over* dell'indebitamento a breve nonché preferire il *private placement* dei titoli al collocamento di mercato.

3. Il ruolo dei mercati internazionali

Tra i fenomeni di maggiore rilievo cui ricondurre i mutamenti intervenuti in termini di articolazione e complessità degli strumenti utilizzabili, figura senz'altro l'integrazione dei mercati nazionali che ha determinato pervasivi cambiamenti di norme, la necessità di confronto con altri sistemi finanziari sul piano dell'efficienza degli strumenti e dei modelli di intermediazione adottati unitamente ad un certo grado di competizione che ha richiesto modifiche legislative e cambiamenti operativi.

Il processo di globalizzazione tuttora in atto ha inoltre progressivamente svincolato l'impresa dal doversi rivolgere esclusivamente al mercato finanziario nazionale per reperire le risorse che le necessitano.

Le motivazioni che spingono l'organizzazione ad impostare il proprio *funding* con una visione più ampia delle alternative disponibili sono innanzitutto di carattere quantitativo: la dimensione interna può risultare insufficiente a soddisfare le esigenze aziendali. Ad essa si aggiunge il tentativo di contenere il costo della provvista sfruttando le possibili frizioni che emergono da un'integrazione imperfetta dei diversi mercati nazionali²⁰, siano esse di carattere fiscale, normativo o riguardino una differente percezione del rischio dell'emittente. Altrettanto importanti in questo senso risultano sia la volontà aziendale di diversificare le fonti di finanziamento riducendo la dipendenza da quelle locali che le politiche di *ALM* finalizzate alla gestione del rischio di cambio.

Pertanto, nella prospettiva dell'emittente nazionale, la strategia di *fund raising* può essere sviluppata avendo come riferimento il mercato globale dei capitali, all'interno del quale possono distinguersi diversi segmenti²¹:

- il mercato domestico o nazionale, cioè quello in cui l'impresa è domiciliata;
- il mercato estero, vale a dire quello in cui sono negoziati i titoli di un'impresa non residente;
- il mercato internazionale (*offshore* o Euromercato), in cui vengono trattati titoli accomunati da particolari caratteristiche distintive e cioè sottoscritti da un consorzio di

¹⁸ Neutralizza l'incentivo degli azionisti ad intraprendere azioni espropriative nei confronti dei debitori dal momento che questi possono discrezionalmente modificare il proprio ruolo nell'ambito dei rapporti societari.

¹⁹ In maniera tale che gli investimenti con valore attuale netto positivo ma con rischio contenuto vengano intrapresi.

²⁰ Il processo di integrazione ha comunque reso trascurabili e quindi limitatamente monetizzabili da parte dell'impresa le differenze della specie.

²¹ F.J. Fabozzi, P.P. Peterson, *Financial management & analysis*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, 2003, pp.

collocamento internazionale, offerti simultaneamente in più paesi ed emessi al di fuori della giurisdizione delle singole autorità nazionali.

4. Il finanziamento d'impresa ed il ciclo di vita aziendale

Il modello del ciclo di vita costituisce un aspetto specifico del più ampio rapporto tra strategia e finanza. Tale teoria interpreta l'evoluzione temporale del fatturato di un *business* come una successione di quattro fasi distinte (introduzione, sviluppo, maturità, declino), caratterizzate da differenti livelli di rischio operativo e da specifiche problematiche di carattere strategico. In relazione alle diverse fasi del ciclo si modifica pertanto l'importanza relativa delle funzioni aziendali nell'ambito della formula competitiva adottata e, per una serie di ragioni, tende progressivamente ad aumentare proprio l'incidenza della funzione finanziaria²²:

- gli investimenti diventano sempre più complessi;
- si amplia il numero dei finanziatori, ciascuno dei quali agisce in relazione ad una propria funzione obiettivo;
- le fonti potenzialmente utilizzabili presentano talvolta requisiti minimi d'accesso tali da creare discontinuità nelle politiche di finanziamento.

In generale, durante questo processo evolutivo, la prima controparte di rilievo che viene solitamente approssiata è il sistema bancario, dapprima nella sua componente locale e successivamente in quella nazionale poiché quest'ultima risulta maggiormente strutturata per fornire servizi che eccedono il credito ordinario (strumenti di *hedging*, supporto all'internazionalizzazione e/o all'accesso ai mercati finanziari). Nel processo di crescita i mezzi propri possono risultare progressivamente insufficienti, rendendo quindi necessario ricorrere ad investitori esterni siano essi "informali" (*angel financing*), istituzionali (*private equity*) o di mercato (borsa). È altresì opportuno ricorrere al mercato anche per diversificare le fonti di indebitamento (*commercial paper*, *corporate bond*).

La maggiore articolazione degli strumenti di finanziamento si riflette quindi in una crescente complessità da gestire²³ che può anche determinare l'insorgere di un vincolo finanziario allo sviluppo.

5. Non è finita...

A complicare ulteriormente il quadro delineato intervengono anche palesi fenomeni di convergenza sia nell'ambito dei modelli di capitalismo che in quello dei circuiti del capitale.

Relativamente al primo aspetto, fino agli inizi di questo secolo, si è stati soliti distinguere, dal punto di vista finanziario, tra un modello *market oriented* che per la raccolta delle risorse necessarie allo sviluppo fa prevalentemente riferimento al mercato di borsa ed uno *credit oriented* in cui le istituzioni bancarie rivestono un ruolo centrale nel finanziamento delle imprese²⁴.

²² F. Guelpa, *Crescita dell'impresa e complessità finanziaria*, Economia e Politica Industriale, 2/2005, pp. 35 – 54.

²³ Per effetto:

- dell'interazione con soggetti aventi funzioni obiettivo diverse tra loro e rispetto all'impresa;
- delle strutture di *governance* richieste dalle forme di finanziamento più orientate al mercato;
- dell'appesantimento delle strutture amministrative per produrre flussi informativi in quantità e di qualità superiore.

²⁴ Sommarariamente: il primo si caratterizza per una proprietà delle imprese ampiamente diffusa tra il pubblico ed un elevato livello di capitalizzazione, il secondo per una proprietà concentrata tra pochi azionisti di riferimento ed un minore livello di mezzi propri. La distinzione tra finanziamento di mercato e finanziamento bancario fa riferimento, nel primo caso: all'emissione ed alla circolazione di strumenti mobiliari, alla negoziazione e al *pricing* impersonali e multilaterali, ad un ruolo degli intermediari di integrazione ai meccanismi di mercato. Nel secondo caso ci si riferisce ad operazioni bilaterali, non mobiliari e quindi non liquide e non trasferibili, il cui *pricing* è il risultato di una contrattazione bilaterale e costituisce un'informazione privata. Si veda G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, Egea, Milano, 2009, p. 244.

Le differenze tra i due sistemi sono state progressivamente assorbite nel corso degli anni: nel modello di mercato, la crescente importanza degli investitori istituzionali ha reso la proprietà molto meno diffusa, ha creato le condizioni per una partecipazione attiva degli azionisti di riferimento alla gestione e ha determinato una crescita generale del livello di indebitamento aziendale²⁵. Il modello creditizio ha invece assimilato molte delle caratteristiche del primo nella valutazione del rischio, nella determinazione del *pricing*, nella trasferibilità e nella liquidità delle posizioni di credito²⁶.

Di importanza non secondaria è inoltre la convergenza in atto tra circuiti pubblici e privati del capitale di rischio, la cui relazione evidenzia aspetti di complementarità ma anche di competizione.

I primi si riferiscono innanzitutto alla comunanza di interessi: l'attivismo dei fondi, nelle diverse fattispecie in cui si manifesta, estende forzatamente i benefici generati a tutti gli azionisti. Il mercato offre invece gli strumenti per stabilizzare i rendimenti delle operazioni di *private equity* e per migliorarne la liquidità (sindacazione, fondi di fondi, *securitization*, *IPO*, creazione di un mercato secondario per le quote delle *limited partnership*), nonché per accrescerne la dimensione (quotazione dei fondi).

Gli elementi di competizione attengono invece al *delisting* associato all'acquisizione da parte dei fondi di *private equity* delle società *targets* nelle operazioni di *LBO* ed alle operazioni cosiddette *dual track*²⁷.

Un ulteriore aspetto innovativo riguarda il ritorno del capitalismo di stato nella versione evoluta rappresentata dai fondi sovrani. Tali istituzioni, in ragione delle proprie caratteristiche²⁸, hanno svolto un *contrarian role* nella crisi recente, agendo da stabilizzatori nei confronti delle imprese bisognose di capitale, in particolar modo delle banche. Peraltro la loro operatività pone questioni di carattere generale dal momento che sono spesso controllati da governi autoritari, non risultano sufficientemente chiari i reali obiettivi degli investimenti²⁹, possono generarsi interferenze in settori strategici (ad es. la difesa, il controllo delle risorse naturali) nonché, in ragione della dimensione ragguardevole ormai raggiunta, possono impattare sulla volatilità di tassi, cambi e corsi azionari.

La spiccata impronta confessionale assunta da alcuni di essi unitamente all'esigenza delle imprese di non perdere le grandi opportunità offerte da questo canale alternativo di finanziamento specie nell'attuale carenza di fondi, hanno accentuato la competizione tra i potenziali prenditori per acquisire questo tipo di risorse ed ampliato la diffusione di strumenti di provvista conformi ai precetti religiosi (finanza islamica).

6. Una proposta di classificazione

Il processo innovativo che interessa il contesto economico-istituzionale, le strutture organizzative degli intermediari e le forme tecnico-contrattuali degli strumenti finanziari, modifica

²⁵ V. Comito, P.L. Piccari, *Idee e capitali*, Utet, Torino, 2002, p. 26.

²⁶ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pp. 244 – 252. Le manifestazioni più evidenti del fenomeno riguardano: l'applicazione di *covenants* espliciti nel rapporto di credito, l'adozione dei criteri di Basilea 2 e successive modificazioni, le formule di *project financing*, la sindacazione dei crediti, la *securitization* dei portafogli creditizi, il ricorso ai *credit derivatives*.

²⁷ L'azionista di controllo di una società quotabile nella prospettiva di una dimissione, anche parziale, del capitale detenuto, mette in competizione le valutazioni scaturite da diverse fonti di offerta, tra cui quella di mercato (*IPO*) e quelle private, al fine di spuntare il prezzo più elevato. Si veda G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pag. 235.

²⁸ Trattasi di entità strumentali di investimento (*vehicles*) costituite *ad hoc* da stati sovrani ed accomunate da caratteristiche specifiche quali la separazione dallo stato e dalla banca centrale, la denominazione in valuta diversa da quella del Paese detentore, l'alimentazione da avanzi commerciali destinati probabilmente a permanere nel tempo, l'orizzonte temporale di lungo termine della politica di investimento, l'elevata tolleranza al rischio, l'assenza di *leverage* e la libertà dalle richieste di riscatto.

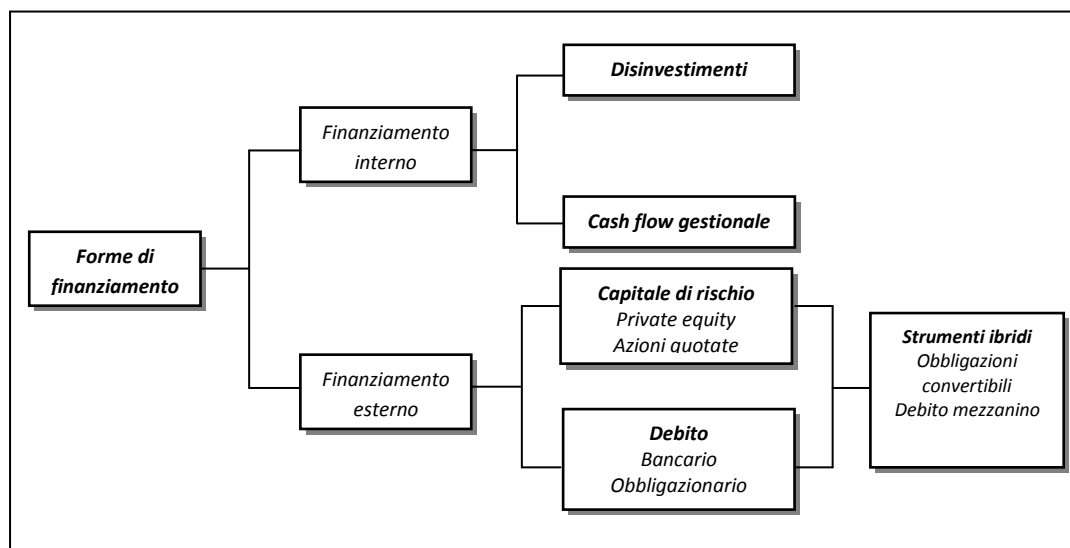
²⁹ Se cioè rispondano a criteri di carattere economico o piuttosto a finalità di tipo geo-politico di rafforzamento dello stato attraverso legami produttivi, commerciali e finanziari.

costantemente la realtà operativa rendendo qualsiasi tentativo di catalogazione delle opportunità di finanziamento aziendale inadeguato e destinato ad un precoce superamento.

In questa prospettiva gli spunti di riflessione offerti appaiono utili a fornire al lettore una chiave di lettura per interpretare la varietà degli strumenti di finanziamento disponibili soprattutto dal punto di vista qualitativo, così da collegare le singole tipologie alle esigenze che cercano di soddisfare.

Lo schema adottato nel proseguo della trattazione distingue innanzitutto tra finanziamento interno e finanziamento esterno, per poi descrivere singolarmente le fattispecie che si collocano all'interno di queste due macro-categorie.

Un'ultima parte è dedicata alle formule di finanziamento meno convenzionali.



Le forme di finanziamento a disposizione delle imprese
(G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., p. 14)

CAPITOLO 1

IL FINANZIAMENTO INTERNO

1.1 L'autofinanziamento

Esprime la capacità dell'impresa di provvedere autonomamente alla copertura, totale o parziale, del proprio fabbisogno finanziario, evitando o quanto meno contenendo la necessità di ricorrere a fonti esterne. Il finanziamento interno della gestione proviene dall'area economica ed è il risultato di disinvestimenti di tipo reddituale. Nell'economia d'azienda si definisce³⁰:

- autofinanziamento in senso stretto, il complesso degli utili non distribuiti³¹. Ad esso non è associata direttamente la formazione di *cash flow*³²;
- autofinanziamento in senso ampio la somma dell'autofinanziamento in senso stretto e degli accantonamenti effettuati³³. Rappresenta un aggregato di tipo finanziario³⁴ la cui entità dipende dal modo in cui si è formato il risultato economico, soprattutto per quanto concerne le componenti stimate. Anch'esso non necessariamente si traduce in nuova liquidità spendibile: costituisce un flusso di capitale generico che solo in parte si manifesta monetariamente, determinando per la differenza variazioni nel capitale fisso o in quello circolante.

Dal punto di vista finanziario si ha dunque autofinanziamento quando la gestione corrente³⁵ esprime un risultato di cassa positivo che, al netto delle variazioni intervenute nell'ammontare del capitale circolante, è destinabile all'effettuazione di nuovi investimenti, alla distribuzione in varie forme alla proprietà, al rimborso dei prestiti in precedenza contratti³⁶.

Il finanziamento interno sembra quindi avere una connotazione positiva, da qualsiasi angolazione si voglia osservare il fenomeno³⁷. In realtà, almeno nell'ottica del modello del valore azionario, tale condotta potrebbe essere guardata con sospetto poiché³⁸:

³⁰ A. Incollingo, *Il fabbisogno finanziario dell'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1996, pp. 88-103.

³¹ L'utile netto rappresenta un incremento di capitale generato dall'economico svolgimento delle operazioni aziendali. Tale ricchezza non è distinguibile nell'ambito dell'attivo patrimoniale poiché affluisce ad esso in maniera indistinta durante la sua formazione, incrementandone il valore e con esso anche quello del capitale proprio. La determinazione dell'utile non costituisce dunque nient'altro che la constatazione di un processo che si è già manifestato durante l'esercizio. L'utile diventa risparmio d'impresa a condizione che non sia distribuito attraverso elargizioni a vario titolo, quanto piuttosto mantenuto al suo interno in apposite riserve. Così facendo diviene una fonte definitiva. Dalla mancata distribuzione dipende quindi la permanenza e non l'origine dell'effetto di autofinanziamento, da rintracciarsi invece nel positivo risultato economico.

³² È comunque evidente che l'utile d'esercizio influenza indirettamente la misura del *cash flow* da un lato, agendo in senso incrementativo (creazione di nuova ricchezza), dall'altro accrescendo il fabbisogno (ad esempio mediante il pagamento delle imposte o la remunerazione del capitale investito, entrambe "tarate" sul risultato contabile).

³³ Questi ultimi rappresentano per definizione una fonte temporanea dal momento che la manifestazione monetaria dei costi che li hanno determinati richiederà, per il suo fronteggiamento, la riduzione degli impieghi in essere o l'accesso a nuovi finanziamenti.

³⁴ Si può avere autofinanziamento in senso ampio anche in presenza di perdite d'esercizio, quando cioè ammortamenti ed accantonamenti più che compensano il risultato economico negativo.

³⁵ Vale a dire il complesso delle operazioni attinenti la produzione del reddito di periodo.

³⁶ A. Giampaoli, *Banca e impresa*, Egea, Milano, 2000, p. 39.

³⁷ P. Vernimmen, *Corporate finance*, cit., pp. 755 – 765.

Il reinvestimento del *cash flow* aziendale dovrebbe infatti tradursi:

- nell'ottica degli azionisti, in un incremento della propria ricchezza sia per effetto del maggior valore dei titoli in portafoglio che per il trattamento fiscale privilegiato di cui solitamente beneficia il *capital gain* rispetto alla distribuzione del dividendo;

- è interpretabile come un aumento di capitale forzoso e rappresenta comunque una grandezza su cui gli azionisti hanno uno scarso controllo³⁹;
- lo svantaggio fiscale associato alla distribuzione dei dividendi appare più contenuto, rendendo questa forma di remunerazione maggiormente attraente;
- nonostante migliori la situazione finanziaria dell'impresa, l'azionista ne trae beneficio solo se il rendimento dei nuovi investimenti è superiore al costo del capitale. A questo proposito, nei calcoli di convenienza, talvolta si omette di considerare il costo opportunità di queste risorse;
- realizza un trasferimento di valore dagli azionisti ai creditori;
- accentua i problemi di agenzia tra azionisti e *management*, specie in assenza di un'adeguata disciplina sanzionatoria di mercato (*takeovers*).

1.2 *Asset based financing e asset restructuring*

In quest'ambito rientrano le forme di finanziamento che si basano su specifiche poste dell'attivo e che determinano un ridimensionamento del bilancio aziendale.

Con riferimento all'*asset based financing*, l'evoluzione riscontrata nelle fattispecie utilizzate e/o utilizzabili, non innova le motivazioni di fondo che restano sostanzialmente invariate e riconducibili⁴⁰:

- all'ampliamento delle opportunità di finanziamento disponibili, specie se a costi inferiori rispetto a quello del capitale aziendale;
- al trasferimento dei rischi rispetto ai quali l'impresa non dispone di vantaggi competitivi nella gestione, siano essi riconducibili o meno al *core business*⁴¹;
- alla reingegnerizzazione operativa, finalizzata a migliorare efficienza, efficacia e flessibilità della gestione⁴²;
- al contenimento del carico fiscale;
- al miglioramento dei *ratios* patrimoniali in relazione ad operazioni di *window dressing* atte a veicolare un maggiore apprezzamento dell'immagine aziendale.

In quest'ambito si possono ricomprendere forme tecniche di tipo tradizionale (lo smobilizzo del credito commerciale nelle sue differenti fattispecie, il *leasing*, il *factoring*) e forme più evolute quali ad esempio la *securitization*, precedentemente appannaggio delle sole imprese finanziarie e di recente estesa anche all'operatività di quelle industriali.

L'intervento di *asset restructuring* operato sugli attivi aziendali è destinato a produrre liquidità addizionale rispetto a quella generata dalla gestione corrente: le risorse liberate potranno quindi essere successivamente impiegate in ottica strategica e/o finanziaria.

Con riferimento al primo aspetto, l'azione può logicamente inquadrarsi:

- nella ridefinizione in senso riduttivo dei confini aziendali, allo scopo di concentrare le risorse liberate nel potenziamento del *core business*;

-
- nell'ottica del *management*, in una maggiore libertà di azione, riducendo la dipendenza dal mercato dei capitali;
 - nell'ottica dei creditori, in una riduzione del rischio sopportato ed in un incremento del valore dei diritti vantati sui flussi prodotti.

³⁸ P. Vernimmen, *Corporate finance*, cit., pp. 755 -765.

³⁹ Concettualmente i flussi appartengono agli azionisti e ad essi dovrebbero tornare qualora disponibili, salvo poi essere agli stessi richiesti in presenza di opportunità di investimento profittevoli.

⁴⁰ P. Vernimmen, *Corporate finance*, cit., pp. 956 - 969

⁴¹ Si pensi ad esempio al rischio di credito, neutralizzabile attraverso un contratto di *factoring* nella formula pro-soluto o al rischio di obsolescenza dell'apparato produttivo annullabile attraverso il *leasing*.

⁴² Conseguibile attraverso l'*outsourcing* di certe funzioni aziendali.

- nella manovra finalizzata a liberare “valore nascosto”, specie nelle organizzazioni diversificate, quando l’*asset* in questione risulta sottovalutato rispetto al valore che potenziali compratori potrebbero riconoscergli⁴³;
- nella difesa rispetto a *takeovers* ostili.

Affinché il disinvestimento risulti profittevole occorre peraltro individuare correttamente non solo i potenziali “*divestiture targets*”⁴⁴ ma anche il *timing* in cui perfezionare le operazioni che li riguardano⁴⁵.

Nella prospettiva prevalentemente finanziaria invece, il disinvestimento patrimoniale serve esclusivamente a reperire risorse da destinare ad interventi di risanamento, in situazioni di crisi aziendale più o meno conclamata. Occorre pertanto determinare la “qualità” dell’attivo, al fine di enuclearne componenti non strategiche dotate di una propria autonomia e di un valore di mercato: questa dipenderà essenzialmente dal grado di realizzabilità espresso in funzione dell’ammontare ricavabile e dei tempi di realizzo⁴⁶.

Lo scopo è dunque fare cassa e possibilmente in tempi celeri, magari anche sacrificando l’economicità delle transazioni. Peraltro tali operazioni restano comunque funzionali alla prosecuzione dell’attività ed occorre quindi evitare che le cessioni si traducano in un depauperamento del patrimonio aziendale tale da inficiare persino la fattibilità stessa dei piani di ripristino della solvibilità⁴⁷.

Tecnicamente le azioni di sfoltimento dell’attivo possono risultare più o meno invasive sulla struttura esistente in relazione alla composizione ed alle caratteristiche dei beni interessati. Ai nostri fini si distinguono due livelli di intervento, caratterizzati da un impatto crescente⁴⁸:

- il primo livello riguarda la dismissione di cespiti patrimoniali come conseguenza di azioni di razionalizzazione della gestione operativa;
- il secondo livello si riferisce alla dismissione programmata di singole attività⁴⁹ e di intere combinazioni prodotto/mercato⁵⁰.

1.3 La *securitization* nelle imprese industriali⁵¹

La *securitization* è una tecnica finanziaria che consente di smobilizzare classi di attivo trasformando poste di bilancio illiquide in valori mobiliari negoziabili sul mercato dei capitali. Tecnicamente si sostanzia nella loro cessione ad un soggetto costituito *ad hoc* (*Special Purpose Vehicle*) che ne finanzia l’acquisto emettendo titoli da collocare sul mercato finanziario.

Con specifico riferimento alle imprese industriali, i benefici ottenibili dall’impiego di questa tecnica sono:

- la diversificazione delle fonti di finanziamento;

⁴³ La transazione determinerebbe pertanto non solo la generazione di nuova cassa ma anche il conseguimento di una plusvalenza.

⁴⁴ Deve quindi trattarsi di segmenti di capitale investito non essenziali per il posizionamento strategico/competitivo dell’azienda (*fit*) e non valorizzabili internamente in maniera adeguata (*value*). L’*asset* disinvestibile deve soddisfare congiuntamente entrambi le condizioni.

⁴⁵ M.C. Mankins, D. Harding, R.-M. Weddigen, *How the best divest*, Harvard Business Review, October 2008, pp. 92 – 99. Alcune analisi effettuate dimostrano che in generale il disinvestimento non sembra dipendere da una corretta pianificazione quanto piuttosto da una reazione all’andamento del ciclo economico: le imprese infatti non disinvestono quando le condizioni economiche sono buone ed i prezzi elevati mentre non esitano a farlo quando l’economia rallenta, i prezzi cadono e la numerosità degli acquirenti si riduce.

⁴⁶ M. Zito, *Fisiologia e patologia delle crisi d’impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1999, pp. 33 – 36.

⁴⁷ S. Gatti, *Le operazioni di asset restructuring nelle aziende in crisi*, Economia & Management, 1/1996, pp. 40 – 57.

⁴⁸ S. Gatti, *Le operazioni di asset restructuring*, cit.

⁴⁹ Vale a dire cespiti non strumentali, patrimonio immobiliare, portafoglio mobiliare.

⁵⁰ Intendendosi come tali le partecipazioni non strategiche, le aree di *core business* non strategiche, i rami d’azienda preventivamente scorporati.

⁵¹ E. Monti, *Manuale di finanza per l’impresa*, Isedi, Novara, 2009, pp. 383 – 393.

