GLI STRUMENTI PER LA CRESCITA

Debito o equity: imprenditori al bivio sui finanziamenti

Da considerare l'impatto fiscale, di governance e delle novità regolamentarie

Alessandro Germani

Posto che la finanza per la crescita è una fonte di medio-lungo termine, l'imprenditore si trova spesso spaesato non sapendo a chi rivolgersi e a quali strumenti ricorrere per finanziare il proprio sviluppo. Vediamo di rispondere a questa semplice domanda, tuttavia non scontata.

Il primo nodo da sciogliere è il tipico dilemma della finanza aziendale, ovvero se ricorrere al debito oppure al capitale proprio (equity). In estrema sintesi il debito è remunerato dagli interessi passivi (tendenzialmente deducibili fiscalmente) ed il finanziatore è per lo più interessato a percepire questi, senza entrare nel merito della governance societaria. Di contro l'equity comporta l'apertura del capitale a terzi, che generalmente implica da parte del nuovo socio alcune richieste (presenza in cda, nomina di un membro dell'organo di controllo, patti parasociali). Oltre al fatto che il dividendo, ovvero il frutto dell'investimento in equity, non è fiscalmente deducibile.

Un'altra differenza è la seguente. In relazione al breve termine di solito si finisce per interloquire con la banca (si stanno affacciando solo ora i primi interlocutori che utilizzano piattaforme online per l'invoice trading), invece nel medio-lungo termine c'è una platea di attori sicuramente più variegata. Così, non essendoci solo la banca, si possono approcciare anche soluzioni di mercato, il che dovrebbe indirizzare il sistema finanziario italiano – tipicamente bancocentrico – ad essere più orientato al mercato.

L'errore che tuttavia non va commesso è pensare che la finanza alternativa significhi il superamento della banca, la cui funzione resta imprescindibile così come la necessità di un sano e solido rapporto banca-impresa. Infatti, più o meno in tutte le situazioni di finanza alternativa che si individuano, un ruolo fondamentale è giocato dall'intermediario bancario, a dimostrazione del fatto che ad esso resta un ruolo cruciale – da pivot – nel rapporto finanziario con l'impresa.

Chiarita dunque la scelta di fondo fra mezzi propri e debito, e il fatto che il debito in ogni caso non può e non deve tagliare fuori la banca, va fatta ancora una riflessione su queste due fonti finanziarie antitetiche. L'equity comporta una vera e propria apertura dell'impresa, non solo del suo capitale, ma anche della sua governance, a seguito dell'ingresso di terzi. Tale apertura si verifica se si decide di cedere parte del proprio pacchetto ad un fondo di private equity, ma diviene ancora più dirompente nel caso del cosiddetto «public equity», ovvero la quotazione in borsa. Accanto ai segmenti tradizionali, per le grandi imprese oggi si assiste allo sviluppo – appunto per le Pmi – dell'Aim Italia.

Peraltro le imprese destinate a questo sistema multilaterale di negoziazione coincidono – per almeno il 3,5% dell'investimento qualificato – con l'investimento tipico dei Pir. I piani individuali di risparmio servono di fatto a mettere in contatto l'universo dei risparmiatori che, con una detenzione quinquennale del piano e nel rispetto dei limiti di investimento (30 mila euro annui e 150 mila nel complesso), ottengono una completa detassazione del medesimo, con le imprese che necessitano di risorse. Nel restyling del prodotto operato dalla legge di Bilancio 2019 si attendono i decreti collegati senza i quali la misura non può decollare. Ma l'attesa nasce anche dal fatto – condivisibile – che dovrebbe essere più chiaro che le somme debbano affluire direttamente alle imprese per finanziarne lo sviluppo. In finanza, infatti, la componente di Ops (offerta pubblica di scambio) viene prediletta in quanto trattasi di un aumento di capitale (a vantaggio dell'impresa) a differenza dell'Opv (offerta pubblica di vendita) che è una mera cessione di partecipazioni (a vantaggio dei vecchi soci).

Per quanto riguarda il debito invece, una volta ribadito il ruolo centrale della banca, non può tacersi che l'attività di lending è comunque condizionata dagli stringenti vincoli patrimoniali (regole di Basilea) a cui è sottoposta e alle difficoltà connesse ai crediti deteriorati (Npl – non performing loans). Da qui il proliferare del private debt in tutte le sue forme e strumenti (minibond, obbligazioni subordinate partecipative, mezzanine financing, strumenti finanziari partecipativi, convertibili).

PAROLA CHIAVE

Minibond

Lo sviluppo

I minibond sono obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società italiane non quotate, tipicamente Pmi, normalmente destinate a piani di sviluppo, a operazioni di investimento straordinarie o di refinancing. Permettono alle società non quotate di aprirsi al mercato dei capitali, riducendo la dipendenza dal credito bancario. Come tutte le obbligazioni hanno un tasso d'interesse riconosciuto sotto forma di cedola periodica, e una data di scadenza. Le emissioni sono state introdotte nel 2012 dal Decreto Sviluppo (Governo Monti).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il confronto *a cura di* **Alessandro Germani**

Modalità di finanziamento e strumenti per le Pmi italiane

CANALE DI FINANZIAMENTO	DURATA	FORMA TECNICA	VANTAGGI	SVANTAGGI	STRUMENTO
Banca	• Breve termine • Medio lungo termine	• Debito	• Poco invasiva • Non interessata alla governance • Costo competitivo	• Offerta limitata (coefficienti Basilea) • Minor abitudine al medio lungo termine	• Anticipo fatture • Sconto fatture • Finanziamento a medio lungo termine • Mutuo
Invoice Trading	• Breve termine	• Debito	• Alternativo alla banca • Costo comunque competitivo • Processo rapido (piattaforme online)	• Ancora troppo poco diffuso • Criteri eccessivamente restrittivi (necessità di approccio di portafoglio)	• Anticipo fatture • Sconto fatture
Private equity	• Medio lungo termine	• Equity • Debito (acquisition finance nel LBO)	• Cultura finanziaria (focus su PFN e Ebitda) • Tensione positiva sui risultati economico-finanziari	• Molto invasivo • Molto interessato alla governance • Richiesta rendimenti elevati (IRR) • Condizionato da exit	• Azioni • Prestito mezzanino • Strumenti finanziari partecipativi • Finanziamenti e mutui bancari
Venture capital	• Medio lungo termine	• Equity	• Finanziamento start up • Accompagnamento nei primi stadi di crescita • Elevati rendimenti	• Poco diffuso in Italia • Scarsa presenza di fondi di venture capital (FVC) • Alta mortalità imprese finanziate	• Azioni • Strumenti finanziari partecipativi
Private debt	• Medio lungo termine	• Debito • Forme ibride (debito + equity)	• Filosofia di medio lungo termine • Offerta di soluzioni "su misura" • Ampia gamma di forme ibride • Rendimenti richiesti in funzione della rischiosità dell'investimento	• Mediamente invasivo • Mediamente interessato alla governance • Richiesta rendimenti medio alti (IRR)	• Minibond • Prestito mezzanino • Strumenti finanziari partecipativi • Obb. subordinate partecipative • Obb. convertibili
Quotazione in Borsa	• Medio lungo termine	• Equity	• Rafforzamento patrimoniale (OPS) per piani di sviluppo • Forte visibilità e notorietà • Ampia gamma di listini differenti (MTA, STAR, AIM) • Capacità di attrarre maggior debito	• Disimpegno della proprietà (modalità OPV) • Eccessiva dipendenza