- il trasferimento del rischio, settoriale o paese, destinando la liquidità rinveniente per l’acquisizione di *assets* legati a contesti industriali o geografici diversi;
- la riduzione dei costi di finanziamento impiegando allo scopo elementi patrimoniali (ad esempio crediti o *future flows*) di qualità superiore a quella media del complesso aziendale al fine di ottenere un *rating* delle emissioni “cartolarizzate” migliore rispetto a quello attribuibile alle emissioni obbligazionarie tradizionali;
- il miglioramento degli equilibri di bilancio, poiché costituisce un finanziamento *off-balance-sheet* che, in conseguenza dell’incasso del corrispettivo della vendita, produce nella situazione dell’*originator* la riduzione del grado di indebitamento, l’aumento del *turnover* e del ROA.

Alcune evoluzioni della tecnica di base aventi un ambito di applicazione prevalente nel settore industriale sono il «*principle finance*» e la «*whole business securitization*».

Nel primo caso, la cessione delle attività è effettuata avendo come controparte diretta la *merchant bank*, la quale agisce in qualità di principale⁵² e provvede successivamente a rifinanziarsi mediante apposita cartolarizzazione. Questa versione trova applicazione in situazioni in cui l’*originator* non può o non vuole attendere i tempi solitamente lunghi necessari al perfezionamento dell’operazione di *securitization*.

Nella *whole business securitization*, oggetto di cessione è l’intero *business* dell’impresa o una sua specifica *business unit*. La struttura impiegata allo scopo prevede che lo *SPV* si finanzia sul mercato mediante apposita emissione obbligazionaria allo scopo di concedere un prestito garantito all’impresa *originator*. Gli elementi caratterizzanti di questa versione sono:

- le garanzie⁵³ di tipo reale che assistono l’operazione e gravano sugli *assets* operativi del *borrower*;
- i *covenants*, volti a regolare sia la gestione operativa⁵⁴ che quella finanziaria dell’impresa⁵⁵;
- l’assicurazione di rimborso totale ed incondizionato sulle emissioni promosse dallo *SPV* offerta da una *monoline insurance company* di massimo *standing* creditizio, al fine di ottenere un *rating investment grade*.

Questa tecnica di finanziamento si adatta ad imprese caratterizzate da flussi stabili e prevedibili lungo un orizzonte temporale non inferiore alla durata dei prestiti obbligazionari emessi, condizione che dipende sia dalle caratteristiche del settore industriale di riferimento⁵⁶ che da quelle degli *assets* operativi⁵⁷.

⁵² Assumendosi quindi in proprio il rischio economico dell’operazione e non limitando l’azione alla sola prestazione del servizio di strutturazione in qualità di *arranger*.

⁵³ Trattandosi di una tecnica impiegata su scala internazionale le fattispecie utilizzabili e le tutele offerte sono condizionate dalla legislazione in uso nel Paese in cui l’operazione viene strutturata. Con particolare riferimento al Regno Unito si riscontra l’impiego della *floating charge*, che copre sostanzialmente l’intero attivo di bilancio dell’impresa cedente e consente al possessore di sostituire il *management* dell’impresa in caso di *default* della stessa.

⁵⁴ Limitando le attività esercitabili e/o la natura delle transazioni eseguibili (*business covenants*).

⁵⁵ Vincolando la condotta aziendale al fine di prevenire situazioni di dissesto.

⁵⁶ In questa logica sono preferibili imprese operanti in settori maturi con domanda stabile, ridotta intensità competitiva e basso rischio di cambiamento tecnologico.

⁵⁷ La cui qualità è funzione, oltre che dell’attitudine a produrre reddito, della diversificazione funzionale e geografica, del valore di realizzo e della fungibilità.

CAPITOLO 2

IL FINANZIAMENTO ESTERNO: IL CAPITALE DI RISCHIO

2.1 Le azioni ed il ricorso al mercato

L'azione rappresenta la quota di partecipazione dei soci nella società per azioni. In termini generali si caratterizza per⁵⁸:

- l'omogeneità, in quanto risulta dal frazionamento del capitale sociale sottoscritto in parti di identico ammontare, secondo un criterio astratto-matematico;
- la standardizzazione, dal momento che ciascuna di esse attribuisce identici diritti nella società e verso la società;
- l'indivisibilità, poiché non è separabile l'aspetto patrimoniale (costituisce l'unità minima di partecipazione al capitale) dall'aspetto societario (complesso di diritti e poteri sociali collegati);
- l'autonomia, in quanto ogni azione è partecipazione distinta ed autonoma rispetto alle altre ed ogni socio è pertanto titolare di tante quote di partecipazione quante sono le azioni sottoscritte;
- la libera trasferibilità in forma cartolare, cioè attraverso documenti assoggettati alla disciplina dei titoli di credito.

In quanto frazione del capitale sociale, l'azione non può essere emessa per una somma inferiore al valore nominale⁵⁹, al fine di evitare che i conferimenti effettivi siano inferiori rispetto a quelli dichiarati⁶⁰.

Alla società per azioni la normativa consente di creare, attraverso lo statuto e le successive modifiche dello stesso, categorie di azioni diverse da quella ordinaria, godendo di ampia autonomia nella definizione del contenuto seppur entro i limiti posti dall'ordinamento.

In tal senso le varianti più note riguardano:

- le azioni privilegiate, che attribuiscono un diritto di preferenza nella distribuzione degli utili e/o nel rimborso del capitale in sede di scioglimento della società. In realtà non è dettata alcuna disciplina specifica per quanto concerne natura e misura del privilegio che può riguardare anche la postergazione delle perdite e può non implicare necessariamente la limitazione dei diritti amministrativi. Il loro impiego risulta particolarmente appropriato qualora la necessità di finanziamento aziendale emerga in particolari periodi di crisi o nell'ambito di processi di ristrutturazione⁶¹;
- le azioni correlate (*tracking stocks*), i cui diritti patrimoniali sono indicizzati alle *performances* di un particolare settore della società, ad esempio un ramo d'azienda o una divisione, anche quando questo non costituisce patrimonio destinato ad uno specifico affare. Allo scopo lo statuto dovrà disciplinare i criteri di individuazione dei costi e dei

⁵⁸ G.F. Campobasso, *Diritto commerciale vol. 2 – Diritto delle società*, Utet, Torino, 2009, pp. 199 – 222.

⁵⁹ Il valore nominale dell'azione è insensibile alla situazione patrimoniale della società e può essere modificato solo attraverso una modifica dell'atto costitutivo (frazionamento o raggruppamento). Si differenzia quindi dal valore di bilancio, che dipende invece dall'andamento economico e si ottiene dividendo il patrimonio netto della società per il numero di azioni in circolazione. Ancora concettualmente diverso è il valore di mercato dell'azione che, limitatamente ai titoli quotati in mercati regolamentati, esprime il prezzo di scambio del titolo in un determinato istante.

⁶⁰ È viceversa contemplata la possibilità di emettere azioni per somma superiore al valore nominale sia in sede di costituzione che di aumento del capitale sociale. Questa modalità è anzi obbligatoria qualora venga escluso o limitato il diritto di opzione degli azionisti esistenti sui titoli di nuova emissione ed il valore reale delle azioni sia superiore a quello nominale.

⁶¹ E. Monti, *Manuale di finanza*, cit., p. 213.

ricavi ad esso imputabili e le relative modalità di rendicontazione. Dovrà inoltre stabilire i diritti attribuiti ai titoli e le modalità di conversione in azioni di altra categoria⁶².

Le motivazioni principali a cui risponde questo tipo di emissione sono l'opportunità offerta all'investitore di acquistare solo la parte d'impresa di suo interesse e la possibilità per l'impresa stessa di stabilire un valore per una parte del proprio *business*, sebbene la mancanza di un effettivo controllo legale su quest'entità ed il ridotto grado di liquidità dell'investimento determinino uno sconto importante sul valore teorico del titolo⁶³;

- le azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti e con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni, il cui ammontare complessivo non può eccedere il 50% del capitale sociale (per evitare un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani degli azionisti a voto pieno);
- le azioni di risparmio (*preferred stocks*), che associano ad un privilegio di carattere patrimoniale⁶⁴ l'esclusione del diritto di voto. Sono create in occasione di aumenti del capitale sociale e consentono all'impresa di acquisire risorse evitando effetti sulla *governance*, sebbene a costi monetari ed organizzativi superiori rispetto alle operazioni della specie aventi ad oggetto le azioni ordinarie⁶⁵.

La procedura attraverso la quale è possibile finanziare l'attività aziendale attingendo a fonti esterne a pieno rischio è l'aumento di capitale a pagamento⁶⁶. Le conseguenze che vengono a determinarsi in seguito a questa decisione eccedono la semplice acquisizione di nuovi mezzi finanziari e l'incremento del patrimonio netto. Piuttosto riguardano⁶⁷:

- i possibili effetti diluitivi sul controllo e sugli utili subiti dai “vecchi” azionisti, qualora non vi aderiscano, in misura pari all'entità delle partecipazioni pro-tempore detenute;
- il trasferimento di valore tra i vecchi ed i nuovi azionisti che si determina a seconda della misura assunta dal rapporto tra prezzo d'emissione e valore del titolo;
- il trasferimento di valore dagli azionisti ai creditori per effetto della minor rischiosità della struttura finanziaria;
- la momentanea attenuazione del problema di agenzia tra azionisti e *management* a causa della *disclosure* sulla situazione aziendale richiesta dal mercato per valutare la bontà dell'offerta;
- il segnale negativo inviato al mercato riguardo al valore del titolo aziendale in condizioni di asimmetria informativa tra le parti.

2.2 Sull'effettiva utilità della borsa valori al finanziamento d'azienda e sulle implicazioni gestionali del finanziamento di mercato

La principale funzione assolta dai mercati mobiliari è quella di provvedere al finanziamento delle imprese che, dall'emissione e dal collocamento delle proprie azioni sul mercato primario, traggono le risorse necessarie allo svolgimento della propria attività. Alla funzione primaria sono inoltre collegate funzionalità accessorie ad essa strumentali: la funzione informativa mediante il *pricing* dei titoli emessi e quella di liquidità degli investimenti attraverso il mercato secondario⁶⁸.

⁶² G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, cit., p. 213.

⁶³ P. Vernimmen, *Corporate finance*, cit., pp. 594 – 595.

⁶⁴ Il cui contenuto unitamente alle condizioni, ai limiti ed ai termini per il suo esercizio sono determinati in via preventiva dalla società

⁶⁵ P. Vernimmen, *Corporate finance*, cit., pag. 589.

⁶⁶ L'aumento gratuito si risolve nell'imputazione delle riserve disponibili a capitale e determina un adeguamento del capitale nominale a quello effettivo in condizioni di invarianza del patrimonio netto. All'impresa non affluiscono quindi nuove risorse sebbene si venga a determinare una riduzione dei mezzi disponibili per i soci dal momento che le riserve trasferite potranno essere restituite solo con l'osservanza delle disposizioni che regolano la riduzione di capitale sociale. In tal senso, E. Monti, *Manuale di finanza*, cit. pp. 216 – 219.

⁶⁷ P. Vernimmen, *Corporate finance*, cit., pp. 792 – 803.

⁶⁸ G. Forestieri, P. Mottura, *Il sistema finanziario*, Egea, Milano, 2009, p. 174.

Gran parte del dibattito in materia di teoria finanziaria si concentra sull'efficienza con cui il mercato assolve ai suoi compiti istituzionali⁶⁹, senza peraltro metterne in discussione il contenuto.

Complice anche la crisi in atto, di recente è stato invece posto da qualche autore il tema del reale contributo offerto dalla borsa valori al finanziamento delle imprese⁷⁰. Analizzando i dati su scala planetaria è emerso, piuttosto sorprendentemente, che i capitali raccolti dalle imprese attraverso questo canale sono attualmente inferiori a quelli distribuiti in varie forme agli azionisti: paradossalmente non è la borsa a finanziare le imprese ma sono le imprese a finanziare la borsa! Pertanto le colossali fortune che la alimentano affluiscono in realtà al mercato secondario e rispondono a finalità speculative piuttosto che di finanziamento dell'economia reale.

Si osserva inoltre che l'apporto fornito dal mercato borsistico al soddisfacimento del fabbisogno finanziario aziendale appare complessivamente di entità trascurabile e come tale agevolmente sostituibile ricorrendo a fonti alternative.

I mercati finanziari hanno comunque assunto un ruolo centrale nell'orientare le decisioni delle imprese quotate⁷¹ in seguito alla diffusione dei principi dello *shareholder value*, secondo i quali la gestione operativa di un'azienda dovrebbe essere orientata alla massimizzazione del valore per i suoi azionisti. Anche in questo caso la portata della crisi ed ancor prima i molteplici scandali societari di inizio millennio, si sono premurati di dimostrare che i valori delle azioni riflettono solo parzialmente la qualità della gestione mentre risultano fortemente condizionati da fattori esterni al controllo del *management* nonché soggetti a fenomeni speculativi al rialzo o al ribasso⁷². Ne conseguono diverse controindicazioni operative relativamente⁷³:

- all'individuazione dell'orizzonte temporale sul quale traguardare gli obiettivi d'impresa;
- alla pianificazione della raccolta di nuovo capitale di rischio;
- all'orientare la gestione ai concetti dello *shareholder value*;
- all'aleatorietà dei piani di incentivazione.

2.3 Il *private equity*

Il termine *private equity* indica genericamente l'attività di investimento nel capitale di rischio di società non quotate svolta sia in maniera "informale" da soggetti privati (*informal private equity*) che in modo professionale da istituzioni specializzate, solitamente fondi comuni (*formal private equity*).

Con riferimento al circuito formale, le architetture organizzative a prevalente utilizzo si uniformano a due modelli di base: la *Investment Company* che funziona da gestore di fondi comuni chiusi (caso italiano) e la *Limited Partnership*⁷⁴, in voga negli USA ed in altri paesi europei⁷⁵.

Trattandosi di investimento in attività a rischio elevato, l'attività di *fundraising* si rivolge a soggetti dotati di competenze specialistiche (investitori istituzionali, *business angels*) e/o guidati da politiche di investimento orientate al medio periodo basate su criteri di frazionamento del rischio

⁶⁹ Per un'esauriente trattazione dell'argomento si veda V. Comito, P.L. Piccari, *Idee e capitali*, cit., pp. 82 – 104.

⁷⁰ V. Comito, *Ma la borsa valori è utile allo sviluppo?*, <http://www.finansol.it>

⁷¹ J. Fuller, M.C. Jensen, *Just say no to Wall Street: putting a stop to earnings game*, Journal of Applied Corporate Finance, vol 14. No. 4, winter 2002, pp. 41 – 46.

⁷² V. Comito, *La crisi del valore azionario*, Sviluppo & Organizzazione, pp. 68 – 77.

⁷³ C. Dematté, *Le turbolenze dei mercati azionari e la gestione d'impresa*, Economia & Management, 1/2001, pp. 5 - 12.

⁷⁴ Trattasi di uno schema contrattuale simile alla società in accomandita dal momento che prevede due tipologie di soci: il *General Partner* a responsabilità illimitata, cui spettano le responsabilità gestionali ed i *Limited Partners*, che limitano la propria responsabilità all'apporto di capitale mediante la sottoscrizione delle quote della *partnership*. In relazione alla loro funzione, i *GP* sono comunque tenuti ad investire direttamente, seppur in maniera molto contenuta nella *partnership* stessa (1-2%) e la remunerazione ad essi spettante è solo in minima parte fissa (*management fee* annuale nell'ordine del 2-3%) e la remunerazione collegata alle *performances* del fondo (*carried interest* quantificabile in circa il 20-30% delle plusvalenze realizzate). I *LP* percepiscono il 70-80% delle plusvalenze e possono beneficiare di clausole di tutela rispetto a comportamenti opportunistici del *GP*.

⁷⁵ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pp. 162 – 164.

(fondi pensione, fondazioni) o ancora a privati titolari di grandissimi patrimoni (*High Worth Net Individual*).

Per quanto riguarda invece la funzione assolta rispetto alle esigenze di finanziamento aziendale, l'attività di *private equity* supporta le imprese che pur non essendo ulteriormente finanziabili a debito⁷⁶ sono impossibilitate a ricorrere al mercato azionario essendo carenti dei requisiti necessari alla quotazione⁷⁷. A questo proposito gli investimenti finanziabili in rapporto al ciclo di vita aziendale, si articolano in tre fattispecie fondamentali⁷⁸:

- *venture capital*, che comprende gli interventi effettuati in relazione alla formazione della *business idea (seed capital)*, al consolidamento del *business plan (start-up financing)* ed all'avvio della produzione e delle vendite (*early business*);
- *expansion financing*, in cui è supportata la messa a regime della capacità produttiva distinguendo un apporto *first stage* relativo all'impianto della stessa, da quelli di adeguamento effettuati in conseguenza dello sviluppo del fatturato, prima sul capitale circolante (*second stage*) e poi sulla capacità produttiva (*third stage*). In questa fase si creano inoltre alcune opportunità per operazioni di *bridge financing* (in attesa della quotazione) o di *replacement capital* (nell'ambito di un riassetto proprietario);
- *acquisition/buyout financing*, categoria residuale riferita a situazioni di discontinuità straordinaria nella vita aziendale che non si collocano necessariamente in una sequenza temporale ordinata.

Peraltro si osserva come nella pratica gli interventi siano in realtà molto selettivi e tendano innanzitutto a privilegiare i settori dinamici e poi, nello specifico, ad evitare le imprese idealmente collocate nelle fasi di *start-up* e/o di consolidamento e maturità⁷⁹. Nel recente passato inoltre hanno assunto un grande peso, in termini di valore e non di numerosità, gli investimenti legati ad operazioni di *buyout*⁸⁰. In questa logica si inseriscono le specializzazioni dei fondi che concentrano la propria attività su un particolare segmento del *private equity* o in uno specifico settore o ancora in una determinata area geografica⁸¹.

Caratteristica comune agli interventi descritti è comunque l'attivismo dell'investitore che non si limita esclusivamente ad apportare risorse finanziarie fresche ma partecipa alla gestione, condizionandola pesantemente sotto molti punti di vista. Questo tipo di operatività ha originato un vero e proprio modello strategico che si caratterizza per il sistema di incentivi particolarmente aggressivo rivolto al *management* operativo, per l'ampio ricorso alla leva finanziaria, per l'attenzione posta al miglioramento dei margini ed al *cash flow*, per l'assoggettamento a normative meno rigorose rispetto a quelle destinate alla *public company*⁸². Poiché tale azioni sono coerenti con i principi dello *shareholder value*, il modello di *business* del *private equity* non è stato solo subito dalle società quotate ma anche volontariamente "internalizzato", non solo a livello teorico⁸³ ma anche "pilotando" l'ingresso in società dei fondi attivisti, attraverso il *private placement* di partecipazioni di minoranza (*Private Investment in Public Equity, PIPE*)⁸⁴.

⁷⁶ In relazione alla mancanza di *collaterals* ed all'impossibilità di prezzare pienamente il rischio dell'impiego in seguito a valutazioni di carattere economico-aziendale (possibili difficoltà di rimborso del finanziato) e normativo (restrittività delle disposizioni antiusura).

⁷⁷ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pp. 170 – 173.

⁷⁸ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pp. 159 – 161.

⁷⁹ B. Zider, *How venture capital works*, Harvard Business Review, november – december 1998, pp. 131 – 139. Ai settori dinamici è associata una maggiore probabilità di successo dell'investimento ed una conseguente superiore facilità di smobilizzo. Le imprese in fase di *start-up* sono invece penalizzate dall'eccessiva incertezza delle prospettive.

⁸⁰ F. Sattin, *Quale futuro per il private equity?*, Harvard Business Review Italia, marzo 2010, pp. 66 – 69. In termini numerici le operazioni della specie hanno rappresentato il 17,3% del totale degli investimenti in *private equity* effettuati in Europa nel 2008.

⁸¹ Questo approccio si contrappone a quello adottato dai fondi generalisti che gestiscono contemporaneamente ed in ottica di portafoglio, partecipazioni in imprese che si collocano alternativamente in ognuno dei segmenti indicati.

⁸² F. Barber, M. Goold, *The strategic secret of private equity*, Harvard Business Review, september 2007, pp. 53 – 61.

⁸³ R.C. Pozen, *If private equity sized up your business*, Harvard Business Review, november 2007, pp. 2 – 10.

⁸⁴ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pp. 228 – 231.

È comunque piuttosto controversa la questione circa la reale entità dell'apporto fornito dai fondi al miglioramento della gestione operativa delle imprese: si ritiene infatti che le *performances* da questi conseguite abbiano positivamente risentito di strategie di tipo esclusivamente finanziario (ad esempio ristrutturazioni dell'indebitamento) o di condizioni di mercato generalmente favorevoli (euforia, fenomeni di "moda")⁸⁵.

Agli operatori del settore vengono peraltro mosse anche molteplici osservazioni critiche. Limitatamente ai nostri fini, si ricordano quelle riguardanti l'uso eccessivo della leva finanziaria, gli effetti sulla quantità e sulla qualità dei posti di lavoro, lo *short terminism* della politica di investimento⁸⁶.

2.4 L'informal private equity: l'angel financing⁸⁷

Al circuito privato del capitale di rischio appartengono anche i cosiddetti *business angels*. Questi soggetti sono persone fisiche benestanti che vantano precedenti esperienze professionali e/o manageriali oltre ad un'ampia rete di contatti ed impiegano le proprie risorse nell'investimento temporaneo in capitale di rischio di nascenti iniziative imprenditoriali o di imprese recentemente costituite. La loro azione si svolge però all'esterno di istituzioni che esercitano professionalmente quest'attività e la natura informale dell'operatività si deve al fatto che questa forma di finanziamento ha un'origine "spontanea" nel reciproco apprezzamento tra investitore ed imprenditore e non è tipizzata dall'ordinamento. Questo si traduce in un minor rigore contrattuale, in una destrutturazione degli accordi relativi alle diverse fasi dell'operazione in una maggiore elasticità nelle tempistiche e nelle modalità di investimento, gestione e disinvestimento.

La volontà di favorire la circolazione delle informazioni tra i soggetti esercenti tale professione nonché i contatti con quelli interessati ad intraprenderla o ad usufruire dei servizi offerti, ha dato origine a veri e propri *networks* di *business angels*. Tali strutture sono utili anche ad istituzionalizzare e promuovere la presenza sul territorio oltre che a supportare gli operatori nello *screening* delle iniziative richiedenti fondi e/o nella ricerca di idee potenzialmente finanziabili.

Le motivazioni che ispirano l'attività del *business angel* sono sia le aspettative di rendimento sul capitale in un'ottica di medio-lungo periodo che gli interessi personali e le affinità verso particolari progetti o programmi di sviluppo di un territorio o di un settore.

Il modello operativo prevede comunque una partecipazione attiva dell'investitore alla gestione dell'impresa al fine di contribuire al suo sviluppo e nel contempo controllare l'investimento effettuato.

Con riferimento agli altri operatori del settore, l'offerta dell'*angel financing* risulta propedeutica e complementare a quella dei fondi, posizionandosi in uno stadio precedente, quello dell'*early stage financing*, rispetto all'azione da questi usualmente svolta. Le imprese che attraversano questa fase della vita aziendale risultano infatti scarsamente appetibili per il circuito formale a causa della complessità dal punto di vista industriale, dell'elevato tasso di mortalità, dell'assenza di riscontri di mercato che ne impediscono una valutazione circostanziata. Il valore aggiunto associato al *business angel* è apprezzabile soprattutto in relazione:

- agli strumenti (specifiche competenze manageriali e professionali) per valutare le potenzialità di una nuova idea imprenditoriale in modo da ridurre l'incertezza relativamente ai risultati dell'investimento. Ad essi si associa la localizzazione degli investimenti, solitamente individuati nelle stesse zone o in zone geograficamente prossime a quelle conosciute, che consente di sfruttare le economie informative del distretto e di contenere i costi del controllo su quelli effettuati;

⁸⁵ V. Comito, *Il modello imprenditoriale del private equity*, Sviluppo & Organizzazione n.223, sett.-ott. 2007

⁸⁶ V. Comito, *Il modello imprenditoriale del private equity*, cit.

⁸⁷ M. Gubitosi, F. Botta, F. Chiarenza, *Guida breve del business angel*, <http://www.iban.it>

- all’”esenzione” dai doveri di *accountability* verso i terzi investitori stante l’investimento di risorse proprie. Questo consente di intervenire in settori molto rischiosi, come quelli *high growth* e *high tech*;
- alla dimensione potenziale dell’investimento, considerata antieconomica dagli investitori istituzionali ed invece confacente alla provenienza personale e quindi limitata delle risorse del *business angel*.

CAPITOLO 3

IL FINANZIAMENTO ESTERNO: IL DEBITO BANCARIO E PARABANCARIO

3.1 L'apertura di credito in c/c

È un contratto di finanziamento in base al quale la banca si impegna a mettere a disposizione del cliente una somma di denaro per un periodo di tempo limitato o a tempo indeterminato (art. 1842 c.c.), che lo stesso può utilizzare a sua discrezione, anche in più soluzioni, ricostituendo con versamenti successivi l'ammontare della somma inizialmente concessa (artt. 1843 e 1852 c.c.).

In sintesi:

- è una forma di finanziamento elastica, poiché utilizzabile a totale discrezione del cliente in base alle proprie esigenze operative, entro il limite dell'affidamento accordato per importo e durata⁸⁸;
- rappresenta per l'istituto concedente una forma tecnica altamente rischiosa poiché il rimborso dipende esclusivamente dalle condizioni di solvibilità dell'affidato (trattasi di "credito in bianco" o fido di prima categoria o fido diretto);
- dal punto di vista finanziario, almeno in linea di principio, serve a coprire gli scompensi temporanei tra entrate ed uscite di cassa generati dalla gestione del capitale circolante. Costituisce quindi una sorta di "margine di liquidità" supplementare rispetto a quello creato dalla gestione corrente⁸⁹;
- l'onerosità della forma tecnica è duplice. Da un lato il cliente sostiene un costo variabile in termini di interessi passivi, proporzionale all'entità ed alla durata degli utilizzi; dall'altro incorre comunque in un costo fisso, indipendente dall'effettiva fruizione della facilitazione, rappresentato da una commissione percentuale applicata su base annua all'importo accordato (c.d. "commissione di messa a disposizione dei fondi" o "commissione sull'accordato")⁹⁰;
- non stimola le imprese a porre in essere adeguati interventi di programmazione finanziaria ma a gestire "day by day" la propria liquidità⁹¹.

3.2 Lo smobilizzo dei crediti commerciali

In quest'ambito rientrano le forme tecniche attraverso le quali l'impresa si priva temporaneamente o definitivamente di parte del proprio attivo circolante al fine di ottenere

⁸⁸ Nel caso di scoperti a tempo determinato la banca non può recedere prima della scadenza del termine, se non per giusta causa (art. 1845 c.c.). Se la medesima facilitazione è concessa a tempo indeterminato ciascuna delle parti può recedere nei modi e nei termini contrattualmente stabiliti.

⁸⁹ S. Caselli, S. Gatti, *Il corporate lending*, Bancaria Editrice, Roma, 2003, pp. 402 - 404.

⁹⁰ Trattasi di una voce di spesa di recente introduzione nel panorama nazionale, seppur ampiamente diffusa nella prassi bancaria estera. L'origine della sua applicazione è da rintracciarsi nel quadro degli interventi emergenziali "anti crisi" (D.L. 185/08), in cui il legislatore si è occupato di intervenire esplicitamente su alcuni costi sopportati dal cliente in sede di concessione creditizia, normando in senso restrittivo le condizioni di applicabilità della commissione sul massimo scoperto (commissione percentuale applicata al massimo saldo debitore registrato dal c/c durante il trimestre). Il ridimensionamento di quest'importante fonte di entrata, peraltro in una fase congiunturale altamente problematica, ha spinto gli istituti di credito ad adottare nuove strutture di prezzo al fine di attenuare gli effetti derivanti da questi provvedimenti. Inoltre, la stessa applicazione del dettato di Basilea 2 ha reso per le banche insostenibile un impiego di fondi improduttivo (cioè senza utilizzo), situazione peraltro piuttosto comune, almeno nelle relazioni fisiologiche con la controparte, stante il "sovraffidamento" determinato dalla pratica degli affidamenti multipli.

⁹¹ A. Giampaoli, *Banca e impresa*, Egea, Milano, 2000, pp. 232 - 234.

immediate disponibilità liquide in c/c⁹². L'obiettivo è quello di accorciare il divario temporale che intercorre tra la data di fatturazione e quella di riscossione. Il credito accordato in queste fattispecie viene definito autoliquidante poiché, nell'ottica del soggetto erogante, il rientro delle somme anticipate dipende principalmente dal buon esito della sottostante negoziazione commerciale e solo in via subordinata dalla situazione economico-finanziaria del soggetto finanziato (per la copertura di eventuali insoluti)⁹³. Escludendo le situazioni di carattere estemporaneo, il ricorso continuativo a queste forme tecniche richiede un affidamento di tipo rotativo⁹⁴ (c.d. "castelletto commerciale").

Sostanzialmente l'anticipo del credito presenta una struttura comune alle diverse operazioni, che si differenziano molto poco l'una dall'altra, ad eccezione dello sconto cambiario, peraltro una modalità desueta e dunque residuale⁹⁵. Quest'ultima infatti riguarda la cessione da parte dell'impresa alla banca dei propri effetti cambiari⁹⁶ non scaduti. La banca, previa deduzione dello sconto e delle spese d'incasso, provvede ad anticiparne all'impresa il valore attuale (art. 1858 c.c.). Nelle operazioni di smobilizzo crediti le cambiali sono state sostituite da ricevute bancarie (ri.ba.)⁹⁷ e fatture commerciali⁹⁸. Per entrambe le fattispecie la banca provvede ad accreditare al cliente salvo buon fine (sbf) gli importi delle presentazioni effettuate, ma mentre le ricevute possono essere anticipate in diverse forme (cartacea, supporto magnetico, flusso telematico), per le fatture è prevista, per ovvi motivi, la sola modalità cartacea, spesso "accettata" dal cliente per conferma della veridicità dei dati in essa contenuti.

A tutela del proprio credito, la banca richiede che l'incasso del credito avvenga mediante:

- canalizzazione del pagamento⁹⁹;
- mandato irrevocabile all'incasso (o *in rem propriam*, cioè nell'interesse dello stesso mandatario/banca);
- cessione del credito *pro-solvendo*, ai sensi dell'art. 1260 c.c..

Peraltro è prevista un'attività di screening da parte del finanziatore al fine di accertare la conformità dei documenti presentati ai requisiti richiesti dalle normative interne in materia di qualità del debitore, scadenza degli effetti, concentrazioni di rischio su nominativi facenti o meno parte del gruppo finanziario del presentatore (c.d. "foglio infragruppo").

⁹² S. Caselli, S. Gatti, *Il corporate lending*, cit., pp. 419 - 428

⁹³ Pertanto, in condizioni di fisiologia del rapporto, lo smobilizzo dei crediti rappresenta per l'istituto erogante una forma di impiego a rischiosità più contenuta. Inoltre, le informazioni desumibili dall'analisi andamentale di tali rapporti assumono indirettamente valore segnaletico dell'andamento gestionale del prenditore (composizione del fatturato, numerosità/solvibilità/collocazione geografica della clientela, qualità dell'offerta, ecc.) e sono determinanti nella formazione del giudizio complessivo di affidabilità dell'istituto di credito.

⁹⁴ Vale a dire che l'esitazione delle presentazioni in essere reintegra la disponibilità del fido utilizzabile.

⁹⁵ L'utilizzo delle cambiali nell'ambito dei regolamenti comm.li è minimo e normalmente circoscritto a transazioni in cui il debitore presenta un elevato rischio potenziale di inadempienza. Le ragioni che ne hanno determinato il superamento sono sia di *marketing* che di tipo fiscale.

⁹⁶ Le due categorie fondamentali di cambiali sono il pagherò e la tratta. Il primo (artt. 100-103 legge cambiaria) è una promessa incondizionata di pagamento di una somma di denaro rilasciata dall'emittente a favore del beneficiario. La tratta (art. 1 legge cambiaria) è invece l'ordine impartito dal traente al trattario di pagare una somma di denaro al beneficiario ad una certa scadenza o a vista. Il trattario diviene giuridicamente obbligato al pagamento dell'effetto al momento dell'apposizione della propria firma di accettazione sul documento.

⁹⁷ Documento che non riveste la natura di titolo di credito ma rappresenta una semplice quietanza di pagamento che indica al suo interno i dati identificativi del debitore e del creditore, la banca d'appoggio ed il riferimento fattura. Non è espressamente disciplinato e ad esso si applica la normativa vigente in materia di quietanza per l'estinzione di obbligazione di cui all'art. 1199 c.c..

⁹⁸ Documento principale del contratto di compravendita la cui emissione e contenuto sono disciplinati dalla c.d. "legge IVA". Può essere immediata accompagnatoria o differita a seconda che sia emessa, rispettivamente, alla consegna/spedizione della merce o successivamente ad esse.

⁹⁹ Ovvero indicando sul documento il c/c sul quale il debitore deve effettuare il pagamento. Ovviamente non è vincolante ma consente alla banca di monitorare la qualità del portafoglio clienti dell'affidato. In realtà la banca può anticipare anche crediti con pagamento non canalizzato, di norma applicando condizioni più onerose per lo smobilizzo (scarti sulla presentazione, tassi maggiorati) e ricorrendo a linee di credito di rischiosità superiore (apercredito per anticipo documenti).

Relativamente all'anticipo ri.ba. sono previste due modalità tecniche di "trattamento":

- l'utilizzo di un c/c anticipi fruttifero sul quale vengono accreditate, con valuta pari alla scadenza¹⁰⁰, il totale degli appunti presentati. Da tale rapporto l'intestatario provvede a "girare" sul c/c ordinario le somme secondo necessità e con valuta pari al giorno dell'operazione, generando scoperti per valuta su cui maturano interessi al tasso concordato¹⁰¹;
- l'utilizzo del solo c/c ordinario (c.d. "conto unico") sul quale le singole partite vengono immediatamente accreditate con valuta giorno di scadenza così da essere utilizzate con priorità rispetto allo scoperto di c/c (in sostanza su tali somme si viene a pagare il tasso della distinta di portafoglio e non quello dell'apercredito).

Il *pricing* di queste operazioni, oltre al tasso d'interesse, prevede anche l'applicazione di spese di lavorazione¹⁰², spese di incasso¹⁰³, spese di insoluto/richiamo e qualora necessario di modifica piazzatura/proroga, calcolate su ogni effetto. L'incidenza sull'onerosità complessiva di questa forma tecnica è ovviamente proporzionale alla numerosità del foglio.

Per quanto concerne l'anticipo su fatture valgono molte delle considerazioni già espresse relativamente all'anticipo sbf su ricevute bancarie. Dal punto di vista del funzionamento è previsto che:

- all'atto della presentazione la banca accredita il cliente per un importo di norma compreso tra l'80% ed il 100% della fattura, addebitando contemporaneamente un c/c anticipi transitorio fruttifero sul quale maturano interessi a debito del cliente per la durata dell'operazione, al tasso concordato;
- al pagamento della fattura la banca provvede ad accreditare il c/c anticipi, annullando di fatto la posizione aperta in precedenza.

Anche in questo caso è prevista la tariffazione delle spese per la lavorazione degli effetti e per insoluti/richiami/proroghe.

3.3 Le forme tecniche di finanziamento a medio/lungo termine

L'estensione dell'operatività delle banche commerciali al medio e lungo periodo ha ampliato le alternative di indebitamento di cui può avvalersi l'impresa nel momento in cui sceglie di ricorrere al canale bancario. Nell'operatività corrente se ne riscontrano due tipologie principali: il mutuo ipotecario ed il prestito chirografario.

La definizione offerta dal codice civile per il contratto di mutuo (art. 1813) è piuttosto generica mentre nella prassi bancaria essa individua in maniera univoca uno strumento di consolidata applicazione. Trattasi infatti di una forma di prestito monetario a scadenza protratta erogata dalla banca in un'unica o in più soluzioni, contraendo la quale il beneficiario si obbliga al

¹⁰⁰ L'introduzione della direttiva europea sui servizi di pagamento (PSD), ha eliminato la possibilità per gli istituti di credito di applicare alla scadenza degli effetti ulteriori giorni banca, al fine di procrastinare nel tempo l'effettiva disponibilità delle somme da parte del cliente così da lucrare sulla maggior durata della facilitazione creditizia. La nuova normativa prevede infatti che la banca assuntrice del servizio debba mettere a disposizione del cliente creditore gli importi presentati non appena gli stessi entrino in possesso della banca stessa, riducendo di fatto l'onerosità della facilitazione.

¹⁰¹ A questo proposito si è soliti distinguere tra tasso chiuso e tasso aperto. Nel primo caso si parla di tasso di distinta poiché viene fissato contestualmente alla presentazione della stessa, colpisce esclusivamente una specifica partita di portafoglio e resta invariato fino a scadenza. Nel secondo si parla invece di tasso di rapporto, dal momento che regola in via continuativa l'intera operatività del castelletto, prescindendo dalle singole operazioni: in quanto tale varia periodicamente (di norma su base mensile) ed è ottenuto maggiorando il parametro di periodo (euribor avente durata pari alla durata media del credito) di uno *spread* determinato in relazione alla qualità storica del foglio.

¹⁰² Differenziate in maniera tale da minimizzare il ricorso allo strumento cartaceo ed incentivare il trattamento informatico degli appunti.

¹⁰³ Anche in questo caso diverse a seconda che la banca d'appoggio coincida o meno con quella creditrice.

pagamento degli interessi ed alla graduale restituzione del capitale mutuato secondo un piano di rimborso contrattualmente stabilito¹⁰⁴.

Questo tipo di finanziamento è assistito da garanzia ipotecaria su beni immobili, il cui valore peritale¹⁰⁵ determina il massimo importo concedibile. Le banche privilegiano la concessione di mutui di tipo fondiario che limitano la finanziabilità all'80% del valore del cespite in garanzia¹⁰⁶ e permettono il consolidamento dell'ipoteca in dieci giorni (art. 38 e segg. TUB)¹⁰⁷. La durata massima del prestito dipende invece dalle normative interne di ciascun istituto ed è spesso condizionata dalla finalità dell'operazione¹⁰⁸. Le voci di costo che gravano su tali operazioni comprendono, oltre al tasso di ammortamento¹⁰⁹, le spese di istruttoria pratica, le spese di perizia tecnica, la parcella notarile, l'imposta sostitutiva, i premi pagati per assicurare i beni offerti in garanzia, eventuali oneri accessori connessi alla copertura di altri rischi (ad es. quello di tasso attraverso contratti derivati). L'offerta delle banche in questo segmento presenta elementi di differenziazione nei profili contrattuali relativamente:

- ai meccanismi di fissazione del tasso di ammortamento;
- alla valuta di denominazione del prestito;
- alla tipologia di piano di rimborso adottata;
- alla dilazione massima consentita;
- all'importo massimo concedibile.

La parte mutuataria ha facoltà di estinguere anticipatamente il mutuo versando quanto dovuto in termini di debito residuo ed interessi, unitamente alla penale solitamente prevista dal contratto di finanziamento¹¹⁰. Sono possibili anche riduzioni del debito che consentono, in alternativa tra loro, di "accorciare" il piano di rimborso o di "alleggerire" l'importo delle rate.

Il prestito chirografario è una tipologia di finanziamento a medio/lungo termine in cui la prestazione di garanzie reali non è in linea di principio condizione necessaria per accedere alla facilitazione, salvo le eventuali risultanze dell'istruttoria di affidamento relativamente al merito di credito del prenditore. Dal punto di vista logico rispecchia fedelmente la struttura del mutuo ipotecario se si eccettuano la durata massima più contenuta (di norma non superiore a 5/7 anni) e l'impossibilità di effettuare riduzioni del debito (è contemplata la sola anticipata estinzione). Dal punto di vista dei costi, sconta invece tassi più elevati ma non incorre nelle spese di perizia tecnica e legale. Il perfezionamento non richiede l'intervento notarile salvo casi eccezionali in cui l'operazione si collega a particolari leggi agevolative. Tale forma tecnica è spesso assistita, almeno per quanto concerne un certo segmento di imprese, da garanzia fornita dai confidi.

Collegato al perfezionamento delle operazioni rateali descritte è il ricorso al prefinanziamento, cioè ad una facilitazione di breve termine, accessoria e preliminare all'erogazione del prestito. Dal punto di vista tecnico assume la forma dell'apercredito e serve a rendere disponibili all'impresa le risorse ad essa necessarie antecedentemente alla conclusione del

¹⁰⁴ R. Ruozi, *Le operazioni bancarie*, Egea, Milano, 1998, pp. 198 - 202

¹⁰⁵ Il valore del cespite è determinato da apposita perizia tecnica, redatta da un professionista di fiducia dell'istituto mutuante. La base di calcolo per la determinazione dell'importo finanziabile è il cosiddetto "valore cauzionale" ottenuto applicando una decurtazione percentuale (nell'ordine del 10-15%) al valore commerciale (cioè al prezzo di mercato) dello stesso.

¹⁰⁶ Limite da ritenersi comprensivo del residuo debito relativo ad ulteriori finanziamenti della specie ancora in essere.

¹⁰⁷ I mutui che non presentano le caratteristiche descritte sono definiti ipotecari: per questa categoria l'importo massimo concedibile è il 100% del valore dell'immobile (calcolato come sopra) e l'ipoteca si consolida dopo un anno (si fa quindi riferimento alla legge ordinaria).

¹⁰⁸ Ad esempio le operazioni di ristrutturazione o consolidamento dell'esposizione, proprio perché perfezionate in relazione alle problematiche di rimborso palesate dalle aziende, beneficiano di termini di rimborso maggiormente permissivi rispetto a quelle contratte in relazione a programmi d'investimento.

¹⁰⁹ Risultato della somma fra la quotazione del parametro di riferimento e lo *spread* preteso dall'istituto erogante.

¹¹⁰ Viceversa la parte mutuante non ha diritto a richiedere il rimborso anticipato salvo che la controparte non adempia alle clausole che regolano il rapporto.

contratto principale. Poiché le due operazioni rientrano in una logica economica unitaria, l'erogazione del prestito verrà destinata in tutto o in parte all'estinzione del prefinanziamento.

3.4 Il ruolo dei confidi nella concessione di credito

I consorzi di garanzia collettiva fidi (confidi) sono consorzi costituiti da piccole e medie imprese, la cui funzione prevalente è la prestazione di garanzie per gli affidamenti richiesti dai propri associati alle banche convenzionate¹¹¹. Esercitano quindi un'attività mutualistica a favore delle imprese partecipanti, condividendo di fatto le perdite aziendali.

I confidi nascono in stretta dipendenza con le realtà associative di categoria e sviluppano la loro azione su base territoriale contribuendo in maniera significativa al funzionamento del mercato del credito per le piccole imprese: da un lato svolgono nei confronti dei finanziatori, una funzione di supplenza, in termini di garanzia, dei singoli patrimoni aziendali, prevenendo possibili fenomeni di razionamento; dall'altro esprimono una forza contrattuale collettiva nel negoziare condizioni economiche di favore per i propri associati, facendo leva sulla capacità di aggregazione a livello locale¹¹².

L'operatività di questi soggetti è regolamentata dall'art. 13 della legge 326/03 “(legge quadro” sui confidi) e dalle successive modifiche ed integrazioni. Tale normativa nacque al fine di promuovere condizioni di rafforzamento del sistema coerenti con lo scenario normativo e di mercato delineato dall'introduzione degli accordi di Basilea 2¹¹³. Quest'ultima impostazione ha infatti nettamente differenziato l'appetibilità del singolo consorzio nei confronti degli istituti finanziatori¹¹⁴, individuando impatti differenziati sull'assorbimento patrimoniale degli affidamenti garantiti¹¹⁵. Non essendosi completata l'evoluzione dei confidi verso la status di banche di garanzia collettiva dei fidi prevista dalla normativa nazionale¹¹⁶, ad oggi si distingue tra¹¹⁷:

- confidi iscritti all'Elenco Generale ex-art. 106 Tub, la cui garanzia ha natura personale e consente la ponderazione del rischio in base al principio di sostituzione “garante per garantito”¹¹⁸;
- confidi iscritti all'Elenco Speciale ex-art. 107 Tub (soggetti vigilati Bankitalia in quanto intermediari finanziari non bancari), le cui garanzie offerte sono equiparate a quelle bancarie e come tali consentono una ponderazione dell'affidamento (per la parte garantita) al 20%, indipendentemente dal *rating* attribuito ai confidi.

I rapporti tra la banca ed il consorzio sono regolati da apposite convenzioni in cui si stabiliscono diritti ed obblighi delle controparti quali ad esempio:

- il plafond massimo di credito complessivamente concedibile alle singole imprese, nonché le forme tecniche ritenute accettabili sebbene a questo proposito si rilevi generalmente un'operatività molto ampia;
- le condizioni economiche ed i massimali per singola forma tecnica;
- il *range* entro cui varia la percentuale di garanzia offerta dal consorzio per le diverse operazioni;

¹¹¹ G.L. Corvino, F. Corvino, *Guida alla finanza d'impresa*, Speciale de Il Sole 24 Ore, novembre 2010, pp. 30 - 36

¹¹² A. Berti, *Il finanziamento delle piccole e medie imprese*, Aspi/Ins-Edit, Genova, 1997, pp. 156 – 160.

¹¹³ C. Schena, *Il ruolo prospettico dei Confidi nel rapporto banca-impresa: mitigazione del rischio e supporto informativo*, in P. Pogliaghi, W. Vandali, C. Meglio (a cura di), *Basilea 2, Ias e nuovo diritto societario*, cap. 13, Bancaria Editrice, 2004. Le previsioni introdotte con il documento comportavano infatti un ridimensionamento del ruolo dei confidi fissando una serie di criteri e condizioni per il riconoscimento ai fini della mitigazione del rischio estremamente penalizzanti per le garanzie consortili.

¹¹⁴ E di conseguenza l'*appeal* esercitato sui potenziali associati.

¹¹⁵ Ovviamente la percentuale di finanziamento non garantita è ponderata sulla base del merito creditizio del debitore.

¹¹⁶ S. Mieli, *Aspetti e prospettive dei confidi: nuovi disegni e nuova regolamentazione*, <http://www.bancaditalia.it>.

¹¹⁷ G.L. Corvino, F. Corvino, *Guida alla finanza d'impresa*, cit.

¹¹⁸ Vale a dire che la frazione dell'affidamento garantita dai confidi viene valutata utilizzando il *rating* attribuito al confido medesimo.

- le modalità di gestione della relazione con l'impresa affidata per la durata dell'affidamento garantito (*monitoring*) ed i relativi obblighi di comunicazione.

Il meccanismo di funzionamento del confidi prevede che l'accesso ai servizi offerti determini a carico del richiedente un obbligo di corresponsione delle quote associative, della commissione di garanzia (entrambe proporzionali all'importo del finanziamento) e dei diritti di segreteria per l'istruttoria della pratica. I contributi degli associati alimentano la dotazione patrimoniale utilizzata per garantire alle banche finanziatrici la copertura totale o parziale delle perdite originate dall'insolvenza degli stessi¹¹⁹.

Nel complesso i confidi operano esclusivamente in un particolare segmento di imprese ed impieghi e si caratterizzano quindi per un rischio di concentrazione del credito superiore a quello delle banche:

- garantiscono le PMI (i massimali stabiliti per singola impresa consorziata inibiscono l'operatività con imprese affidate per valori importanti dal sistema);
- garantiscono il credito meno garantito, vale a dire i prestiti chirografari (i mutui ipotecari ed i prestiti garantiti in misura consistenti da pegni sono un'attività residuale);
- garantiscono prevalentemente finanziamenti a medio termine.

La crisi recente ha enfatizzato questa criticità dal momento che la crescita nel volume delle garanzie prestate è stata accompagnata da un deterioramento del profilo di rischiosità delle controparti¹²⁰, con una crescita marcata delle sofferenze che coinvolge in particolare i confidi: sebbene quest'evidenza sia in parte scontata dato l'orientamento istituzionale verso i prenditori marginali, si può comunque configurare un possibile *moral hazard* a carico degli erogatori del credito¹²¹. Peralto c'è da rilevare anche come il metro "consolidato" di valutazione delle imprese da parte del consorzio di garanzia non abbia recepito il cambiamento del contesto economico ed alcuni elementi qualitativi considerati tutt'ora determinanti per la solvibilità delle imprese (moralità degli imprenditori, storicità dell'azienda, ecc.), si siano di fatto rivelati ininfluenti, determinando l'assunzione di rischi «non sempre coerenti con le strutture patrimoniali ed organizzative»¹²² dello stesso garante.

L'organizzazione dei confidi si compone di diversi livelli territoriali, ciascuno dei quali esprime un proprio organo di coordinamento; è possibile inoltre che il singolo consorzio aderisca ad un confidi di secondo livello¹²³, che ha lo scopo di controgarantire le facilitazioni rilasciate dai propri membri nell'interesse delle imprese richiedenti fido¹²⁴.

Si osserva infine che i confidi svolgono anche un ruolo importante quali gestori di fondi pubblici destinati a garantire l'accesso al credito delle PMI, specie per quanto concerne le operazioni di investimento, di consolidamento del debito, di patrimonializzazione, di liquidità.

3.5 Il denaro caldo

I finanziamenti "denaro caldo" rispondono alla duplice esigenza:

- delle imprese, di avere disponibili strumenti che permettano di gestire temporanei squilibri nella liquidità aziendale;

¹¹⁹ C. Schena, *Il ruolo prospettico dei Confidi nel rapporto banca-impresa*, cit.

¹²⁰ S. Mieli, *Aspetti e prospettive dei confidi*, cit.

¹²¹ Il trasferimento del credito problematico a sofferenza e l'avvio di azioni di recupero forzoso da parte delle banche potrebbe cioè "privilegiare" i finanziamenti maggiormente garantiti, e quindi anche quelli supportati dal confidi.

¹²² S. Mieli, *Aspetti e prospettive dei confidi*, cit.

¹²³ Come risultato dell'aggregazione di altri confidi.

¹²⁴ G.L. Corvino, F. Corvino, *Guida alla finanza d'impresa*, cit.

- della banca, di collocare sul mercato del credito la propria liquidità in eccesso, non compensata sul canale interbancario. L’offerta di questo prodotto è dunque piuttosto discontinua¹²⁵.

Ovviamente questo è riservato esclusivamente a grandi aziende aventi una tesoreria organizzata: pertanto con la concessione di una linea di credito utilizzabile mediante singoli finanziamenti denominati “denaro caldo”, viene offerta alla clientela primaria la possibilità di ottenere sovvenzioni a breve o brevissimo termine, destinate al riequilibrio della propria liquidità. La linea di credito può essere concessa a revoca o a scadenza, le singole operazioni possono essere a termine (con scadenza prefissata) o a vista (con breve preavviso, di norma 48 ore).

Il tasso applicato è:

- fisso per tutta la durata dell’operazione a termine;
- modificabile, qualora la banca ne ravveda la necessità, nelle operazioni a vista dietro comunicazione al cliente con preavviso.

Si tratta quindi di una forma di finanziamento particolarmente gradita dal momento che il *pricing* è appetibile (tassi applicati in linea con quelli vigenti sul mercato interbancario), sebbene il vantaggio economico sia controbilanciato dalla possibilità di immediato richiamo dei fondi.

3.6 I prestiti sindacati (o in *pool*)

I prestiti sindacati non costituiscono una particolare tecnica di prestito bensì una modalità organizzativa¹²⁶ che consente a più istituti di credito consorziati di soddisfare esigenze di finanziamento complesse¹²⁷, manifestate da imprese di dimensione medio/grande, attraverso facilitazioni che eccedono il potenziale creditizio dell’istituto singolarmente considerato. L’importo del prestito ed il rischio d’insolvenza del mutuatario vengono quindi frazionati tra più banche nell’ambito di un’operazione unitaria dal punto di vista economico ed organizzativo.

I soggetti coinvolti in operazioni della specie, oltre all’impresa prenditrice, sono:

- la banca *arranger*, cioè l’intermediario che si impegna verso il richiedente ad organizzare il finanziamento, promuovendo l’adesione dei potenziali interessati e gestendo la fase di sindacazione;
- la banca capofila, che al termine della fase di sindacazione subentra nella direzione del prestito. Solitamente è quella maggiormente esposta;
- la banca agente, a cui è demandata la gestione amministrativa del finanziamento ad avvenuta operatività;
- le banche partecipanti, impegnate ad erogare la propria quota-parte del prestito.

Di frequente l’operatività dell’*arranger*, della capofila e dell’agente sono accentrate in un unico soggetto. Dal punto di vista operativo, i finanziamenti possono essere erogati ricorrendo a tipologie tra loro differenti in termini di modalità di utilizzo e di rimborso. Quelle maggiormente in uso risultano essere¹²⁸:

- il “*term loan*”, cioè un prestito di ammontare prestabilito prelevabile in più soluzioni durante un periodo di utilizzo compreso fra 30 e 90 giorni. Il rimborso è previsto in un’unica soluzione a scadenza (*bullet loan*) oppure secondo un piano di ammortamento (*amortizing term loan*). A conclusione del periodo di utilizzo gli importi prelevati vengono consolidati e comincia a decorrere l’ammortamento del capitale; i margini inutilizzati non vengono più resi disponibili;

¹²⁵ E. Monti, *Manuale di finanza per l’impresa*, cit., pp.114 – 116.

¹²⁶ R. Ruozi, *Le operazioni bancarie*, cit., pp. 211 – 216.

¹²⁷ Per ammontare e/o per finalità delle operazioni.

¹²⁸ E. Monti, *Manuale di finanza per l’impresa*, cit., pp. 143 - 146

- la “*revolving credit facility*”, linea di credito rotativa non revocabile per l’intera durata contrattuale¹²⁹ utilizzabile anche ripetutamente e per importi parziali nell’ambito dell’affidamento concesso per importo e durata. Il prelievo della singola *tranche* avviene secondo la tecnica dell’anticipazione a scadenza fissa¹³⁰. Può essere contemplata una clausola *multicurrency* che consente di ridenominare il finanziamento in una o più valute ad ogni scadenza;
- il finanziamento “*evergreen*”, attraverso il quale il *pool* di banche mette a disposizione dell’impresa una linea di credito per cassa di importo prefissato, a tempo indeterminato, utilizzabile fino a quando la stessa non viene revocata, normalmente con preavviso di 15 mesi. All’impresa è concesso di ricorrervi anche parzialmente, in più soluzioni e dopo prolungati periodi di inutilizzo nonché di recedere, con un preavviso stabilito e previa restituzione degli utilizzi effettuati maggiorati del rateo di interessi;
- il finanziamento “*bid line*”, caratterizzato dal fatto che la linea di credito viene ripartita tra le banche aderenti al *pool* sulla base di un’asta competitiva avente ad oggetto le condizioni applicate alla propria quota-parte in termini di tasso di interesse, spese, durata, ecc.. Consente quindi all’impresa di soddisfare il proprio fabbisogno ricorrendo prioritariamente ai finanziatori con un’offerta più favorevole;
- le linee di credito “*stand by*”, che costituiscono una variante dello schema precedente. Vengono infatti utilizzate non in relazione a fabbisogni ben identificati quanto piuttosto come riserva di liquidità a cui ricorrere in situazioni di necessità.

La struttura dei costi che caratterizza i finanziamenti in *pool* si compone, come al solito, del tasso di finanziamento e delle commissioni. Con riferimento alla prima voce di spesa si possono osservare *spreads* fissi per l’intera durata contrattuale (*standard margin*) o variabili secondo una periodicità definita¹³¹ o secondo la rispondenza ai *covenants* contrattuali (*structured variable margin*). Per quanto concerne invece il profilo commissionale si distinguono le *front-end fees*, corrisposte in un’unica soluzione alla sottoscrizione del contratto o all’erogazione del prestito, dalle *annualised fees*, corrisposte periodicamente per la durata del prestito.

I vantaggi per l’impresa rispetto alle facilitazioni bilaterali riguardano¹³²:

- la maggiore facilità di accesso a finanziamenti rischiosi;
- la semplificazione dei rapporti creditizi ottenuta accentrando l’interlocuzione con il sistema in un unico soggetto;
- la certezza circa la propria operatività assicurata dall’impegno assunto dalle banche partecipanti.

3.7 Le linee di credito *stand by*

Le linee di credito di tipo *stand by* sono affidamenti generalmente offerti da un *pool* di banche che consentono all’impresa di accedere, secondo modalità prestabilite e nell’ambito di un plafond definito, a finanziamenti bancari erogabili in diverse forme tecniche. Poiché sono concesse senza richiedere particolari garanzie¹³³, si rivolgono essenzialmente a clientela di elevato *standing* creditizio.

¹²⁹ Salvo casi specifici contrattualmente stabiliti (insolvenza e peggioramento della rischiosità del prestatore). Previo congruo preavviso è consentito il recesso del beneficiario

¹³⁰ Non sono previsti rimborsi anticipati, mentre a scadenza è possibile rinnovare in tutto o in parte l’utilizzo, ampliarlo o estinguerlo.

¹³¹ Verso l’alto (*step up margin*), verso il basso (*step down margin*).

¹³² E. Monti, *Manuale di finanza per l’impresa*, cit., p. 140.

¹³³ È comunque possibile che il contratto imponga alcuni vincoli all’operatività aziendale (ad esempio *covenants* e *negative pledge*).

L'attivazione del finanziamento avviene mediante apposita lettera di tiraggio con la quale il prenditore individua, a sua discrezione ma nel rispetto delle norme contrattuali in materia di preavviso (10/15 giorni), l'ammontare del prelievo, la data di inizio e la sua durata (da 1 a 6 mesi)¹³⁴. È facoltà dell'azienda utilizzare la facilitazione anche ripetutamente e per importi parziali. Il prelevamento della singola *tranche* è comunque estremamente rigido: l'importo rimane fisso per l'intera durata, non è ammesso il rimborso anticipato mentre a scadenza è possibile rinnovare l'utilizzo, anche per un diverso ammontare.

Tali caratteristiche consentono quindi di fronteggiare fabbisogni incerti e/o incostanti nella loro manifestazione sia adattando l'ammontare del finanziamento alle esigenze aziendali¹³⁵ che modellandone l'utilizzo in relazione alla dinamica dei flussi attesi¹³⁶.

Dal punto di vista tecnico la prassi operativa evidenzia alcune varianti allo schema di base descritto in precedenza, quali ad esempio:

- la *swing line*, nel caso in cui la linea di credito *stand by* sia accordata alla *holding* di un gruppo e sia utilizzabile da tutte le imprese che ad essa fanno capo¹³⁷;
- la *umbrella facility*, che estende lo schema precedente ad un contesto multinazionale dal momento che la facilitazione è utilizzabile anche dalle controllate estere e gli utilizzi possono essere denominati in divise predeterminate diverse da quella domestica.

Per quanto concerne i costi di accesso, il profilo commissionale prevede solitamente una commissione di organizzazione da corrispondere alla banca capofila alla stipula del contratto, una commissione di erogazione commisurata all'ammontare globale dei fondi messi a disposizione ed una commissione periodica di mancato utilizzo, in rapporto al margine inutilizzato rispetto all'accordato. Peraltro si sostiene un minor costo, in termini di tasso, sulle somme utilizzate.

3.8 Il credito bancario stretto tra le conseguenze della crisi e la prospettiva di Basilea 3

La gravissima crisi che ha interessato il sistema finanziario globalizzato durante il periodo 2007 – 2009 ha prodotto effetti rilevanti sul comportamento e sul funzionamento degli intermediari e dei mercati finanziari.

Con specifico riferimento al canale bancario e limitatamente ai possibili riflessi sul finanziamento delle imprese, si possono osservare distintamente alcune tendenze in atto, sebbene in uno scenario piuttosto confuso e tuttora in divenire. La più evidente è senz'altro il processo di riforma delle regole di operatività delle banche, meglio noto come Basilea 3. Al di là dei tecnicismi che esulano dagli scopi di questo scritto, le principali linee di intervento elaborate allo scopo di rendere il sistema più solido e prudente riguardano¹³⁸:

- il rafforzamento patrimoniale, da conseguire attraverso l'innalzamento dei requisiti di capitalizzazione minimali (più quantità) ed una maggiore selettività nella definizione delle diverse componenti (più qualità);
- la disciplina della liquidità, che prevede il mantenimento di uno *stock* di risorse liquide sufficiente a rendere gli istituti di credito indipendenti dai mercati e dal rifinanziamento presso la banca centrale in fasi di accentuato deflusso dei fondi (*liquidity coverage ratio*),

¹³⁴ La durata del contratto non eccede solitamente i 18 mesi.

¹³⁵ Evitando di sopportare i maggiori oneri derivanti da richieste avanzate per importi differenti rispetto alle necessità effettive.

¹³⁶ Agendo ad esempio sul termine di preavviso o sulla durata dei prelevamenti.

¹³⁷ Nell'ambito del massimale di fido ad essa accordato è la *holding* a ripartire gli utilizzi secondo i fabbisogni individuali, evitando la ploriferazione dei rapporti bancari. Inoltre le condizioni di accesso al *funding* sono identiche per tutte le partecipate

¹³⁸ G. Carosio, *Indagine conoscitiva sui rapporti tra banche e imprese*, audizione presso la Commissione VI del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro), <http://www.bancaditalia.it>

nonché una composizione maggiormente equilibrata in termini di scadenze tra raccolta ed impieghi (*net stable funding ratio*);

- il contenimento della leva finanziaria, per evitare che le banche sviluppino livelli eccessivi di debito, specie attraverso attività fuori bilancio, attraverso requisiti di capitale in rapporto al totale degli attivi che prescindono dagli effetti di ponderazione determinati su base statistica;
- l’attenuazione della prociclicità del settore, da conseguire obbligando le banche a detenere risorse patrimoniali superiori a quelle minime (*conservation buffer*)¹³⁹ e ad accumulare ulteriore capitale nelle fasi di espansione per affrontare le fasi negative del ciclo (*anticyclical buffer*).

Il dibattito circa la reale efficacia della struttura di Basilea 3 rispetto alle esigenze di cambiamento poste dalla crisi è molto polarizzato¹⁴⁰:

- banche ed imprese sono accomunate da una visione negativa che lamenta un’eccessiva severità del rinnovato impianto normativo e ne evidenzia i costi di adeguamento unitamente alle possibili ripercussioni sul finanziamento dell’economia, specie nell’attuale quadro congiunturale;
- molti studiosi hanno invece evidenziato una scarsa efficacia complessiva dei provvedimenti¹⁴¹, acuita dalla lunga fase transitoria, dall’indefinitezza di alcune disposizioni, dai possibili effetti collaterali distorsivi.

In realtà non è facile azzardare previsioni sulle conseguenze delle nuove regole ed è molto più saggio limitarsi a sottolineare alcuni punti di riflessione. Un recente studio di impatto quantitativo ha evidenziato che i timori circa un possibile *credit crunch* appaiono, almeno a livello macroeconomico, infondati¹⁴². Peraltro, si osserva che in ogni fase recessiva la stagnazione del credito riflette non solo condizioni di offerta maggiormente prudenti adottate dalle banche in risposta agli accresciuti rischi d’impiego ma anche la contrazione della domanda ed una sua differente composizione qualitativa¹⁴³. Lo stesso adeguamento dei principali istituti ai nuovi criteri di solvibilità, secondo alcuni ulteriori ed autorevoli studi, non appare particolarmente problematico e non sembra richiedere rilevanti interventi di ricapitalizzazione¹⁴⁴. Quindi tanto rumore per nulla?

Forse no, specie ai nostri fini.

Innanzitutto perché la disciplina di Basilea 3 risulta principalmente focalizzata sul *business model* proprio delle banche commerciali (dedite al finanziamento dell’economia reale) mentre è solo marginalmente incisiva sull’attività di *investment banking*, a cui vengono imputate molte colpe della grande crisi¹⁴⁵. L’esigenza di migliorare i coefficienti patrimoniali si scontra inoltre:

- con una minore capacità di autofinanziamento per effetto della contrazione degli utili, negativamente influenzati dall’andamento dei tassi di interesse e dalle rilevanti perdite sugli impieghi. Ancora, il deterioramento della qualità del portafoglio crediti accresce

¹³⁹ Pena l’assoggettamento a vincoli nella distribuzione degli utili e nella remunerazione del *management*.

¹⁴⁰ R. Bottiglia, *Prime riflessioni su Basilea 3 e possibili impatti sulle imprese*, relazione tenuta al convegno “*Oltre la crisi: strategia e finanza per il rilancio e lo sviluppo delle imprese*”, Verona 25/11/2010

¹⁴¹ M. Wolf, *Il topolino di Basilea e il ruggito della crisi*, *Il Sole 24Ore*, 15/10/2010

¹⁴² Uno studio condotto dallo stesso Comitato di Basilea relativamente agli effetti restrittivi delle nuove regole, ha mostrato conseguenze quantitativamente trascurabili sulla crescita economica e comunque temporalmente limitate alla fase immediatamente successiva all’entrata a regime dei provvedimenti.

¹⁴³ S. Mieli, *Fare credito in tempi di crisi*, relazione tenuta al convegno “*Accesso al credito e garanzie per le imprese: garantire lo sviluppo, crescere nella stabilità*”, Roma 15/12/2009. In queste particolari condizioni le esigenze delle imprese riguardano il finanziamento del circolante e la ristrutturazione del debito dal momento che solitamente i piani d’investimento vengono tagliati o comunque posticipati.

¹⁴⁴ A. M. Tarantola, *La revisione delle regole prudenziali: i possibili effetti su banche e imprese*, audizione presso la Commissione X della Camera dei Deputati (Attività produttive, Commercio e Turismo), <http://www.bancaditalia.it>. Nel complesso i benefici della riforma supererebbero ampiamente i relativi costi.

¹⁴⁵ S. Caselli, *Basilea 3 e i figli di un Dio minore*, *Corriere della Sera* 08/11/2010

ulteriormente le esigenze di capitale a parità di attivo di bilancio, limitando la capacità del patrimonio di vigilanza di sostenere lo sviluppo del *business*;

- con un ricorso al mercato condizionato dall'insufficiente capacità di assorbimento dell'offerta di strumenti finanziari, anche per l'azione concorrenziale esercitata da emittenti privati e sovrani¹⁴⁶. La conseguente pressione sui rendimenti si scontra inoltre con la scarsa appetibilità degli investimenti in *equity* (per le motivazioni appena esposte) ed una generale ritrosia del risparmio verso impieghi di lungo periodo. Peraltro l'accentuata concorrenzialità stimola da un lato, l'adozione da parte degli istituti di credito di pratiche innovative di *funding*¹⁴⁷ i cui risultati sono potenzialmente estendibili anche al segmento *corporate*; dall'altro impone azioni tempestive finalizzate a conseguire i vantaggi competitivi del *first mover*¹⁴⁸;
- con una domanda carente per gli *assets non core* dismessi dalle banche nell'ambito delle strategie di focalizzazione e ridimensionamento¹⁴⁹ poste in essere al fine di “monetizzare” e/o “risparmiare” patrimonio per ottemperare ai vincoli regolamentari;
- con incentivi importanti ad orientare il *business* verso attività più redditizie ma allo stesso tempo più rischiose¹⁵⁰ (*trading* proprietario) a scapito di quelle che offrono margini di profitto modesti (*lending*) pur impegnando pesantemente l'organizzazione. L'obiettivo è di incrementare rapidamente la redditività¹⁵¹, dal momento che gli interventi di efficientamento interno si sono rivelati moderatamente efficaci;
- con il ritardo con cui l'informazione di bilancio è incorporata nei modelli di *rating*. Questo “effetto trascinarsi” ha finora limitato gli effetti della congiuntura negativa sugli indicatori di rischio e sui coefficienti patrimoniali ma è da attendersi analogha vischiosità nel recepire i miglioramenti del quadro economico con conseguenti possibili strozzature nel flusso di credito all'economia¹⁵².

In sintesi la maggiore onerosità del *funding* specie su orizzonti temporali estesi, i costi superiori per il rischio di credito, il ritorno a modelli gestionali del tipo “*generate to hold*” unitamente alla già citata rivisitazione dei livelli di patrimonializzazione degli intermediari¹⁵³, delineano uno scenario caratterizzato da una capacità di credito prospetticamente ridotta: le banche potranno continuare a finanziare le imprese ma probabilmente a ritmi inferiori rispetto al recente passato. Inoltre i costi di accesso per gli utenti saranno superiori a parità di rischio/inflazione attesa.

Per quanto concerne l'impatto delle nuove regole in Italia si osserva che¹⁵⁴:

- le imprese di minori dimensioni, su cui si fonda la particolare struttura produttiva del nostro Paese, sono finanziate in misura ridotta dai principali gruppi bancari, che subiranno maggiormente gli effetti delle nuove regole;
- le banche medio-piccole che forniscono gran parte del credito risultano essere mediamente già in linea con i nuovi requisiti patrimoniali;
- i finanziamenti alle piccole e medie imprese continueranno a beneficiare di una curva di ponderazione più favorevole e quindi ad impegnare il patrimonio in misura più contenuta rispetto ad operazioni analoghe perfezionate con quelle di maggiore dimensione.

¹⁴⁶ In sostanza imprese ed istituti di credito si trovano a competere per acquisire le medesime risorse.

¹⁴⁷ R. Maviglia, *Le banche hanno tanti modi per adeguare il capitale a Basilea 3*, Milano Finanza, 23/11/2010

¹⁴⁸ R. Ruozi, *Cari azionisti delle banche adesso tocca a voi*, Milano Finanza, 17/11/2010. A questo proposito si rileva un ulteriore elemento di ambiguità della normativa relativamente alla durata del periodo transitorio in cui è ammessa la computabilità dei titoli ibridi con le attuali caratteristiche ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza. Si veda: M. Longo, *Basilea 3 e la roulette delle date*, Il Sole 24Ore, 11/11/2010

¹⁴⁹ R. Ruozi, *L'influsso della crisi sulle strategie bancarie*, Economia & Management, 01/2010, pp. 115-120

¹⁵⁰ G. Oddo, *Le banche europee tornano a puntare sulla finanza pura*, Il Sole 24Ore, 19/11/2010

¹⁵¹ J. De Larosière, *Basilea 3 fa male all'Europa*, Il Sole 24Ore, 29/10/10

¹⁵² S. Mieli, *Fare credito in tempi di crisi*, cit.

¹⁵³ G. Scardovi, S. Gatti, *Crisi dei mercati, sistema finanziario ed economia reale. Analisi ed implicazioni per l'industria globale dei servizi finanziari*, Finanza Marketing e Produzione, pp. 105-123

¹⁵⁴ G. Carosio, *Indagine conoscitiva sui rapporti tra banche e imprese*, cit.

A questo proposito sarà comunque interessante osservare sia quanto il paventato processo di ulteriore concentrazione del nostro sistema creditizio¹⁵⁵ inciderà sulle politiche di offerta degli istituti, sia quanto l'approccio di *relationship banking* adottato dalle banche locali le preserverà dall'assunzione di rischi eccessivi in rapporto alle proprie condizioni patrimoniali ed organizzative.

3.9 Il *leasing*

Il *leasing* è un contratto atipico con causa di finanziamento mediante il quale il locatore (società di leasing) trasferisce al locatario (utilizzatore) la disponibilità di un bene strumentale per l'esercizio d'impresa, per un determinato periodo di tempo e contro pagamento di un canone periodico.

I principi contabili internazionali (IAS 17) riconducono le operazioni della specie a due tipologie principali:

1. *leasing* finanziario, in cui tutti i benefici¹⁵⁶ ed i rischi¹⁵⁷ connessi alla proprietà del bene locato sono trasferiti dal locatore al locatario. Trattasi di prodotto di natura finanziaria caratterizzato dall'erogazione congiunta di diversi servizi. Combina al suo interno due negozi giuridici distinti (la locazione finanziaria e la compravendita) e pone in essere un rapporto trilaterale tra società di leasing, fornitore del bene ed utilizzatore;
2. *leasing* operativo, che viene identificato esclusivamente in negativo rispetto al precedente, nel presupposto che l'elemento identificativo sostanziale del primo sia l'integrale trasferimento del rischio. Per queste caratteristiche di superiore rischiosità, la normativa di vigilanza in vigore tende a limitare pesantemente la possibilità per gli intermediari di esporsi in questo comparto.

Pertanto la distinzione tra i due dipende dalla sostanza dell'operazione e non dalla forma del contratto¹⁵⁸.

Con riferimento all'oggetto del contratto, si distingue invece tra *leasing* immobiliare (riferito a beni immobili costruiti o da costruire) e *leasing* mobiliare (quando concerne beni mobili quali attrezzature, macchinari, impianti di vario genere compresi i veicoli a motore commerciali ed industriali).

Gli elementi di competitività del *leasing* rispetto alle operazioni di finanziamento rateale in uso riguardano:

- la possibilità di modellare il contratto in base alle esigenze finanziarie dell'utilizzatore, facendo leva su parametri quali la durata, il valore dell'anticipo, il valore di riscatto, il parametro di indicizzazione;
- i canoni corrisposti, che generalmente concorrono, in qualità di elementi negativi, alla determinazione del reddito d'esercizio dell'utilizzatore¹⁵⁹;

¹⁵⁵ Stimolato dai soggetti istituzionali allo scopo di preservare la solidità patrimoniale e l'equilibrio complessivo del sistema. Si veda: M. D'Ascenzo, *Nuovo riassetto per le banche*, Il Sole 24Ore, 19/11/2010

¹⁵⁶ Vale a dire un impiego profittevole del bene durante la sua vita economica o i proventi derivanti dalla realizzazione del valore residuo.

¹⁵⁷ Quali ad esempio l'obsolescenza tecnologica, variazioni nei rendimenti per effetto di mutate condizioni economiche.

¹⁵⁸ Un *leasing* può essere classificato come finanziario quando, ad esempio, i beni locati sono altamente specifici e non possono essere utilizzati se non dal locatario. Oppure quando la durata del *leasing* copre gran parte della vita economica del bene.

¹⁵⁹ Per quanto attiene invece alla fiscalità delle operazioni di *leasing*, si osserva che la deducibilità dei canoni è ammessa a condizione che:

- il bene sia inerente all'esercizio dell'attività d'impresa;
- il bene sia ammortizzabile;
- venga rispettata una durata minimale;
- l'imputazione dei canoni a conto economico avvenga per quote costanti, in relazione alla durata del contratto.

- l’eliminazione, per l’utilizzatore, delle incombenze e delle responsabilità connesse alla tipologia di bene¹⁶⁰;
- l’eliminazione dei rischi penali connessi ai cantieri “temporanei” o “mobili” nel *leasing* immobiliare costruendo.

La struttura finanziaria dell’operazione è caratterizzata dai seguenti elementi:

- il prezzo del bene, costituito dal costo imponibile (prezzo al netto di sconti ed IVA);
- la durata, compresa fra quella minima legata all’aliquota di ammortamento dei beni oggetto del contratto e quella massima definita in autonomia dalle parti¹⁶¹;
- la periodicità dei canoni, corrisposti in via anticipata all’inizio del periodo di riferimento (mese, bimestre, trimestre);
- il primo corrispettivo, cioè la somma incassata dalla società di leasing alla firma del contratto, a tutela del proprio credito. Può corrispondere ad un canone periodico o ad una percentuale superiore dell’intero contratto (c.d. maxicanone)¹⁶²;
- il prezzo di riscatto, vale a dire il valore preconcordato che l’utilizzatore dovrà corrispondere al concedente a conclusione del periodo contrattuale per esercitare l’opzione di acquisto della proprietà del bene¹⁶³;
- l’assicurazione, che deve riguardare ogni rischio, essere rilasciata per il valore a nuovo e vincolata a favore del concedente;
- la decorrenza, cioè il momento temporale in cui la società di leasing avvia la fatturazione dei canoni periodici a seguito dell’accettazione dei beni da parte del locatario attraverso la sottoscrizione del verbale di consegna e collaudo;
- il termine di pagamento al fornitore, quale risultante della contrattazione svolta dall’utilizzatore, che il concedente assume come un dato. La fissazione di condizioni di regolamento favorevoli può costituire una leva attraverso cui incidere in senso favorevole sul *pricing* applicato all’operazione;
- gli oneri di pre-locazione, vale gli oneri finanziari maturati sui costi sostenuti dalla società di leasing prima dell’accettazione del bene (ad es. anticipi liquidati ai fornitori). Solitamente il tasso applicato è lo stesso dell’operazione e non possono essere capitalizzati, per cui sono oggetto di specifica fatturazione;
- l’indicizzazione, vale a dire il parametro finanziario impiegato per le operazioni a tasso variabile.

Una particolare variante del contratto di *leasing*, peraltro oggetto di giurisprudenza civilistica e fiscale non positiva, è rappresentata dal cosiddetto *lease-back* o locazione finanziaria di ritorno. Questa particolare struttura può infatti configurare un tentativo di elusione del divieto di “patto commissorio”¹⁶⁴, civilmente sanzionato in quanto preordinato alla sottrazione di garanzie a discapito della massa creditoria. In questo contratto, impiegato generalmente al fine di reperire nuova finanza o di rimodulare una forma di finanziamento già in essere¹⁶⁵, le figure del venditore e dell’utilizzatore coincidono: consiste nella cessione di un bene (mobile o immobile), tramite un

¹⁶⁰ Ad esempio la rispondenza dei beni mobiliari alla normativa antinfortunistica, la corretta individuazione urbanistica/catastale degli immobili, ecc..

¹⁶¹ È peraltro evidente che una dilatazione della durata contrattuale determina un aggravio di rischio a carico del concedente.

¹⁶² Il locatore caldeggia questa struttura al fine di contenere i rischi di fungibilità e/o obsolescenza del bene oppure il rischio di credito sul locatario, richiedendo una maggiore partecipazione alla copertura dell’investimento.

¹⁶³ Questo rappresenta un ulteriore fattore di rischio per la società di leasing poiché il locatario è titolare della facoltà (e quindi non ha l’obbligo) di acquistare il bene oggetto del contratto. Dunque il prezzo di opzione verrà fissato nella prospettiva di ricollocazione del bene stesso presso terzi, e quindi in base ai valori di presumibile realizzo a scadenza.

¹⁶⁴ Art. 2744 c.c.: «È nullo il patto col quale si conviene che, in mancanza del pagamento del credito nel termine fissato, la proprietà della cosa ipotecata o data in pegno passi al creditore. Il patto è nullo anche se posteriore alla costituzione dell’ipoteca e del pegno»

¹⁶⁵ Il *lease-back* consente all’alienante di liberare risorse altrimenti immobilizzate in beni patrimoniali pur conservandone la disponibilità per i propri fini aziendali, in cambio del pagamento di un canone periodico.

contratto di vendita stipulato tra il proprietario e la *leasing company*. Quest'ultima, che pagando il corrispettivo del bene ne diviene proprietaria, assegna lo stesso al cedente in locazione finanziaria, contro il pagamento di canoni periodici, così che quest'ultimo da proprietario ne diventi utilizzatore. Anche nel contratto di *lease-back*, come nei contratti di *leasing*, l'utilizzatore può riscattare il bene, alla fine del contratto di locazione, esercitando un diritto di opzione. Affinché il *lease-back* si possa considerare lecito occorre che:

- sia verificata la natura imprenditoriale o professionale dell'utilizzatore;
- sia accertata la strumentalità dei beni oggetto del contratto all'attività dello stesso;
- non ci siano situazioni debitorie pregresse tra concedente ed utilizzatore;
- l'acquisto del bene sia effettuato al giusto prezzo;
- le condizioni dell'operazione siano conformi a quelle praticate solitamente in un contratto di *leasing* finanziario.

3.10 Il factoring

È un contratto di matrice anglosassone mediante il quale un soggetto¹⁶⁶ (*factor*) acquista da un'impresa la globalità o parte dei suoi crediti commerciali (l. 52/1991). Si differenzia dalle operazioni bancarie di smobilizzo poiché rappresenta un servizio completo che permette di realizzare congiuntamente¹⁶⁷:

- a. la gestione dei crediti, che consiste nella produzione di informazioni sul debitore ceduto (*screening* e *monitoring*), nell'amministrazione del portafoglio (contabilizzazione, riscossione, recupero, contenzioso), nel servizio consulenziale (informazioni su nuovi mercati/clienti);
- b. il finanziamento del cedente, attraverso lo smobilizzo dei crediti ceduti;
- c. la garanzia dai rischi di inadempimento, nella forma pro-soluto.

Pertanto questo strumento risulta particolarmente utile in tutte le situazioni caratterizzate da squilibri finanziari di breve periodo, da gestione inefficiente della politica commerciale e creditizia.

La cessione del credito avviene in maniera sistematica seppur non completa¹⁶⁸: l'impresa concorda con l'intermediario un *plafond* globale a carattere rotativo, articolato in affidamenti individuali per ogni nominativo.

Le configurazioni più comuni rintracciabili nella prassi sono:

- *credit cash factoring* (*factoring* con accredito anticipato), che rappresenta una vera e propria operazione di finanziamento dal momento che l'intermediario anticipa i crediti in misura variabile tra il 70 e l'80% dell'importo ceduto;
- *maturity factoring* (*factoring* con accredito a scadenza), in cui è presente la sola componente di servizio poiché gli importi dei crediti ceduti perverranno all'azienda solo a scadenza;
- *maturity factoring* con dilazione, forma contrattuale attraverso la quale il *factor* provvede ad accreditare il valore nominale dei crediti ceduti alla naturale scadenza, praticando contemporaneamente un'ulteriore dilazione al cliente dell'impresa cedente;
- *reverse factoring* (*factoring* indiretto), accordo triangolare tra l'acquirente, i suoi fornitori ed il *factor* che costituisce una forma di finanziamento indiretto per l'impresa *partner*. Quest'ultima cede i propri debiti verso i fornitori continuativi convenzionati al *factor* che si occupa della gestione e dei relativi pagamenti. I vantaggi per l'impresa sono riconducibili al migliore trattamento economico delle

¹⁶⁶ Sia esso una banca o un operatore specializzato.

¹⁶⁷ S. Caselli, S. Gatti, *Il corporate lending*, cit., pp. 428 – 432.

¹⁶⁸ Per motivi di contenimento del rischio non riguarda la totalità dei crediti bensì nominativi selezionati, con *plafond* limitato per ognuno di essi.

forniture¹⁶⁹, alla razionalizzazione dei pagamenti¹⁷⁰, alla possibilità di ottenere dilazioni ulteriori rispetto a quelle accordate dal fornitore¹⁷¹, al maggiore *appeal* commerciale che deriva dalla relazione con l'intermediario¹⁷².

Le componenti di costo riguardano l'interesse sugli anticipi (ove presenti), la commissione di *factoring* (in misura percentuale sull'ammontare dei crediti ceduti), i diritti fissi per ogni fattura ceduta, le spese di istruttoria pratica.

¹⁶⁹ In termini di sconti e dilazioni.

¹⁷⁰ Stante l'unicità dell'interlocutore e la riduzione dei costi amministrativi.

¹⁷¹ Secondo lo schema del *maturity* con dilazione.

¹⁷² Ad esempio per effetto delle opportunità offerte ai fornitori di beneficiare della garanzia rispetto al rischio di insolvenza della controparte o di smobilizzare i propri crediti.

CAPITOLO 4

IL FINANZIAMENTO ESTERNO: IL DEBITO DI MERCATO

4.1 Le obbligazioni

Per il finanziamento della propria attività economica le imprese possono ricorrere anche al mercato obbligazionario¹⁷³.

Le obbligazioni sono titoli di credito di massa che rappresentano frazioni di uguale valore nominale e uguali diritti di un'operazione unitaria di finanziamento a titolo di mutuo (art. 2415 C.C.). A questo proposito, esse attribuiscono al loro possessore la qualità di creditore e quindi il diritto al rimborso di una somma di denaro. Sebbene tale diritto possa essere subordinato al soddisfacimento di altri creditori, non può comunque essere né escluso o soppresso né può dipendere dall'andamento economico della società¹⁷⁴.

Al fine di evitare che gli azionisti ricorrano al credito in misura eccessiva rispetto al capitale di rischio apportato, l'ordinamento fissa dei limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni da parte della società per azioni. Pertanto esse non possono eccedere il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato e quest'importo deve ritenersi comprensivo delle garanzie comunque rilasciate per le obbligazioni emesse da altre società, anche estere (art. 2412 C.C.)¹⁷⁵.

Sono previste comunque delle deroghe alle limitazioni generali di cui sopra quando ricorrono le seguenti circostanze:

1. l'importo eccedente è destinato ad essere sottoscritto da investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale i quali, se trasferiscono i titoli sottoscritti, ne garantiscono il buon fine nei confronti degli acquirenti;
2. l'eccedenza è garantita da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società sino a due terzi del valore di bilancio di questi;
3. interviene un provvedimento dell'autorità governativa motivato da ragioni che interessano l'economia nazionale.

Peraltro le limitazioni indicate non si applicano alle società con azioni quotate su mercati regolamentati e limitatamente alle obbligazioni in essi negoziate.

Nella prospettiva dell'impresa il *design* di un prestito obbligazionario è finalizzato a conseguire l'integrale collocamento, preservando la discrezionalità nella gestione del finanziamento e contenendo il costo di provvista. Poiché gli interessi dei potenziali sottoscrittori

¹⁷³ A questo proposito, nella prassi internazionale si è soliti distinguere tra *bond* e *note*. Sebbene entrambi costituiscano contratti di debito, un *bond* è considerato un *indenture agreement*, vale a dire un contratto che specifica in maniera assolutamente puntuale e rigorosa i diritti ed i doveri del *borrower*. Alla *note* è solitamente attribuito un minor formalismo ed è quindi ritenuta meno tutelante per il *bondholder*. A questo proposito, F.J. Fabozzi, P.P. Peterson, *Financial management & analysis*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2003, p. 495.

¹⁷⁴ G.F. Campobasso, *Diritto commerciale 2 – Diritto delle società*, cit., p. 523. La remunerazione offerta può invece dipendere dall'andamento societario e variare sia nell'entità che nella tempistica.

¹⁷⁵ Il soddisfacimento dei requisiti indicati non è limitato ai tempi tecnici necessari al completamento della procedura di emissione ma è una condizione che deve mantenersi nel continuo. Pertanto è previsto che:

- non si possa ridurre volontariamente il capitale sociale e/o distribuire riserve se questa condotta deteriora il suddetto rapporto;
- qualora si verifichi una riduzione del capitale obbligatoria in seguito a perdite d'esercizio (artt. 2446 e 2447 C.C.), non è consentito distribuire utili senza aver prima ripristinato il quoziente originario.

sono uguali e contrari a quelli dell'emittente, è però necessario risolvere il *trade-off* tra l'aspetto normativo (le clausole) e l'aspetto monetario (il rendimento offerto) del contratto¹⁷⁶.

A questo proposito, gli elementi di base di un contratto obbligazionario sono¹⁷⁷:

- la denominazione del prestito, che può essere in valuta nazionale o estera¹⁷⁸;
- la scadenza;
- il profilo cedolare, vale a dire le caratteristiche delle cedole (tasso fisso, tasso variabile, zero coupon, *income bonds*¹⁷⁹, tempistica dei pagamenti¹⁸⁰);
- la *security*, ossia le garanzie che assistono l'operazione allo scopo di minimizzare il rischio di inadempimento dell'emittente;
- la *seniority*, cioè l'ordine di preferenza con cui i diritti al rimborso del capitale ed alla corresponsione della cedola sono soddisfatti rispetto agli altri titoli della specie¹⁸¹;
- le modalità di rimborso del debito, che contemplano (in alternativa) il rimborso integrale in un'unica soluzione a scadenza, il rimborso mediante un piano di ammortamento dedicato, il rimborso attraverso il periodico ritiro di un ammontare specificato che porti a ridurre od estinguere il debito entro la scadenza (*sinking fund provision*)¹⁸², il rimborso anticipato in relazione all'esercizio di un'opzione *call* a favore dell'emittente o di una *put* a favore del sottoscrittore¹⁸³;
- l'eventuale opzione di conversione, cioè la facoltà di trasformare la natura del diritto posseduto da diritto di credito a diritto proprietario.

La differente modulazione degli elementi descritti consente dunque all'impresa di creare tipi speciali di obbligazioni e nella pratica societaria si riscontrano molteplici varianti di titoli riconducibili a questa categoria¹⁸⁴. Talvolta per l'impresa risulta maggiormente vantaggioso reperire fondi al di fuori del mercato domestico, solitamente in relazione ad arbitraggi di tipo fiscale, valutario o normativo oltre che a motivi di opportunità quali la diversificazione delle fonti ed il ritorno d'immagine associati ad un'emissione su scala internazionale.

Gli *Eurobond* sono obbligazioni *corporate* o *sovereign* denominate in valuta diversa da quella dei paesi in cui sono collocati; sono quindi trattati sui mercati internazionali¹⁸⁵, vale a dire offerti contemporaneamente in diversi mercati quantunque siano espressi in un'unica valuta. Sono

¹⁷⁶ In particolare ogni elemento contrattuale favorevole all'emittente (sottoscrittore) accresce (riduce) il rendimento atteso dai sottoscrittori e di conseguenza il costo di provvista sostenuto.

¹⁷⁷ F.J. Fabozzi, P.P. Peterson, *Financial management & analysis*, cit., pp. 496 - 508.

¹⁷⁸ È comunque possibile rintracciare sul mercato titoli che prevedono pagamenti per capitale ed interessi espressi in valute differenti.

¹⁷⁹ Un titolo della specie paga le cedole esclusivamente nel caso in cui l'impresa realizzi profitti sufficienti a consentirlo e pertanto l'eventuale mancata corresponsione non è motivo di *default*. Questo tipo di emissione ha un utilizzo pratico limitato dal momento che è intuitivamente associata ad imprese in difficoltà ed è esposta ad un potenziale conflitto di interessi tra azionisti ed obbligazionisti (i primi possono manipolare, attraverso il *management*, i profitti contabili cioè la base di calcolo della remunerazione dei secondi).

¹⁸⁰ Annuale, infrannuale, differita rispetto all'inizio del prestito, solitamente in relazione a problemi di liquidità dell'impresa emittente, specie in relazione ad interventi di *turnaround*.

¹⁸¹ Un titolo si definisce *senior* rispetto ad un altro se vanta nei suoi confronti un diritto prioritario; un titolo subordinato è un'obbligazione *junior*, i cui diritti sono cioè soddisfatti successivamente a quelli di una *senior*.

¹⁸² Questa clausola, concepita inizialmente per mitigare il rischio di *default* dell'emittente, è stata successivamente "arricchita" includendo la cosiddetta *acceleration option*, che consente all'impresa di accrescere l'ammontare di titoli periodicamente ritirato fino ad un limite prefissato. L'emittente può avvantaggiarsene realizzando arbitraggi sui tassi, in caso di mercato al ribasso.

¹⁸³ Entrambe servono a proteggere il titolare dall'andamento sfavorevole dei tassi di interesse sebbene il loro esercizio si basi ovviamente su considerazioni opposte.

¹⁸⁴ Con riferimento al nostro ordinamento, la riforma del diritto societario del 2003 ha ad esempio esteso a tutte le società per azioni la facoltà, prima riservata esclusivamente alle società bancarie, di emettere prestiti subordinati.

¹⁸⁵ L'Euromercato è pertanto il mercato dei prestiti in valuta effettuati al di fuori dei paesi in cui le singole valute costituiscono la moneta nazionale. È essenzialmente un mercato non regolamentato (*Over The Counter*).

titoli solitamente al portatore¹⁸⁶, collocati per importi e scadenze più contenute rispetto alle emissioni domestiche, il cui pagamento cedolare avviene una volta l'anno¹⁸⁷.

Le *Medium Term Notes (MTNs)* sono titoli di debito *investment grade, noncallable, unsecured* e *senior* emessi nell'ambito di un *MTN programme* cioè in più soluzioni durante un arco temporale predefinito e per *tranche* di importo unitario relativamente contenuto¹⁸⁸. L'appetibilità di questo tipo di emissioni è legata innanzitutto alla flessibilità insita nella tipologia di collocamento, svolto attraverso *private placement* e particolarmente apprezzato in condizioni di mercato turbolento, che consente un *matching* preciso del *funding* con le esigenze finanziarie dell'impresa. Non secondaria comunque è la velocità particolarmente contenuta con cui è possibile completare il processo di emissione che rende le risorse prontamente mobilitabili. Il prestito obbligazionario "tradizionale" appare comunque preferibile in tutte le situazioni in cui le risorse servono nell'immediato e nella loro totalità e si vuole minimizzare i costi di provvista sfruttando le economie di scala all'emissione, la maggior liquidità del mercato secondario rinveniente dall'ammontare degli importi disponibili, le previsioni circa il futuro andamento dei tassi d'interesse¹⁸⁹.

4.2 La *commercial paper*, le cambiali finanziarie e le accettazioni bancarie

Il termine *commercial paper* indica un titolo di debito emesso dalle imprese allo scopo di reperire disponibilità finanziarie a breve termine¹⁹⁰. È pertanto uno strumento di finanziamento diretto, negoziabile sul mercato monetario¹⁹¹, con scadenza compresa solitamente tra 1 e 3 mesi e con taglio non inferiore a determinati importi minimali¹⁹². La *commercial paper* è all'origine un titolo *unsecured*: in realtà gli usi di mercato hanno successivamente imposto alle imprese di "assicurare" le proprie emissioni mediante linee di credito bancarie del tipo *back-up*¹⁹³. La stessa concessione del *rating*, condizione necessaria per la negoziabilità dei titoli sul mercato, è subordinata alla presenza di questo rapporto parallelo "*liquidity enhancement*", di norma per importi che si avvicinano al totale del foglio in essere¹⁹⁴.

Dal punto di vista giuridico i caratteri fondamentali di questa figura sono riconducibili ad un'obbligazione (dichiarazione di riconoscimento del debito e promessa di pagamento) cui si collegano la legittimazione (il possesso del documento è condizione necessaria e sufficiente per l'esazione del credito alle condizioni indicate) e la rinuncia alle contestazioni (esclude l'opponibilità, da parte dell'emittente nei confronti del portatore, di eccezioni relative al rapporto fondamentale sottostante)¹⁹⁵. Peraltro la carta commerciale è priva di efficacia esecutiva ed il portatore dovrà essere preventivamente assoggettato ad un processo di cognizione per il riconoscimento del suo credito prima di procedere ad eventuali azioni di recupero forzoso dello stesso¹⁹⁶.

¹⁸⁶ Tale caratteristica ne rende più difficoltoso il rifinanziamento prima della scadenza a causa dell'impossibilità di contattare anticipatamente i possessori dei titoli.

¹⁸⁷ P. Vernimmen, *Corporate Finance*, cit., pp. 495 – 497.

¹⁸⁸ Si parla comunque di alcuni milioni di euro!!!

¹⁸⁹ P. Vernimmen, *Corporate Finance*, cit., pp. 497 – 498.

¹⁹⁰ In realtà la prassi del *roll over* "snatura" le originarie finalità dello strumento che viene quindi impiegato, per effetto di continui rinnovi, anche per il finanziamento dei fabbisogni di medio-lungo periodo.

¹⁹¹ Si distingue a questo proposito la modalità diretta (*direct paper*) in cui i titoli sono collocati dall'impresa direttamente presso gli investitori, dal *dealer placed commercial paper* in cui questa si avvale dei servizi di un intermediario specializzato che si incarica di reperire le controparti e di dare spessore e liquidità alle contrattazioni.

¹⁹² P. Vernimmen, *Corporate finance*, cit., p. 519.

¹⁹³ Sebbene gli istituti di credito si riservino di cancellare le facilitazioni in parola qualora le condizioni dell'emittente si deteriorassero, facendo leva su una clausola contrattuale c.d. *material adverse change*.

¹⁹⁴ F.J. Fabozzi, P.P. Peterson, *Financial management*, cit., pp. 699 - 702.

¹⁹⁵ P. Anello, S. Rizzini Bisinelli, *Commercial paper e cambiali finanziarie dopo la legge n. 43/1994*, Le Società, 3/1994, pp. 319 – 322.

¹⁹⁶ P. Anello, S. Rizzini Bisinelli, *Commercial paper e cambiali finanziarie*, cit.

Per quanto concerne invece la forma, trattandosi di uno strumento di intesa tra privati, essa è libera a parte il requisito della forma scritta, necessaria per la circolazione del titolo.

I costi della *commercial paper*, dipendono principalmente dai tassi di mercato, cui deve aggiungersi uno *spread* variabile in relazione al *credit rating* dell'emittente (più alto è il *rating*, minore è il costo). In generale sono espressi da uno sconto rispetto al valore facciale del titolo (*discount interest*) sebbene di recente vengano negoziate emissioni *interest bearing*, cioè fruttifere di un pagamento per interessi a scadenza¹⁹⁷. Dal punto di vista aziendale rappresenta quindi un modo per accedere direttamente al mercato dei capitali evitando le procedure burocratiche connesse ad altre pratiche di finanziamento e di liberare le linee dirette bancarie.

Sul mercato italiano non è rintracciabile uno strumento analogo alla *commercial paper*. Sotto l'aspetto funzionale un possibile surrogato può essere individuato nella cambiale finanziaria, introdotta dalla legge n. 43/1994 e consistente in un titolo di credito all'ordine di natura cambiaria, con durata compresa fra i 3 ed i 12 mesi e taglio minimo di € 51.500, che circola con la clausola «senza garanzia». La natura di titolo di credito unitamente a quella di valore mobiliare assoggettano lo strumento alle normative riguardanti la sollecitazione al pubblico risparmio, l'emissione di valori mobiliari e a quella sulle Sim. Il profilo fiscale riprende quanto stabilito per le accettazioni bancarie: bollo 0,1‰, esenzione dall'Iva, ritenuta sui proventi pari al 12,50%. L'emissione delle cambiali finanziarie, inizialmente riservata alle sole banche, è stata allargata anche ad altri soggetti quali le società e gli enti con titoli negoziati in mercati regolamentari nonché alle altre società, a condizione che gli ultimi tre bilanci siano in utile e che l'emissione sia garantita, per almeno il 50% del suo ammontare, da (in alternativa) banche italiane o comunitarie, società finanziarie ex art. 107 TUB, società di assicurazione autorizzate. Inoltre l'ammontare della provvista effettuabile in tale forma è soggetto alle stesse limitazioni previste per i titoli obbligazionari¹⁹⁸.

L'accettazione bancaria è una tratta a proprio ordine spiccata da un'impresa su una banca presso la quale ha preventivamente ottenuto un apposito affidamento. Il titolo è successivamente negoziato sul mercato, sia direttamente che attraverso un intermediario, al fine di procurarsi liquidità. Anche in questo caso la durata è compresa tra 3 e 12 mesi ed alla scadenza il titolo viene presentato per l'incasso presso lo sportello indicato dal trattario; salvo eventuali rinnovi, nel frattempo il traente dovrà aver provveduto a costituire una provvista sufficiente a consentire l'assolvimento dell'obbligazione. La circolazione avviene per girata piena, ma con l'apposizione della clausola «senza garanzia». La negoziazione avviene come operazione di sconto, ossia calcolando il valore attuale del titolo sulla base di un tasso di sconto che varia a seconda dell'importo, della durata e dello *standing* del traente. Le accettazioni bancarie possono essere utilizzate per il generico finanziamento dell'impresa o per lo smobilizzo di effetti commerciali a lunga scadenza non bancabili (che vengono depositati a garanzia presso la banca con l'accordo di poter emettere tratte a breve scadenza che la banca accetterà). Per quanto riguarda il regime fiscale applicato, l'accettazione è assoggettata all'imposta di bollo dello 0,1‰ sul valore di emissione. Sugli interessi e sugli altri frutti corrisposti ai possessori di accettazioni bancarie la banca all'atto del pagamento opera una ritenuta del 27%, mentre le plusvalenze realizzate mediante cessione sono assoggettate ad imposta sostitutiva con l'aliquota del 12,50%¹⁹⁹.

4.3 Le *back up facilities*²⁰⁰

Trattasi di linee di credito atte a supportare un programma di emissioni di valori mobiliari da parte di un'impresa di dimensioni medio-grandi ed un elevato *standing*. Il programma si rivolge ad investitori istituzionali e si sviluppa su un orizzonte temporale di medio periodo: riguarda titoli

¹⁹⁷ F.J. Fabozzi, P.P. Peterson, *Financial management*, cit., pp. 699 - 702.

¹⁹⁸ E. Monti, *Manuale di finanza per l'impresa*, cit. pp. 123 -127.

¹⁹⁹ Si veda <http://www.bankpedia.org>

²⁰⁰ E. Monti, *Manuale di finanza per l'impresa*, cit., pp. 161 - 170.

rappresentativi di un debito a breve (*commercial paper*, cambiali finanziarie, *promissory notes*) per ammontari complessivi non inferiori a 50 milioni di euro. Il supporto della banca consente all'impresa di accedere direttamente al mercato finanziario e si sostanzia in una garanzia di sottoscrizione totale o parziale degli importi non assorbiti oppure, in alternativa, in un'equivalente linea di credito per cassa.

Le tipologie a più larga diffusione sui mercati internazionali sono:

- la *Revolving Underwriting Facility (RUF)*, cioè un accordo tra l'impresa ed un consorzio di banche in base al quale la prima ha la garanzia di reperire una certa provvista attraverso l'emissione discrezionale di titoli a breve mentre le seconde si obbligano a collocarle presso gli investitori e ad acquistare ad un tasso massimo prestabilito quanto non dovesse essere eventualmente assorbito dal mercato. La facilitazione è rotativa e può avere una durata fino a sette anni a fronte di strumenti con scadenze entro i sei mesi;
- la *Note Issuance Facility (NIF)*, che si differenzia rispetto alla casistica precedente in relazione alle modalità di sottoscrizione dei titoli invenduti. In questo caso il sindacato di garanzia (*underwriting group*) si impegna a sottoscriverli alle condizioni di mercato oppure, in subordine, a fornire linee di cassa fino a concorrenza del massimale di affidamento concesso. La distribuzione e la determinazione del prezzo delle *notes* è affidata al meccanismo del *tender panel*²⁰¹;
- le *Multiple Option Facilities*, che si caratterizzano per l'estrema flessibilità di utilizzo stante la discrezionalità accordata all'impresa in termini di valuta di denominazione dei titoli (*multicurrency option*), di attivazione di linee di credito "ponte" in attesa di introitare i flussi delle emissioni (*bridge option*), di variare l'oggetto stesso del collocamento (*acceptances option*).

I vantaggi di cui beneficia l'impresa in relazione a questo tipo di operatività sono: innanzitutto la certezza dei flussi in entrata per il periodo prefissato, poi la diversificazione delle fonti di raccolta ed infine il contenimento del costo del capitale. La destrutturazione di uno strumento di debito a medio termine in una successione di emissioni a breve, consente infatti di sfruttare le opportunità offerte dalla curva dei rendimenti che normalmente associa tassi più elevati alle durate più lunghe. Lo strumento consente inoltre di individuare un equilibrio tra le esigenze delle imprese, che richiedono fondi con vincoli di lunga durata e le aspettative degli investitori, che tendono invece a privilegiare la liquidità dei titoli.

La struttura di costo delle *back up facilities* riflette la duplice natura del finanziamento, che è nel contempo credito di firma per l'intera durata degli accordi contrattuali e credito di cassa alla scadenza contrattuale delle *notes*. Si avranno quindi:

- una *arrangement fee*, diretta a compensare lo sforzo organizzativo e realizzativo di creazione del consorzio e calcolata in percentuale sull'ammontare nominale della facilitazione (*una tantum*);
- una *underwriting fee*, calcolata in percentuale sull'accordato e pagata indipendentemente dall'effettivo utilizzo con liquidazioni infrannuali. È una commissione periodica che remunera l'impegno del consorzio a sottoscrivere i titoli non collocati per l'intera durata contrattuale;
- una *commitment fee*, che viene calcolata periodicamente sul margine non utilizzato della linea di credito deliberata;
- il massimo rendimento prestabilito, vale a dire il tasso a cui il consorzio sottoscrive i titoli non collocati, di norma pari al tasso interbancario di periodo maggiorato di uno spread;

²⁰¹ Consiste in un'asta competitiva per accaparrarsi le *notes* dell'impresa che si svolge fra un gruppo di banche (*panel*). Gli istituti aggiudicatari provvederanno a rivenderli sul mercato (lucrando un margine di intermediazione) o a trattenerli in portafoglio a scopo di investimento. Il meccanismo concorrenziale serve a ridurre i costi di finanziamento per l'emittente.

- gli interessi sulle anticipazioni, qualora siano previste ed utilizzate linee di credito per cassa.

CAPITOLO 5

LE FORME DI FINANZIAMENTO “IBRIDE”

5.1 La *mezzanine finance*²⁰²

La *mezzanine finance* comprende gli strumenti di finanziamento aziendale che si collocano in posizione intermedia tra capitale proprio e capitale di debito, individuando un *continuum* di forme tecniche che combinano in misura variabile le peculiarità delle due soluzioni basiche²⁰³. Sebbene le operazioni della specie assumano di volta in volta le specifiche maggiormente funzionali al contesto operativo di riferimento, in astratto la struttura tecnica si compone di²⁰⁴:

- una base contrattuale costituita dal debito, che fornisce protezione contro il rischio di *downside* del progetto;
- una componente di diritti azionari (*equity kicker*), che consente invece di beneficiare del potenziale *upside* dello stesso.

Tali fattori costituiscono anche i principali elementi di costo²⁰⁵:

$$\text{Costo MF} = I(\text{interesse corrente}) + \text{PIK}(\text{payment in kind}) + \text{EK}(\text{equity kicker})$$

Il costo del debito è dato dalla componente di tasso di interesse I ²⁰⁶ cui si aggiunge il **PIK** che non dà luogo ad esborsi monetari ma incrementa il capitale da rimborsare a scadenza secondo differenti modalità²⁰⁷. L' **EK** è invece un'opzione che consente all'investitore di convertire il credito in una partecipazione azionaria, lucrando sulla differenza tra valore del titolo e *strike price*.

Gli attributi che assimilano queste strutture al capitale proprio riguardano innanzitutto la funzione economica delle risorse, utilizzabili in sede di liquidazione per soddisfare le altre ragioni creditorie. Ad essa si aggiungono poi l'assenza di un qualsiasi vincolo di destinazione per i fondi raccolti ed il mancato ricorso alle garanzie.

Viceversa, le proprietà che accomunano il finanziamento mezzanino al debito si riferiscono agli aspetti legali, al trattamento fiscale²⁰⁸ ed all'assenza di poteri amministrativi collegati all'investimento.

Dal punto di vista della negoziabilità degli strumenti, si è soliti distinguere tra *private mezzanine* e *public mezzanine* a seconda che gli stessi siano oggetto rispettivamente di *private placement* oppure di negoziazione sul mercato dei capitali.

Nella prima categoria rientrano:

- i prestiti subordinati (*junior loans*). Senz'altro la fattispecie più comune: sono prestiti non garantiti i cui diritti di rimborso in caso di *default* aziendale sono postergati rispetto a quelli associati ai prestiti ordinari (*senior loans*);
- i prestiti con partecipazione ai profitti (*participating loans*), vale a dire finanziamenti ordinari la cui remunerazione non è fissa bensì collegata ai risultati del *business*²⁰⁹;

²⁰² È un termine di origine italiana che la finanza aziendale ha mutuato dall'architettura in cui viene impiegato per indicare, all'interno di uno stabile, un piano intermedio tra due piani principali (c.d. “mezzanino”).

²⁰³ A seconda dei tratti prevalenti si parlerà quindi di *equity mezzanine* o *debt mezzanine*.

²⁰⁴ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pp. 261 – 272.

²⁰⁵ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit.

²⁰⁶ Di norma fissata ad un livello relativamente basso, anche in rapporto al debito *senior*.

²⁰⁷ Ad esempio secondo la formula dello *zero coupon*. Può anche costituire una sorta di remunerazione aggiuntiva variabile in funzione delle *performances* aziendali.

²⁰⁸ Con quanto ne consegue in termini di deducibilità degli interessi passivi.

- la c.d. “*silent participation*”, assimilabile ad una partecipazione azionaria dal momento che rappresenta comunque un *equity stake* nella società a fronte del quale però non esistono obblighi nei confronti dei creditori aziendali. Tale particolarità rimane comunque confinata in ambito societario e risulta invisibile all'esterno.

Il *public mezzanine* contempla invece:

- i *profit participation rights*, investimenti in *equity* cui si associano diritti patrimoniali (partecipazione ai profitti e al surplus di un'eventuale liquidazione, prelazione sull'emissione di nuovo capitale azionario) ma non diritti amministrativi;
- le obbligazioni convertibili o *cum warrant*, che uniscono ai consueti diritti al rimborso del capitale ed al pagamento della cedola la facoltà di optare, secondo modalità ben precise, per la sottoscrizione di capitale azionario²¹⁰.

Dal punto di vista dell'impresa emittente, i vantaggi collegati all'operazione di *mezzanine finance* si riassumono²¹¹:

- nell'opportunità di diversificare il passivo rendendo sostenibili maggiori fabbisogni finanziari in condizioni di stabilità di esposizione al rischio²¹² e di costanza del capitale proprio²¹³;
- nella possibilità di gestire la qualità della propria struttura finanziaria, data la funzione economica di “quasi *equity*”;
- nell'efficientamento della gestione finanziaria, stante la possibilità di strutturare i flussi di servizio del debito coerentemente con la disponibilità di *cash flow* aziendale²¹⁴ beneficiando nel contempo del vantaggio fiscale connesso all'utilizzo del *leverage*;
- nel contenimento del potere di controllo degli investitori, peraltro a fronte di requisiti informativi più stringenti²¹⁵.

Specularmente, gli svantaggi riguardano la maggiore onerosità della fonte rispetto al debito *senior*²¹⁶ e la disponibilità temporalmente limitata delle risorse²¹⁷.

Stante le caratteristiche testé evidenziate, questa forma di finanziamento non è pertanto sempre appropriata, in particolare per le imprese non strutturate dal punto di vista organizzativo oppure caratterizzate da un importante rischio operativo (elevata volatilità e difficile prevedibilità del *cash flow*) e/o finanziario. Viceversa appare idonea per le imprese in fase di sviluppo (specie se non quotate)²¹⁸ e nell'ambito di operazioni di *ownership restructuring* quali ad esempio *leveraged buy out* o *private equity*.

²⁰⁹ Non viene comunque ad originarsi alcuna relazione di tipo proprietario.

²¹⁰ A questo proposito si veda il paragrafo successivo.

²¹¹ I. Molinari, *Proviamo anche col mezzanino*, Panorama Economy, 16/05/07.

²¹² Il finanziamento mezzanino, in quanto subordinato, esercita una funzione di protezione nei confronti del debito *senior*, lasciandone invariata la copertura nonostante un incremento del *leverage*. In sostanza il *credit standing* non viene compromesso.

²¹³ Evitando quindi, almeno inizialmente, sia l'ingresso di investitori esterni che gli effetti diluitivi che derivano dagli aumenti di capitale. L'esercizio a scadenza dell'*equity kicker* ovviamente ripropone le problematiche precedentemente procrastinate.

²¹⁴ Il rientro del prestito si basa su piani estremamente flessibili: l'idea di fondo è comunque quella di spostare in avanti nel tempo l'onere della restituzione (ad esempio ricorrendo al rimborso *bullet*) e di legarne il costo all'andamento aziendale (in tal senso devono interpretarsi sia l'opzione di conversione che il **PIK** “indicizzato”).

²¹⁵ È peraltro possibile che i *covenants* si rivelino eccessivamente condizionanti per la gestione.

²¹⁶ L'effetto economico netto dato dal maggior costo rispetto al debito *senior* e dal minor costo rispetto all'*equity* è comunque positivo e determina una riduzione del costo medio del capitale.

²¹⁷ Le risorse acquisite a titolo di capitale di rischio hanno per definizione una durata indefinita.

²¹⁸ Ad esempio in relazione all'esaurimento della capacità di credito ordinario, evitando anche di realizzare un aumento di capitale che potrebbe mettere a rischio il controllo aziendale.

5.2 Le obbligazioni convertibili

Le obbligazioni convertibili sono strumenti finanziari complessi in cui si distinguono due componenti inscindibili: quella del prestito, cui sono associati i consueti diritti alla remunerazione periodica ed al rimborso a scadenza e quella dell'opzione *call* sul capitale dell'impresa, che consente di trasformare il credito vantato in una partecipazione azionaria sulla base di tempistiche e di condizioni predefinite.

Si tratta pertanto di un titolo che si può definire “di transizione” la cui emissione risponde a finalità molteplici:

- differire nel tempo il *funding* a pieno rischio così da svincolare l'impresa da una situazione contingente, sia essa interna o di mercato, contraddistinta dalla sottovalutazione del titolo;
- ridurre, nell'immediato, il costo dell'indebitamento, modulando la remunerazione offerta all'investitore sia in termini di tasso di interesse che di *capital gains* connessi al potenziale esercizio dell'opzione di conversione²¹⁹. Quest'ultima agisce pertanto da *sweetener* nello stimolare l'interesse del mercato;
- risolvere o quanto meno attenuare le problematiche connesse alle imperfezioni del mercato ed agli incentivi manageriali²²⁰;
- approssciare efficientemente il problema del finanziamento sequenziale che caratterizza le imprese con molteplici opportunità di investimento prospettiche. Secondo questa visione la copertura del fabbisogno finanziario originato dall'esercizio delle opzioni reali emergerebbe quale effetto indotto della conversione²²¹.

Dal punto di vista tecnico gli elementi che concorrono a definire la natura dello strumento sono le modalità e le condizioni di emissione.

Con riferimento alle prime, si distingue tra il procedimento diretto (in cui si verifica la piena identità tra soggetto emittente l'obbligazione e società le cui azioni sono oggetto di conversione) e quello indiretto (in cui si verifica una dissociazione tra i due); quest'ultimo trova maggiore diffusione nell'ambito dei gruppi societari ed è finalizzato ad elevare lo *standing* creditizio delle società emittenti le azioni di compendio.

Le condizioni di emissione riguardano invece²²²:

- il periodo di conversione, che può protrarsi per l'intera vita del titolo (metodo americano) oppure essere limitato ad intervalli circoscritti (metodo europeo);
- il rapporto di conversione, che stabilisce quante azioni di compendio corrispondono ad un determinato quantitativo di obbligazioni²²³. Sulla fissazione del quoziente

²¹⁹ La teoria della finanza peraltro ci insegna che non c'è alcuna ragione per ritenere che tale forma di finanziamento sia complessivamente meno costosa rispetto al finanziamento mediante *debt* ed *equity* nelle loro versioni *pure*. In sostanza l'emissione di *convertibles* non crea valore.

²²⁰ P. Vernimmen, *Corporate finance*, cit., pp. 586 – 587. L'esistenza delle obbligazioni convertibili si giustificherebbe pertanto in funzione della capacità di risolvere:

- i problemi di asimmetria informativa con il mercato relativamente all'emissione di nuovo capitale azionario;
- i problemi di agenzia tra azionisti e creditori (*risk shifting* e *underinvestment*) e tra *managers* ed azionisti (*overinvestment*).

²²¹ D. Mayers, *Convertible bonds: matching financial and real options*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 3 no. 1, spring 2000, pp. 8 – 21. La conversione in *equity* renderebbe immediatamente disponibili le risorse precedentemente destinate al servizio del debito e la maggiore capitalizzazione consentirebbe di accedere ad ulteriori finanziamenti esterni nelle diverse forme.

²²² E. Monti, *Manuale di finanza per l'impresa*, cit., pp. 184 – 199.

²²³ In alternativa ed in maniera del tutto equivalente si può stabilire il prezzo di conversione. La relazione tra queste grandezze è riassunta dall'equazione

$$R_c = \frac{VNOG}{P_c}$$

influiscono le considerazioni relative alla quotazione corrente dell'azione, le aspettative sul prezzo futuro del titolo specie in rapporto alla prevedibile evoluzione del mercato finanziario nonché le strategie poste in essere dal *management* al fine di limitare i costi dell'*underpricing* ed incentivare una conversione diffusa²²⁴ e temporalmente anticipata rispetto alla scadenza²²⁵;

- le modalità di estinzione del prestito, che contemplan sia il rimborso in un'unica soluzione a scadenza che mediante un apposito piano di ammortamento.

L'innovazione finanziaria ha notevolmente ampliato la gamma degli strumenti finanziari che si collocano all'interno della categoria delle obbligazioni convertibili, modificando o arricchendo la struttura di base in precedenza descritta in relazione alle esigenze manifestate dagli operatori. Tra le tipologie maggiormente utilizzate si ricorda la *mandatory convertible* (prestito convertendo), titolo obbligazionario che prevede espressamente, all'atto dell'emissione, l'ipotesi di conversione obbligatoria in azioni ad una data prefissata. Rispetto alla versione standard è stata sviluppata anche una variante più "amichevole" verso il sottoscrittore (*soft mandatory convertible*) in cui, ad iniziativa dell'emittente, il controvalore del titolo obbligazionario può essere alternativamente rimborsato mediante l'attribuzione di azioni o la corresponsione di denaro.

Ulteriore variante della specie è la c.d. *reverse convertible*, vale a dire un'obbligazione strutturata che non garantisce la restituzione del capitale inizialmente investito poiché all'emittente è attribuita la facoltà di consegnare, alla scadenza del titolo ed in luogo di quanto inizialmente introitato, un quantitativo di azioni prestabilito dal contratto (tipo *physical delivery*) oppure il loro equivalente in denaro (tipo *cash*)²²⁶. Il capitale investito può quindi ridursi in funzione dell'andamento negativo dell'azione sottostante e la maggiore rischiosità del titolo è remunerata mediante l'assegnazione di un profilo cedolare più elevato rispetto alle normali condizioni di mercato.

Le *perpetual debt notes* sono invece debiti perpetui emessi nell'ambito di ordinamenti che attribuiscono a queste fattispecie la natura economica di capitale assoggettandole nel contempo al trattamento fiscale di favore solitamente riservato al debito. Questi titoli, collocati presso gli investitori, sono solitamente rivenduti all'impresa emittente dopo 10-15 anni²²⁷.

5.3 Le obbligazioni *cum warrant*

I *warrants* sono opzioni di acquisto sul capitale della società esercitabili in tempi piuttosto lunghi²²⁸, solitamente superiori a quelli delle normali *call*.

Le principali differenze rispetto all'operatività prevista con le obbligazioni convertibili derivano dalla natura del *warrant* che si manifesta come titolo autonomo ed indipendente²²⁹. Esse riguardano²³⁰:

con

Rc = rapporto di conversione;

$VNOC$ = valore nominale obbligazione convertibile;

Pc = prezzo di conversione.

²²⁴ Il successo dell'emissione si misura infatti in relazione all'ammontare di azioni convertite.

²²⁵ In tal senso vanno interpretate le clausole di *step-up* che adeguano progressivamente il prezzo di conversione in ragione dell'apprezzamento atteso dell'azione e dell'approssimarsi della data di rimborso dell'obbligazione.

²²⁶ L'emittente di un prestito del tipo *reverse convertible* avrà interesse ad esercitare l'opzione solo nel caso in cui il valore dell'azione scenda al di sotto di un livello predeterminato mentre l'acquirente confida un valori dell'azione costanti o crescenti.

²²⁷ V. Comito, P.L. Piccari, *Idee e capitali*, cit., p. 374.

²²⁸ Nella pratica è possibile riscontrare anche casi di *perpetual warrant*.

²²⁹ Quindi, se enucleato dal contesto in esame, non ha alcuna rilevanza nel finanziamento dell'impresa e riguarda esclusivamente una transazione tra due investitori. Peraltro si osserva che la distribuzione di *warrants* è spesso utilizzata con funzioni di *sweetener*:

- quando l'impresa in difficoltà necessita di raccogliere capitali freschi;
- quando l'impresa ha beneficiato di cancellazioni di debiti da parte dei finanziatori;

- l’esercizio dell’opzione, che nel caso delle *convertibles* determina la sostituzione dell’obbligazione con l’azione. Il *warrant* ha invece una vita propria che non influisce sul rapporto originario e pertanto le obbligazioni continueranno ad esistere anche unitamente alle azioni eventualmente optate;
- le modalità di circolazione. Nelle convertibili obbligazione ed opzione devono circolare insieme mentre i *warrants* possono circolare anche disgiuntamente dal titolo obbligazionario;
- l’emissione, che per i *warrants* può non essere “attaccata” a quella di un altro titolo²³¹;
- i flussi di cassa introitati dall’impresa in ipotesi di esercizio del diritto. Sono assenti nella conversione dell’obbligazione mentre con l’esercizio del *warrant* l’impresa beneficia di un’entrata supplementare;
- la facoltà dell’impresa di influire sull’esercizio del diritto, che nel caso del *warrant* è completamente inibita.

– nelle operazioni di LBO come beneficio addizionale.

Si veda P. Vernimmen, *Corporate finance*, cit. p. 582.

²³⁰ V. Comito, P.L. Piccari, *Idee e capitali*, cit., p. 374.

²³¹ Si parla ad esempio di *covered warrant* quando questi strumenti sono emessi con riferimento a titoli già classati ed in maniera indipendente dalla società che ha originato il sottostante. In questo caso l’emittente “si copre” acquistando l’*underlying* sul mercato.

CAPITOLO 6

LE FORME DI FINANZIAMENTO “ALTERNATIVE”

6.1 IL PROJECT FINANCING

6.1.1 Caratteristiche principali

Trattasi di una particolare tecnica di finanziamento degli investimenti in capitale fisso nella quale il rimborso del debito e la remunerazione del capitale di rischio dipendono essenzialmente dall'attitudine del progetto stesso a produrre flussi di cassa in quantità e qualità adeguata. L'obiettivo è quello di estrapolare una nuova attività economica dal bilancio dei soggetti che la vogliono realizzare (*off balance sheet*), al fine di renderla autonoma sia rispetto ad elementi non direttamente correlati, sia all'eventuale struttura finanziaria pregressa.

I tratti distintivi di questa formula sono essenzialmente di carattere economico-aziendale e possono riassumersi:

- nell'avere ad oggetto progetti *self liquidating*, cioè in grado di autofinanziarsi;
- nel richiedere una segregazione giuridica, economica e patrimoniale (*ring fence*) volta a separare le sorti del progetto da quelle dei promotori;
- nel prevedere un ricorso assente (*non recourse*) o comunque estremamente limitato (*limited recourse*) dei finanziatori nei confronti degli *sponsors* o delle attività del progetto²³²;
- nel consistente utilizzo dell'indebitamento, specie in rapporto al capitale proprio.

Dal punto di vista giuridico, questa tecnica non costituisce invece un istituto autonomo tipizzato dall'ordinamento ed è piuttosto il risultato di un'attività di *packaging* avente ad oggetto contratti tipici collegati, la cui struttura, composta ogni volta in maniera originale, è finalizzata a ripartire nel modo più efficiente il complesso di rischi ed interessi relativi alla particolare operazione²³³.

L'impiego della finanza di progetto, in ragione della complessità gestionale che la contraddistingue, richiede delle soglie dimensionali d'accesso minime. Pertanto gli investimenti da finanziare si caratterizzeranno per la grande dimensione, l'indivisibilità, l'orizzonte temporale di lungo periodo e l'elevata intensità di capitale. Dopo essersi sviluppato inizialmente nel settore privato, negli ultimi anni il *project financing* ha trovato applicazione anche nel finanziamento delle opere pubbliche, in operazioni cosiddette di *Public Private Partnership* (PPP) in cui la cooperazione tra autorità pubbliche e imprese private è finalizzata alla costruzione, al rinnovamento, alla manutenzione ed alla gestione di infrastrutture pubbliche o di opere private d'interesse pubblico.

A seconda della natura delle iniziative, i progetti possono appartenere a due categorie principali²³⁴:

²³² In realtà le attività che costituiscono il patrimonio sono strettamente funzionali alla realizzazione del progetto e pertanto presentano scarsa fungibilità e conseguenti limitati valori di realizzo. Peraltro si distingue tra *project financing* “proprio” (la definizione offerta) e “improprio” (nel caso in cui il finanziamento del progetto si basi in gran parte su garanzie collaterali offerte da una varietà di soggetti). Si veda, R. Cohen, V. Comito, L. Dal Prato, *La gestione finanziaria dei progetti*, Guerini, Milano, 1995, p. 194.

²³³ E. Sartori, *Il project financing e la segregazione patrimoniale. Profili economico-aziendali*, tesi, Dottorato di ricerca in economia e tecnica della finanza di progetto XX ciclo, Luiss Guido Carli, 2008.

²³⁴ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., p. 275

- *stock-type project*, quando il progetto consiste nello sfruttamento di *asset* da cui trarre i flussi che garantiscono il servizio del debito e la remunerazione dell'*equity* (sfruttamento delle risorse minerarie o dei giacimenti di combustibili fossili);
- *flow-type project*, quanto il *cash flow* dipende dalla capacità degli *assets* di produrre servizi per il mercato (ad es. trasporti, energia, acquedotti, ecc.).

6.1.2 Le differenze tra *project finance* e *corporate finance*

Nel finanziamento in ottica *corporate*, l'unità di analisi è l'impresa nel suo complesso. Il giudizio di affidabilità attiene pertanto alla verifica della consistenza patrimoniale dell'organizzazione nonché della capacità di questa di trarre, dall'insieme dei progetti intrapresi, i flussi sufficienti a rimborsare il credito concesso: il credito finanzia dunque l'impresa e non le singole operazioni.

Nella finanza di progetto viene invece a determinarsi una correlazione diretta tra le poste dell'attivo e quelle del passivo: l'iniziativa da finanziare è valutata in relazione alla redditività ed ai flussi che è in grado di generare.

Ne consegue che i rischi dell'investimento sono diversamente allocati²³⁵:

- nell'approccio *project finance*, sono trasferiti ad un'entità giuridicamente separata dal soggetto promotore dell'iniziativa, la quale provvede successivamente ad allocarli tra le diverse parti coinvolte, essenzialmente su base contrattuale ed in ragione delle specifiche competenze possedute²³⁶;
- nell'approccio tradizionale sono sostanzialmente indistinguibili da quelli già in essere, sebbene la fertilizzazione congiunta delle iniziative possa determinare effetti positivi in termini di diversificazione.

Ulteriori elementi di preferenza nei confronti della soluzione di progetto rispetto a quella aziendale attengono la neutralizzazione dei conflitti tra investitori e finanziatori (*moral hazard*, *underinvestment problem*) e tra investitori e gestori (*agency problem*)²³⁷. Ci sono anche considerazioni di carattere strategico, concernenti il tentativo di evitare l'esaurimento della capacità di finanziamento oltre a quello di coinvolgere nella *partnership* azionaria controparti di mercato o istituzionali²³⁸.

6.1.3 Attori, struttura e tecniche operative del *project financing*

I principali soggetti che intervengono nel *project financing* sono:

- gli *sponsors*, cioè coloro che costituiscono ed investono nel capitale di rischio della *project company*, ne definiscono la struttura finanziaria e ne determinano le linee di azione;
- la società di progetto (*Special Purpose Vehicle*), entità aziendale autonoma dai soggetti promotori sebbene ne rappresenti una diretta emanazione, appositamente costituita per l'operazione di *project financing*, solitamente nella forma giuridica della società di capitali;
- i *contractors*, cui è demandata la realizzazione materiale del progetto secondo le specifiche indicate dal cliente *SPV*, nei termini (tempi e costi) contrattualmente stabiliti;

²³⁵ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pp. 275 – 278.

²³⁶ Ogni operazione si basa sul principio del *single point responsibility*, cioè un insieme di accordi che ripartiscono le responsabilità con certezza ai singoli partecipanti, in maniera che il rischio assunto individualmente possa essere quantificato e si limiti a quanto negoziato.

²³⁷ Per effetto della superiore *accountability* generata dalla specifica informazione economico-finanziaria, che sostanzialmente annulla la discrezionalità nell'impiego dei flussi e favorisce una *governance* più trasparente.

²³⁸ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pp. 275 – 278.

- le banche, che svolgono, anche congiuntamente, funzioni di *advisoring*, *lending* (solitamente mediante sindacati appositamente formati), *sponsoring* e *arranging*;
- la autorità governative, che influenzano le iniziative attraverso le modifiche del quadro normativo, l'individuazione del gestore nelle PPP, la possibile partecipazione al finanziamento;
- le istituzioni finanziarie multilaterali (Banca Mondiale, BEI, ecc.), che in ossequio al proprio ruolo (promozione degli investimenti e dello sviluppo economico a livello mondiale) si adoperano nella concessione di finanzia (a titolo di capitale di rischio e di credito) o nell'eventuale mitigazione del rischio paese.

Un'operazione di *project financing* si compone idealmente di tre fasi logiche:

1. ideazione e sviluppo dell'iniziativa. Consiste nell'analisi dell'idea di progetto, nella determinazione della struttura dell'operazione e nella negoziazione delle condizioni contrattuali, finalizzata ad armonizzare i diversi interessi in gioco. Solitamente prevede l'ausilio di un *advisor* e si conclude con la redazione di tre documenti:
 - lo studio di fattibilità relativo all'aspetto tecnico ed a quello economico-finanziario (integrato da simulazioni sviluppate in base a scenari alternativi a cui applicare l'analisi di sensitività);
 - il *term sheet*, che riassume i termini e le condizioni del finanziamento;
 - l'*information memorandum*, documento di base che riassume gli elementi economici, giuridici e finanziari dell'operazione;
2. implementazione del progetto, che si concretizza nella sottoscrizione dei contratti e nell'avvio della realizzazione (costruzione delle opere, erogazione dei finanziamenti, monitoraggio dello stato di avanzamento). È una fase particolarmente critica poiché si estende su un orizzonte temporale piuttosto lungo in cui non si producono ricavi e possono manifestarsi invece delle problematiche relative al rispetto dei contratti. Si conclude con il collaudo delle opere;
3. gestione economica delle opere realizzate, vale a dire la fase di produzione dei beni e/o dell'erogazione dei servizi cui si collegano l'incasso dei ricavi ed il servizio del debito. L'estinzione dei finanziamenti conclude l'operazione dal punto di vista delle banche, mentre i promotori proseguono nella conduzione dell'iniziativa disponendo integralmente dei flussi generati.

Dal punto di vista operativo, sono previste diverse varianti dello schema di riferimento, studiate in relazione allo specifico progetto che si intende realizzare:

- *BOT (Build, Operate and Transfer)*, che prevede la costruzione, la gestione ed il trasferimento finale delle opere;
- *BOST (Build, Operate, Subsidize and Transfer)*, che integra la soluzione precedente prevedendo il beneficio di contributi pubblici nelle fasi di costruzione e gestione;
- *BOO (Build, Operate and Own)*, in cui alla costruzione ed alla gestione segue il possesso delle opere realizzate;
- *BTO (Build, Transfer and Operate)*, in cui il privato costruisce, cede l'opera allo stato e continua a gestirla;
- *DBFO (Design, Build, Finance and Operate)*, quando il privato progetta, realizza, finanzia e gestisce l'opera conservandone la proprietà;
- *ROL (Rehabilitate, Operate and Leaseback)*, se il privato ristruttura e gestisce l'opera mentre la proprietà è regolata da un contratto di *leasing* finanziario.

6.1.4 Le fonti di finanziamento del progetto

Il fabbisogno finanziario complessivo del progetto è la risultante della sommatoria di più elementi:

- il costo totale delle immobilizzazioni necessarie al completamento ed all'entrata in funzione;
- l'ammontare dei costi operativi da sostenere antecedentemente al completamento;
- gli interessi da corrispondere sul debito qualora dovuti antecedentemente all'avvio dell'operatività;
- l'investimento iniziale nel capitale circolante commerciale;
- il margine di sicurezza rispetto ad eventuali sottostime dei costi da sostenere (*cost overruns*).

Le fonti di copertura potenzialmente utilizzabili contemplanò innanzitutto il capitale di rischio apportato dagli *sponsors*, specie nelle fasi iniziali: serve ad aumentare la bancabilità del progetto e non viene mai remunerato antecedentemente all'entrata in funzione dello stesso. È ampiamente utilizzato il debito sia nella forma privilegiata, con e senza garanzia reale, che in quella subordinata. Trova impiego anche il *leasing*, che nella versione *project* prevede che la società di *leasing* fornisca il bene allo *SPV* in cambio del pagamento dei canoni e dopo averne acquisito la proprietà dal *contractor*. Alla scadenza del contratto è prevista la facoltà di riscatto.

Per addivenire alla strutturazione del passivo occorre verificare la sostenibilità finanziaria delle alternative. Il procedimento si basa sul calcolo di alcuni indici di copertura (*cover ratios*) che esprimono il livello di coerenza tra la cassa generata dal progetto (*debt capacity*) e l'assorbimento che deriva dagli impegni assunti verso i finanziatori (*debt requirement*)²³⁹:

- *Debt Service Cover Ratio (DSCR)*, dato dal rapporto tra il *cash flow* operativo e gli oneri del servizio del debito. È calcolato periodo per periodo ed è da leggersi positivamente solo per quozienti superiori all'unità;
- *Loan Life Cover Ratio (LLCR)*, dato dal rapporto tra valore attuale del *cash flow* operativo (dalla data di calcolo al termine del progetto) e debito residuo. Esprime il grado di copertura del debito in essere e la condizione di solvibilità è individuata, anche in questo caso, da quozienti superiori ad 1.

Si osserva peraltro che le modalità e la tempistica di rimborso dei prestiti sono variabili critiche, dal momento che il rapporto tra *debt capacity* e *debt requirement* è funzione diretta del periodo di ammortamento. Il rifinanziamento e la rinegoziazione delle condizioni sono quindi ipotesi probabili nelle operazioni di *project financing*, specie se effettuate con la prospettiva di migliorare il rendimento dell'operazione per gli *sponsors*. A questo proposito si distingue tra *soft refinancing*, in cui vengono rinegoziate solamente le condizioni mantenendo inalterata la leva finanziaria, e *hard refinancing*, in cui si modificano in vari modi il grado di leva o la scadenza dei prestiti.

6.1.5 I rischi del progetto e la loro copertura²⁴⁰

L'individuazione dei rischi e la loro copertura è uno degli aspetti più delicati della finanza di progetto. Oltre al rischio finanziario precedentemente descritto, si rileva un rischio tecnico strettamente connesso alla realizzazione materiale. Questo può essere declinato in diverse fattispecie quali il rischio di fornitura, relativo alla necessità di poter contare sulla disponibilità di *inputs* nelle quantità e nella qualità originariamente programmate; il rischio di completamento, che attiene l'eventualità che circostanze avverse determinino ritardi nella conclusione delle opere; il rischio tecnologico, comunque residuale dal momento che la tecnica in oggetto si rivolge a progetti che impiegano tecnologie mature e sperimentate.

Molto importanti sono anche il rischio politico, particolarmente sentito quando si intraprendono progetti di lunga durata nei paesi in via di sviluppo in cui le variazioni nei governi in carica possono rendere altamente problematici sia la continuazione delle opere che l'introito dei

²³⁹ G. Forestieri, *Corporate & investment banking*, cit., pag. 281.

²⁴⁰ E. Monti, *Manuale di finanza per l'impresa*, cit. pp. 452 - 455

flussi di pagamenti; il rischio di mercato, che attiene all'effettiva disponibilità di una domanda sufficiente a consentire di traguardare gli obiettivi programmati; il rischio valutario, in presenza di flussi in entrata/uscita denominati in valute differenti.

Uno dei tratti qualificanti del *project financing* è appunto quello di approntare un *security package* su base contrattuale, coinvolgendo nella riduzione di alcune rilevanti aree di rischio diversi soggetti in qualità di garanti.

Con riferimento al rischio di completamento ad esempio, i promotori del progetto potrebbero essere chiamati a garantire i finanziatori sull'ultimazione dell'opera, impegnandosi in proprio ad assicurare i fondi necessari alla sua ultimazione nel caso di ritardi o imprevisti. Tecnicamente la garanzia può assumere la forma del deposito cauzionale, della fideiussione contro l'inadempimento o genericamente può trattarsi di una garanzia "implicita", vale a dire una lettera di *patronage* o l'accettazione di *cross default clauses* sui contratti di finanziamento.

Il rischio di mercato viene invece mitigato attraverso la stipula di contratti di vendita a lungo termine. Se ne distinguono due principali tipologie:

- *take and pay contracts (TAP)*, in cui una parte si impegna ad acquistare il prodotto/servizio se e nella misura in cui viene reso disponibile (contratti di vendita con pagamento condizionato);
- *take or pay contracts (TOP)*, che consistono in un impegno incondizionato ad effettuare pagamenti periodici per importi fissi o minimi o per quantità stabilite di prodotti, indipendentemente dall'effettiva consegna degli stessi (contratti di vendita con pagamento incondizionato)²⁴¹. Questi contratti possono essere offerti in garanzia per la concessione di finanziamenti bancari.

Per il contenimento del rischio di fornitura si ricorre ad accordi del tipo *put or pay*, in base ai quali il fornitore inadempiente si impegna a rimborsare l'acquirente dei maggiori costi sostenuti rispetto all'accordo contrattuale nel caso in cui, per cause a lui imputabili, egli sia costretto a rivolgersi ad un'altra fonte.

I rischi politici e valutari sono infine coperti ricorrendo ad agenzie assicurative, *export credit agencies (ECA)*, istituite appositamente allo scopo di garantire gli operatori attraverso specifiche polizze, in misura variabile in relazione al tipo di progetto ed al paese assicurato.

6.2 LA FINANZA AGEVOLATA²⁴²

Con il termine finanza agevolata si individua il complesso degli strumenti utilizzati dal legislatore per facilitare le imprese nel reperimento di risorse finanziarie a condizioni pro-tempore più favorevoli di quelle riscontrabili sui mercati di riferimento.

A questa tematica le imprese guardano secondo due prospettive differenti: una prospettiva di complementarietà ed una cosiddetta "dell'effetto moltiplicatore". La prima individua in questo tipo di risorse una fonte integrativa e/o suppletiva di finanziamento da gestire in maniera episodica ed in relazione alla copertura di particolari investimenti. La seconda veicola invece un approccio pianificato che mira a massimizzarne la capacità di acquisizione ed a gestirle in modo integrato con le risorse ordinarie.

Le agevolazioni potenzialmente usufruibili possono essere classificate in base a tre dimensioni principali: le forme tecniche in cui vengono concesse, il soggetto erogante, gli ambiti settoriali o le aree tematiche a cui si rivolgono.

6.2.1 Le forme tecniche delle agevolazioni

Le principali agevolazioni si manifestano in forma di:

²⁴¹ Si tratta quindi di un vero e proprio finanziamento concesso dall'acquirente e funzionale alla realizzazione del progetto. Quando questo contratto ha ad oggetto un servizio, si definisce *through-put agreement*.

²⁴² Dallochio M., Salvi A., *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 2005, pp. 627 – 654.

- contributi a fondo perduto, cioè somme assegnate all'azienda in relazione a specifici progetti che sono infruttifere e non devono essere restituite. In quest'ambito si distingue tra contributi in conto capitale e contributi in conto esercizio;
- contributi in conto interessi, concesso a fronte e successivamente all'ottenimento di un finanziamento a normali condizioni di mercato da parte di un istituto di credito. Quest'ultimo provvede anche ad erogare materialmente l'agevolazione, che può essere corrisposta su ogni rata in pagamento oppure in un'unica soluzione, attualizzando ad una certa data l'importo complessivo del beneficio riconosciuto;
- contributo in conto canoni, agevolazione a fondo perduto finalizzata ad abbattere il costo delle operazioni di *leasing* stipulate a tassi di mercato;
- finanziamento agevolato, vale a dire un prestito a medio/lungo termine erogato a tasso inferiore a quello di mercato. Il mancato accesso allo sgravio determina anche la mancata erogazione della facilitazione creditizia, seppure a condizioni di mercato;
- concessione di garanzie, in relazione a finanziamenti a medio e lungo termine accordati dal sistema creditizio. A questo proposito si distingue tra garanzie integrative (a copertura delle perdite sopportate dall'istituto erogante indipendentemente dall'esito delle procedure di recupero del credito) e garanzie sussidiarie (escutibili esclusivamente in relazione alle perdite subite ad avvenuto completamento delle procedure di recupero);
- interventi in conto capitale sociale, che consistono nell'acquisizione temporanea da parte di un ente pubblico o di una società finanziaria pubblica di quote di partecipazione (comunque minoritarie) nell'impresa beneficiaria.

6.2.2 I soggetti eroganti

Per quanto riguarda invece il soggetto erogatore, si osservano due tendenze convergenti: la crescente rilevanza del livello comunitario, sia in termini di regolamentazione dei settori produttivi che in termini di sostegno allo sviluppo; il ruolo emergente degli enti locali per effetto del processo di conferimento delle relative competenze da parte del governo centrale. Pertanto, in ordine di importanza, le fonti di riferimento per la finanza agevolata sono: innanzitutto la legislazione comunitaria, che prevede una serie di interventi applicabili in ciascuno degli stati membri sia direttamente²⁴³, che indirettamente attraverso il legislatore nazionale; a seguire appunto la legislazione nazionale e la legislazione regionale, che si pone di volta in volta in sostituzione e/o in alternativa alla prima in relazione alle materie di propria competenza²⁴⁴. Saltuariamente può intervenire anche la normazione di altri enti.

I programmi di sostegno comunitari sono suddivisi in quattro categorie:

1. i finanziamenti diretti alle imprese, per lo più tematici, che si prefiggono obiettivi specifici quali ambiente, ricerca, istruzione;
2. i fondi strutturali;
3. gli strumenti finanziari, disponibili indirettamente tramite gli intermediari finanziari nazionali;
4. altri tipi di sostegno, che consistono generalmente in iniziative di assistenza non finanziaria, specialmente nel campo dell'internazionalizzazione.

A livello centrale si conservano principalmente le funzioni amministrative relative ai fondi strutturali comunitari collegati ai progetti multiregionali dei Programmi Operativi Nazionali (PON), ai programmi di sostegno settoriale di dimensione nazionale, ai Fondi Nazionali per l'innovazione tecnologica.

²⁴³ Come tali immediatamente utilizzabili dalle imprese.

²⁴⁴ Si osserva peraltro che la normazione prodotta dai livelli inferiori è spesso il prodotto di principi stabiliti a livello più elevato.

A livello regionale le principali agevolazioni attuate riguardano i fondi strutturali comunitari compresi dai Programmi Operativi Regionali (POR) e dai Documenti Unici di Programmazione (DOCUP), i programmi di sostegno alla localizzazione dell'industria ed allo sviluppo delle PMI.

6.2.3 Ambiti settoriali di intervento

Con riferimento agli ambiti settoriali, la Commissione Europea ha individuato come finanziabili i programmi relativi ad agricoltura, politica regionale, occupazione e questioni sociali. Per conseguire le finalità prefissate in ciascun ambito settoriale utilizza quattro strumenti finanziari:

1. FESR (Fondo Europeo di Sviluppo Regionale), che finanzia infrastrutture, investimenti in grado di creare posti di lavoro, progetti di sviluppo locale e iniziative di sostegno alle imprese;
2. FSE (Fondo Sociale Europeo), che promuove la reintegrazione di disoccupati e svantaggiati nel mercato del lavoro finanziando programmi di formazione e sostegno all'assunzione;
3. SFOP (Strumento Finanziario di Orientamento alla Pesca), che supporta l'adeguamento e la modernizzazione del settore ma anche la riconversione di risorse ed aree dipendenti dalla pesca verso nuove destinazioni d'uso;
4. FEAOG (Fondo Europeo Agricolo di Orientamento e Garanzia), destinato a finanziare lo sviluppo agricolo ed agroalimentare nonché la riconversione del settore.

6.2.4 Le regole di accesso

L'accesso ai contributi è comunque vincolato al rispetto di regole precise, ispirate due ordini di principi:

- principi di carattere generale, derivanti dalla normativa comunitaria in tema di aiuti di stato;
- principi di carattere procedurale, afferenti gli adempimenti amministrativi e burocratici necessari per perfezionare la fase di presentazione della richiesta, la fase di gestione del progetto e l'incasso delle somme riconosciute;

Gli aiuti di stato sono regolati dall'art. 87 del Trattato istitutivo della Comunità Europea che stabilisce l'incompatibilità tra questi ed i principi di funzionamento del mercato comune, intendendosi come tali i trasferimenti di risorse pubbliche a favore di soggetti privati che abbia carattere di selettività, produca un vantaggio economico altrimenti non ottenibile nel normale svolgimento dell'attività ed alteri la concorrenza e gli scambi fra stati membri. Alla regola generale sono riconosciute alcune deroghe e risultano pertanto ammissibili:

- gli aiuti di stato settoriali per i settori sensibili e gli aiuti intersettoriali notificati;
- gli aiuti a finalità regionale, concessi ad aree che presentano tassi di sviluppo molto inferiori ai tassi medi di sviluppo a livello comunitario oppure si trovino in situazioni di crisi;
- i singoli aiuti di importo elevato ed altri aiuti in regime di esenzione, non cumulabili con altre misure di intervento;
- gli aiuti in regime di *de minimis*, cioè gli aiuti di importanza minore il cui valore non superi un preciso limite quantitativo, attualmente fissato in € 100.000 in tre anni.

Dal punto di vista procedurale, le richieste di finanziamento debbono sempre soddisfare requisiti di bontà formale e sostanziale.

I primi attengono:

- al possesso dei requisiti soggettivi (categoria, settore merceologico, dimensione, esperienza pregressa richiesta) ed oggettivi (tipo di iniziativa, ubicazione) necessari ad accedere al canale agevolativo;

- al rispetto della natura, del periodo e dei limiti quantitativi previsti per le spese ammissibili del progetto e per il contributo che si richiede;
- all'adeguatezza ed alla completezza della domanda di sovvenzione;
- al rispetto delle regole sulla cumulabilità delle agevolazioni.

I requisiti di bontà sostanziale si riferiscono all'utilità generale del progetto ed alle sinergie che lo stesso produce rispetto alle priorità di intervento previste nel programma di finanziamento a cui si accede; alla fattibilità, in termini operativi, finanziari, organizzativi; alla congruità tra il dimensionamento delle spese sostenute, il volume delle attività da svolgere, l'utilità prodotta.

Per quanto concerne invece il funzionamento pratico delle procedure che guidano la concessione degli incentivi, queste possono distinguersi in:

- procedure automatiche, in cui la concessione del provvedimento non richiede istruttorie finalizzate ad accertare la sussistenza dei requisiti tecnici, economici e finanziari del programma. Tale incombenza è assolta da un'autocertificazione ed il soggetto competente si limita a verificare la completezza e la regolarità delle dichiarazioni che vengono riscontrate secondo l'ordine cronologico di presentazione;
- procedure valutative. Si applicano a progetti da realizzare successivamente alla presentazione della domanda ed è finalizzata a controllare il rispetto delle finalità previste dalle norme agevolatrici, la congruità delle spese rispetto al tipo di intervento ed il possesso dei requisiti previsti da parte del richiedente. All'interno della procedura si distingue il procedimento a graduatoria dal procedimento a sportello. Nel primo la selezione si svolge attraverso una valutazione comparativa delle domande basata su parametri oggettivi predeterminati in sede di bando. Nel secondo l'istruttoria segue l'ordine cronologico di presentazione delle domande e si basa sul rispetto di soglie e condizioni minime connesse agli obiettivi della normativa;
- procedure negoziali, applicata agli interventi di sviluppo territoriale o settoriale che presentano una necessità di negoziazione con gli enti locali interessati, in una prospettiva di programmazione concertata. In quest'ambito i criteri di selezione tenderanno a privilegiare particolarmente le ricadute tecnologiche e produttive nonché l'impatto occupazionale.

6.2.5 Le decisioni aziendali in materia di finanza agevolata ed alcune considerazioni di carattere generale

I principi a cui ispirare la fruizione di finanza agevolata, dovrebbero innanzitutto prevedere un'esplorazione delle opzioni esperibili, dal momento che per ogni progetto è di norma possibile individuare più di una fonte di finanziamento attivabile. La scelta del regime di aiuto dovrà quindi basarsi sulle caratteristiche del tipo di sostegno ricercato non dimenticando che lo stesso non copre integralmente i costi del progetto ed è comunque richiesto un impegno di risorse proprie. Diventa quindi necessario uno sforzo di programmazione atto a coordinare il flusso di incassi e pagamenti relativi al progetto finanziato con le esigenze poste dalla gestione ordinaria. In termini di apprendimento, non deve inoltre ritenersi secondario l'accumulo di competenze e relazioni che possono diventare fonte di vantaggio competitivo nel medio e lungo termine.

Dal punto di vista macroeconomico e con specifico riferimento al nostro paese, si osserva che la numerosità delle misure previste e la mancanza del loro coordinamento all'interno di una politica industriale guidata da obiettivi di lungo periodo, costituiscono alcune delle principali criticità del sistema agevolativo nazionale poiché determinano il verificarsi di sovrapposizioni e/o duplicazioni degli interventi, con conseguenti diseconomie nella destinazione e nell'utilizzo delle risorse finanziarie. Ad esse si associano le note problematiche in materia di finanza pubblica che hanno determinato la progressiva riduzione delle risorse destinate a questi scopi.

6.3 UN MONDO A PARTE? L'ESPERIENZA DELLA FINANZA ISLAMICA

6.3.1 Descrizione ed inquadramento del fenomeno

La finanza islamica è l'attività finanziaria organizzata e gestita nel rispetto della legge islamica²⁴⁵. Tale modello di finanza, ispirato a principi etico-religiosi, si pone, almeno nelle intenzioni, in antitesi ed in concorrenza rispetto alla finanza cosiddetta "tradizionale", laica ed affidata al libero mercato²⁴⁶. Esso infatti si conforma ai precetti della *Shariah*, il cui dettato non ha una valenza limitata alla sfera privata del rapporto uomo-Dio bensì si estende ad ogni aspetto della vita pubblica: in quest'ottica anche il comportamento economico non può pertanto considerarsi disgiunto dalla sua dimensione morale²⁴⁷.

Sebbene si tratti di un fenomeno relativamente giovane ("nasce"²⁴⁸ negli anni '70 del secolo scorso in Medio Oriente), la finanza islamica ha conosciuto di recente uno sviluppo rapido e rilevante (tasso di crescita annuo pari al 10-15%; ricavi dell'*islamic banking* cresciuti del 44% annuo nell'ultimo quinquennio) e ad oggi questo segmento del mercato finanziario rappresenta approssimativamente l'1% del totale degli *assets* mondiali²⁴⁹. I motivi del generale successo possono essere rintracciati²⁵⁰:

- nella volontà di una frazione consistente della popolazione mondiale di vivere la propria fede anche in campo economico;
- nella soddisfacente tenuta mostrata dal sistema nel corso della crisi in atto, seppur con qualche recente perplessità²⁵¹;
- nell'interesse degli operatori a progettare e collocare strumenti finanziari presso investitori istituzionali di matrice islamica, solitamente contraddistinti dalle ingenti disponibilità amministrative.

Il mondo islamico rappresenta quindi già oggi un interlocutore e un'opportunità non trascurabile per l'economia occidentale ed in prospettiva il fenomeno è probabilmente destinato ad assumere dimensioni ancora maggiori in ragione della dinamica socio-demografica della popolazione: gli immigrati musulmani costituiscono un segmento di mercato che, seppur già rilevante in termini quantitativi, appare in continua espansione anche dal punto di vista qualitativo. La progressiva sofisticazione dei bisogni finanziari connessi alle generazioni successive di

²⁴⁵ R. Ruozi, *La finanza islamica*, Economia & Management, 2/2010, pp. 113-119

²⁴⁶ Gianni, Origoni, Grippo & Partners, *Cenni sulla finanza islamica*, <http://www.gop.it>.

²⁴⁷ A. Gatto, *Principi e tecniche di finanza islamica*,

²⁴⁸ In realtà per i credenti le sue origini risalgono al profeta Maometto.

²⁴⁹ A. Santoni, *Se l'Italia fa sukuk*, Formiche, anno VII, num. 44, gen. 2010, pp. 44-47.

²⁵⁰ R. Ruozi, *La finanza islamica*, cit.

²⁵¹ La crisi di Dubai del dicembre 2009 ha inferto un duro colpo alla credibilità della finanza islamica. L'insolvenza del *sukuk* emesso da Nakheel, controllata di Dubai World operante nel settore immobiliare, è stato interpretato come lo scoppio di una bolla connessa a questo tipo di finanza. Sebbene sia vero che anche questo settore non è immune da rischi di fallimento, l'equivalenza paese arabo-finanza islamica appare impropria ed inoltre anche da un punto di vista strettamente quantitativo l'apporto degli strumenti *Shariah compliant* resta, nella vicenda specifica, largamente minoritario. In sostanza si sarebbe trattato di una normale crisi causata da un indebitamento eccessivo. In tal senso, F. Miglietta, *In Dubai di grandioso c'era solo la bolla*, <http://www.lavoce.info>.

Non si può comunque sostenere che la finanza islamica non sia stata impattata dalla crisi: altre istituzioni erano già "saltate", sebbene in modo meno eclatante, nei mesi precedenti (Saad Group, Investment Dar) e comunque molte di esse erano molto esposte al rischio immobiliare che ha generato importanti perdite. Anche gli indici di borsa ed i fondi di investimento osservanti i principi islamici hanno subito consistenti ribassi, recuperati solo di recente. Si veda R. Hamoui, *Il dopo Dubai della finanza islamica*, <http://www.lavoce.info>.

Inoltre, e ben più importante, queste vicende hanno mostrato le carenze contrattuali degli strumenti finanziari in ipotesi di insolvenza degli emittenti, le modeste garanzie legali a tutela dei creditori, i rapporti scarsamente trasparenti tra i poteri e le istituzioni coinvolte, con ovvie e pesanti ripercussioni sulla generale credibilità del sistema e sull'apprezzabilità delle effettive condizioni di investimento da parte degli *outsiders*. In tal senso, R. Ruozi, *La finanza islamica*, cit.

immigrati unitamente all'avvio ed allo sviluppo di nuove attività imprenditoriali concorreranno ad aumentarne il peso e la diffusione territoriale²⁵².

6.3.2 Principi e tecniche di finanza islamica

Il Corano costituisce un codice di condotta che distingue ciò che è consentito (*halal*) da ciò che invece è vietato (*haram*): con particolare riferimento all'attività economica, l'Islam riconosce la libertà nell'attività negoziale ed imprenditoriale ma nel contempo fissa i limiti entro cui queste possono essere esercitate²⁵³.

In materia di finanza la *Shariah* stabilisce alcune regole fondamentali:

- la proibizione assoluta della *riba*, vale a dire l'inapplicabilità dell'interesse inteso come remunerazione fissa e predeterminata del capitale versato²⁵⁴. In sostanza la moneta può generare valore solo se impiegata in un processo produttivo;
- la «partecipazione ai profitti e alle perdite» dal momento che non può esserci alcun ritorno senza l'assunzione di un rischio imprenditoriale, il ritorno sul capitale versato dev'essere commisurato all'effettiva bontà dell'investimento;
- la proibizione del *gharar*²⁵⁵, vale a dire l'esclusione di ogni forma di incertezza dai contratti e dalle transazioni che devono pertanto perfezionarsi in condizioni di informazione completa rispetto agli elementi che le contraddistinguono (oggetto, prezzo, scadenze, ecc.). Ogni transazione finanziaria deve pertanto appoggiarsi su un attivo reale: questo, almeno in linea di principio, escluderebbe il ricorso ai contratti aleatori e quindi ai prodotti derivati²⁵⁶;
- la proibizione del *maysir*, cioè il divieto di speculazione, dell'azzardo, della scommessa. Il corollario operativo di questo principio è il vincolo posto alla crescita della leva finanziaria, con l'indebitamento aziendale che dovrebbe quindi mantenersi entro certi limiti (ad es. non superare la capitalizzazione di borsa);
- il divieto di investire in attività non eticamente corrette quali ad esempio la produzione e la distribuzione di armi, il commercio di tabacco, alcool, pornografia, il gioco d'azzardo, l'industria della carne di maiale e quella finanziaria *interest bearing*.

Le forme contrattuali impiegate in ambito finanziario sono talvolta assimilabili, seppur con le dovute cautele, a strutture di uso corrente nella prassi occidentale. Anche nell'esperienza musulmana possono distinguersi circuiti di finanziamento diretti da circuiti intermediati, principalmente dal canale bancario.

Con riferimento a quest'ultimo, si osserva che la banca islamica si configura essenzialmente come un gestore di fondi²⁵⁷:

- i depositanti non sono creditori verso la banca bensì investitori nella stessa²⁵⁸;
- questa si rende responsabile dell'identificazione dei progetti in cui investire il capitale raccolto;
- i finanziamenti erogati costituiscono operazioni che implicano la partecipazione diretta in progetti imprenditoriali, che mette a rischio il capitale versato da azionisti e depositanti.

Tra queste si distinguono:

²⁵² Gianni, Origoni, Grippo & Partners, *Cenni sulla finanza islamica*, cit.

²⁵³ R. Hamoui, M. Mauri, *La banca islamica: prospettive di crescita e questioni aperte*, *Bancaria*, 6/2008, pp. 20 – 34.

²⁵⁴ A. Gatto, *Principi e tecniche di finanza islamica*, cit.

²⁵⁵ Trattasi di una proibizione relativa, cioè il contratto è invalido solo se il *gharar* è rilevante.

²⁵⁶ Gianni, Origoni, Grippo & Partners, *Cenni sulla finanza islamica*, cit.

²⁵⁷ R. Hamoui, M. Mauri, *La banca islamica*, cit.

²⁵⁸ I depositi effettuati affluiscono a conti di investimento la cui remunerazione è data da una partecipazione ai guadagni della banca o di particolari progetti da questa sponsorizzati.

- il contratto *Murabaha*, che si configura come una doppia vendita con pagamento differito. Secondo questo schema la banca finanzia un'impresa con problemi di liquidità acquistando per suo conto ma a proprio nome, la proprietà di merci (normalmente materie prime) da questa individuate. Successivamente provvede a trasferirne la proprietà proprio all'acquirente-finanziato ad un prezzo maggiorato del proprio *mark-up*, posticipando o dilazionando nel tempo il regolamento della transazione, così da consentire all'impresa di costituire la provvista necessaria attraverso la commercializzazione del prodotto finito;
- il contratto *Mudaraba*²⁵⁹, in base al quale la banca finanzia un progetto d'impresa anticipando all'imprenditore i fondi necessari alla sua attività, mentre quest'ultimo apporta al progetto il proprio lavoro e le proprie competenze. Entrambe le parti partecipano ai profitti mentre le perdite gravano esclusivamente sull'istituzione finanziaria, dal momento che il finanziato ha perso tempo, impegno e competenze. Si distingue tra *Mudaraba* vincolato, in cui il capitale è destinato ad uno specifico progetto e *Mudaraba* non vincolato, in cui l'imprenditore ha invece piena discrezionalità di investimento²⁶⁰;
- il contratto *Musharaka*, che formalizza una *partnership* tra finanziatore ed imprenditore in cui si assiste al pieno coinvolgimento delle parti nella gestione e nell'approntamento delle risorse necessarie allo svolgimento dell'attività nonché alla partecipazione di queste alle perdite in proporzione alla quota di capitale conferito ed alla suddivisione dei profitti in ragione delle quote contrattualmente fissate. Una possibile variante della struttura di base prevede che il finanziatore assuma una partecipazione regressiva, ossia si disimpegni gradualmente, secondo una particolare tempistica, alienando le proprie quote all'imprenditore;
- il contratto *Jiara*, in base al quale un'istituzione finanziaria (locatore) acquista un bene non deperibile alle condizioni (caratteristiche, prezzo, ecc.) definite da un terzo (locatario), a cui lo cede in usufrutto in cambio di un canone (fisso o soggetto a variazioni periodiche) determinato alla stipula del contratto. I diritti di proprietà permangono in capo al proprietario che sopporta i rischi di deterioramento del bene; al locatario spettano i costi relativi all'uso della proprietà (mantenimento in buono stato al fine di garantirne un corretto utilizzo). Talvolta è previsto il diritto di riscatto a favore del cliente;
- il contratto *Salam*, negozio che configura una vendita a termine in cui la banca paga alla stipula del contratto beni che le verranno consegnati ad una data futura. A scadenza la merce acquistata è venduta, lucrando sulla differenza tra il prezzo pagato anticipatamente ed il prezzo a pronti vigente sul mercato;
- il contratto *Istisna*, che consente di finanziare la realizzazione di un bene complesso. Il negozio prevede che il committente richieda ad una banca la realizzazione di un'opera definita nelle sue specifiche tecniche e nei tempi di consegna, impegnandosi a pagare quanto pattuito in un'unica soluzione o a stato avanzamento lavori. La banca agisce da intermediario tra la posizione assunta con il committente e quella assunta con il fornitore che deve materialmente realizzare l'opera, lucrando sulla differenza di prezzo tra i due accordi paralleli. In alternativa i profitti possono derivare anche dai proventi dell'opera realizzata in forma di usufrutto o di canoni. L'operazione è solitamente assistita da garanzia ipotecaria²⁶¹.

Per quanto concerne invece il circuito diretto, lo strumento a più ampia diffusione è certamente il *Sukuk*. Si tratta di un titolo rappresentativo della proprietà di un bene o di un *pool* di

²⁵⁹ La stessa struttura contrattuale è impiegata anche per i contratti di deposito bancari (conti di investimento).

²⁶⁰ R. Hamai, M. Mauri, *La banca islamica*, cit.

²⁶¹ Gianni, Origoni, Grippo & Partners, *Cenni sulla finanza islamica*, cit.

beni che determina la partecipazione ai profitti generati dall'esercizio delle attività sottostanti o dal loro realizzo. È pertanto assimilabile ad una sorta di *asset backed security* (ABS)²⁶² e ne esistono diverse tipologie la cui durata arriva fino a cinque o dieci anni. La compatibilità con la legge islamica deriva dal fatto che le parti coinvolte stanno trattando indirettamente attività reali: in sostanza lo schermo della società veicolo consente di trasformare le cedole delle obbligazioni (vietate) in canoni di affitto (leciti).

Relativamente alle azioni, i giuristi islamici ne ritengono generalmente accettabile l'utilizzo nelle imprese societarie, seppur con alcune limitazioni che tendono però ad ostacolare il corretto funzionamento dei mercati:

- l'emissione di azioni è consentita solo se l'attivo di bilancio presenta una componente di beni reali superiore a quella costituita da crediti e denaro;
- è fatto divieto di emettere azioni privilegiate o altro strumento che limiti la partecipazione alle perdite o garantisca un rendimento certo;
- sono vietate le discriminazioni tra azionisti in materia di diritto di voto;
- è previsto il diritto di preferenza dei soci non solo in caso di aumento del capitale ma anche in caso di recesso di altro membro della compagine sociale.

6.4 Il *Contingent capital*²⁶³

È uno strumento che combina finalità di *risk management* e di *capital raising* poiché consente all'impresa di raccogliere capitale fresco in diverse forme tecniche, al verificarsi di specificate condizioni di rischio. Dal punto di vista concettuale si configura quindi come un'opzione *put* sul capitale versato²⁶⁴: l'impresa paga nell'immediato un premio per il diritto (ma non l'obbligo) futuro ad ottenere risorse finanziarie attraverso appositi strumenti di raccolta.

Secondo lo schema logico illustrato:

- il capitale ottenibile rappresenta l'*underlying* dell'opzione;
- la possibilità di emettere *contingent capital* è comunque temporalmente limitata, al di là della durata prevista per gli strumenti finanziari in emissione;
- il diritto può essere esercitato (in alternativa): solo a scadenza (tipo europeo), in ogni momento dell'intervallo che intercorre tra la sottoscrizione del contratto e la sua scadenza (tipo americano), in determinate date o periodi di tempo (tipo Bermuda);
- lo *strike price* riflette condizioni *pre-loss*, vale a dire che le condizioni a cui l'impresa può emettere titoli sono definite contrattualmente antecedentemente al verificarsi dell'evento rischioso ed al manifestarsi delle relative conseguenze. Pertanto l'opzione dovrebbe risultare esercitabile (*in the money*) e la facilitazione dovrebbe consentire di reperire risorse finanziarie a condizioni migliorative rispetto a quelle rintracciabili sul mercato, in una situazione di difficoltà aziendale;
- a differenza delle caratteristiche tipiche di un contratto di opzione, in questo tipo di facilitazioni è previsto quello che si definisce un *second trigger*, cioè una condizione addizionale il cui verificarsi è necessario per rendere l'opzione disponibile. Viene normalmente definita in termini di perdite generate da rischi puntualmente individuati nel contratto (*risk-related loss*).

²⁶² A differenza della cartolarizzazione di stampo occidentale si caratterizza per:

- la presenza di un *underlying* di tipo reale e non finanziario;
- l'assenza di un mercato secondario efficiente che vincola la negoziabilità dello strumento alla natura dell'attività sottostante (la compravendita del debito non è ammessa dalla legge islamica) ed a limiti e a condizioni ben precise (cessioni da effettuarsi esclusivamente al valore nominale).

²⁶³ C.L. Culp, *Contingent capital: integrating corporate financing and risk management decisions*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 15 no. 1, spring 2002, pp. 46-56

²⁶⁴ In senso lato, vale a dire nuove risorse finanziarie acquisite a titolo di capitale proprio, capitale di debito, capitale ibrido.

Il *contingent capital* contempla un'ampia gamma di strutture. Con riferimento al capitale di debito, quella più comune è la *letter (line) of credit* (LOC): una banca, previo pagamento di una commissione, si impegna a prestare denaro all'impresa in un momento successivo e su sua richiesta, qualora siano verificati specifici criteri. L'utilizzo della facilitazione rende l'impresa debitrice nei confronti dell'istituto per capitale ed interessi. La *letter of credit* può essere:

- *committed*, il tasso di interesse è predeterminato in sede contrattuale. È previsto inoltre che il finanziatore possa svincolarsi dal suo impegno di prestito qualora riscontri un sensibile peggioramento nelle condizioni finanziarie o di merito di credito del potenziale prenditore;
- *uncommitted*, il prestito viene erogato alle condizioni di mercato prevalenti al momento dell'erogazione. In questo caso la penalizzazione in termini di *pricing* è compensata dalla sicurezza del reperimento dei fondi.

Per quanto concerne il *contingent equity*, si parla invece di “*loss equity put*” che, nella sua configurazione tipica, prevede che l'impresa negozi un *private placement* di nuove azioni²⁶⁵ con una singola controparte (o con un *pool*), attivabile contestualmente al verificarsi di eventi del tipo *second trigger*.

In conclusione si può affermare che lo strumento del *contingent capital* favorisce una riduzione del costo del capitale limitando i costi di dissesto, riducendo il problema dell'*underinvestment*, mitigando i costi informativi (*adverse selection*) che ostacolano il reperimento delle risorse finanziarie in situazioni di difficoltà aziendale.

6.5 RITORNO AL FUTURO: IL FINANZIAMENTO ATTRAVERSO IL BARATTO

6.5.1 Definizione e principali modalità operative

Il *corporate barter* è la rivisitazione in chiave moderna del *business* probabilmente più antico della storia dell'umanità²⁶⁶ e consiste nell'acquistare merci e servizi sostituendo il pagamento in denaro con la fornitura di propri prodotti o servizi a compensazione del valore economico di quanto acquistato²⁶⁷. Gli accordi non avvengono solo bilateralmente ma nell'ambito di un *network* costituito da più aziende, in cui è facilitato l'incontro con *partners* commerciali “compatibili”.

Pur essendo una modalità di scambio alternativo già nota da alcuni anni, la crisi recente e la “stretta” sul credito hanno dato nuovo impulso al baratto aziendale visto dai partecipanti sia in ottica finanziaria (gestione del circolante²⁶⁸) che in ottica strettamente commerciale (sviluppo di nuova clientela)²⁶⁹.

A favorire l'incontro tra domanda ed offerta provvedono alcune società specializzate che offrono servizi differenziati diretti a segmenti di imprese ben individuate. Con riferimento al mercato italiano si distinguono sostanzialmente due tipologie di operatività svolte dai due *leaders* di settore BexB e Plaza Project.

Il circuito BexB aggrega le imprese aderenti erogando loro un affidamento (simile all'apercredito bancaria) a tasso zero e senza garanzie, che funge da *plafond* commerciale ed è spendibile nell'acquisto di beni e servizi messi a catalogo dalle altre associate. L'importo della merce acquistata viene addebitato all'azienda cliente che si impegna a fornire prodotti o servizi a richiesta di altra società del *network*, senza possibilità di rifiuto, per ripagare il debito a suo carico.

²⁶⁵ Della tipologia prescelta.

²⁶⁶ C. Benna, *La riscoperta del baratto*, La Repubblica, 07/05/2005. Il fenomeno è stato importato in Italia dagli USA dove ha un'incidenza sul PIL di alcuni punti percentuali, coinvolge oltre 500.000 aziende, di cui più del 60% delle società quotate a Wall Street.

²⁶⁷ M. Meneghello, *Scambio di merci in rete. Le Pmi tornano al baratto*, Il Sole 24 Ore Lombardia, 28/01/2009.

²⁶⁸ Il finanziamento degli acquisti in questa forma consente sia di non impegnare la cassa o i margini di affidamento disponibili che di liquidare eventuali giacenze di magazzino.

²⁶⁹ M. Longoni, *Il gran ritorno del baratto*, Italia Oggi Sette, 11/10/2010. Il fenomeno interessa tutti i settori merceologici ma in particolare quello edilizio.

Nel caso in cui questo non avvenga nell'arco temporale di diciotto mesi, sarà richiesto dal gestore un conguaglio monetario senza interessi. Le condizioni delle transazioni commerciali sono negoziate autonomamente dagli aderenti, senza l'assistenza del gestore. I costi del servizio comprendono le quote associative, di importo variabile in relazione alla dimensione aziendale e le provvigioni riconosciute alla società per l'attività di intermediazione svolta²⁷⁰.

L'approccio di Plaza Project al *barter* è differente: opera con un *target* rappresentato da imprese di grandi dimensioni (fatturato superiore ai 60 milioni di euro) e si focalizza sulla gestione delle giacenze di magazzino. L'operatività prevede che Plaza ritiri le rimanenze garantendo alle società un prezzo virtualmente superiore a quello ottenibile sul mercato per poi venderle attraverso canali distributivi tradizionali, privilegiando le aree in cui l'impresa è meno presente. Sono contemplate forme di acquisto miste: il pagamento avviene cioè parte in denaro e parte in compensazione, con Plaza che si occupa di individuare le controparti più idonee a rapportarsi con l'impresa. In questa modalità non è prevista una *fee* d'ingresso dal momento che tra il gestore e l'associato viene definito un accordo commerciale che stabilisce una percentuale di compenso sul totale del transato²⁷¹.

BIBLIOGRAFIA

- Anello P., Rizzini Bisinelli S.**, *Commercial paper e cambiali finanziarie dopo la legge n. 43/1994*, Le Società, 3/1994
- Anzani N., Kratchmarova Z.**, *Problemi di liquidità? Prova col baratto*, Panorama Economy, 25/02/2009
- Barber F., Goold M.**, *The strategic secret of private equity*, Harvard Business Review, september 2007
- Benna C.**, *La riscoperta del baratto*, La Repubblica, 07/05/2005
- Berti A.**, *Il finanziamento delle piccole e medie imprese*, Aspi/Ins-Edit, Genova, 1997
- Bottiglia R.**, *Prime riflessioni su Basilea 3 e possibili impatti sulle imprese*, relazione tenuta al convegno "Oltre la crisi: strategia e finanza per il rilancio e lo sviluppo delle imprese", Verona 25/11/2010
- Calzolari S.**, *Il baratto ritorna di moda*, Panorama Economy, 18/02/2005
- Campobasso G.F.**, *Diritto commerciale vol. 2 – Diritto delle società*, Utet, Torino, 2009
- Carosio G.**, *Indagine conoscitiva sui rapporti tra banche e imprese*, audizione presso la Commissione VI del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro), <http://www.bancaditalia.it>
- Caselli S.**, *Basilea 3 e i figli di un Dio minore*, Corriere della Sera 08/11/2010
- Caselli S., Gatti S.**, *Il corporate lending*, Bancaria Editrice, Roma, 2003
- Cohen R., Comito V., Dal Prato L.**, *La gestione finanziaria dei progetti*, Guerini, Milano, 1995
- Comito V.**, *Ma la borsa valori è utile allo sviluppo?*, in <http://www.finansol.it>
- Comito V.**, *Il modello imprenditoriale del private equity*, Sviluppo & Organizzazione, 223/2007, pp. 67- 81
- Comito V.**, *La crisi del valore azionario*, Sviluppo & Organizzazione, 233/2009, pp. 68 – 77
- Comito V., Piccari P.L.**, *Idee e capitali*, Utet, Torino, 2002
- Corvino G.L., Corvino F.**, *Guida alla finanza d'impresa*, Speciale de Il Sole 24 Ore, novembre 2010
- Culp C.L.**, *Contingent capital: integrating corporate financing and risk management decisions*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 15 no. 1, spring 2002
- Dalocchio M., Salvi A.**, *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 2005

²⁷⁰ N. Anzani, Z. Kratchmarova, *Problemi di liquidità? Prova col baratto*, Panorama Economy, 25/02/2009.

²⁷¹ S. Calzolari, *Il baratto ritorna di moda*, Panorama Economy, 18/02/2005.

D'Ascenzo M., *Nuovo riassetto per le banche*, Il Sole 24Ore, 19/11/2010

De Larosière J., *Basilea 3 fa male all'Europa*, Il Sole 24Ore, 29/10/10

Dematté C., *Le turbolenze dei mercati azionari e la gestione d'impresa*, Economia & Management, 1/2001

Fabozzi F.J., Peterson P.P., *Financial management & analysis*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2003

Forestieri G., *Corporate & investment banking*, Egea, Milano, 2009

Forestieri G., Mottura P., *Il sistema finanziario*, Egea, Milano, 2009

Fuller J., Jensen M.C., *Just say no to Wall Street: putting a stop to earnings game*, Journal of Applied Corporate Finance, vol 14. No. 4, winter 2002

Gatti S., *Le operazioni di asset restructuring nelle aziende in crisi*, Economia & Management, 1/1996

Gatto A., *Principi e tecniche di finanza islamica*

Giampaoli A., *Banca e impresa*, Egea, Milano, 2000

Gianni, Origoni, Grippo & Partners, *Cenni sulla finanza islamica*, in <http://www.gop.it>

Gubitosi M., Botta F., Chiarenza F., *Guida breve del business angel*, in <http://www.iban.it>

Hamai R., Mauri M., *La banca islamica: prospettive di crescita e questioni aperte*, Bancaria, 6/2008

Incollingo A., *Il fabbisogno finanziario dell'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1996

Longo M., *Basilea 3 e la roulette delle date*, Il Sole 24Ore, 11/11/2010

Longoni M., *Il gran ritorno del baratto*, Italia Oggi Sette, 11/10/2010

Mankins M.C., Harding D., Weddigen R.-M., *How the best divest*, Harvard Business Review, october 2008

Mantovani G., *Quattro dubbi che vi accompagneranno sempre*, <http://www.unive.it>

Maviglia R., *Le banche hanno tanti modi per adeguare il capitale a Basilea 3*, Milano Finanza, 23/11/2010

Mayers D., *Convertible bonds: matching financial and real options*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 3 no. 1, spring 2000

Meneghello M., *Scambio di merci in rete. Le Pmi tornano al baratto*, Il Sole 24 Ore Lombardia, 28/01/2009

Mieli S., *Aspetti e prospettive dei confidi: nuovi disegni e nuova regolamentazione*, in <http://www.bancaditalia.it>

Mieli S., *Fare credito in tempi di crisi*, relazione tenuta al convegno "Accesso al credito e garanzie per le imprese: garantire lo sviluppo, crescere nella stabilità", Roma 15/12/2009.

Miglietta F., *In Dubai di grandioso c'era solo la bolla*, <http://www.lavoce.info>

Molinari I., *Proviamo anche col mezzanino*, Panorama Economy, 16/05/07

Monti E., *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi, Novara, 2009

Oddo G., *Le banche europee tornano a puntare sulla finanza pura*, Il Sole 24Ore, 19/11/2010

Pozen R.C., *If private equity sized up your business*, Harvard Business Review, november 2007

Ruozzi R., *Le operazioni bancarie*, Egea, Milano, 1998

Ruozzi R., *L'influsso della crisi sulle strategie bancarie*, Economia & Management, 01/2010

Ruozzi R., *La finanza islamica*, Economia & Management, 2/2010

Ruozzi R., *Cari azionisti delle banche adesso tocca a voi*, Milano Finanza, 17/11/2010

Santoni A., *Se l'Italia fa sukuk*, Formiche, anno VII, num. 44, gen. 2010

Sattin F., *Quale futuro per il private equity?*, Harvard Business Review Italia, marzo 2010

Sartori E., *Il project financing e la segregazione patrimoniale. Profili economico-aziendali*, tesi, Dottorato di ricerca in economia e tecnica della finanza di progetto XX ciclo, Luiss Guido Carli, 2008

Scardovi G., Gatti S., *Crisi dei mercati, sistema finanziario ed economia reale. Analisi ed implicazioni per l'industria globale dei servizi finanziari*, Finanza Marketing e Produzione

- Schena C.**, *Il ruolo prospettico dei Confidi nel rapporto banca-impresa: mitigazione del rischio e supporto informativo*, in **P. Pogliagli, W. Vandali, C. Meglio (a cura di)**, *Basilea 2, Ias e nuovo diritto societario*, Bancaria Editrice, Roma, 2004
- Tarantola A.M.**, *La revisione delle regole prudenziali: i possibili effetti su banche e imprese*, audizione presso la Commissione X della Camera dei Deputati (Attività produttive, Commercio e Turismo), <http://www.bancaditalia.it>
- Vernimmen P.**, *Corporate finance*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, 2005
- Wolf M.**, *Il topolino di Basilea e il ruggito della crisi*, *Il Sole 24Ore*, 15/10/2010
- Zider B.**, *How venture capital works*, *Harvard Business Review*, november – december 1998
- Zingales L.**, *In search of new foundations*, *The Journal of Finance*, n. 55/4, august 2000
- Zito M.**, *Fisiologia e patologia delle crisi*, Giuffré Editore, Milano, 1999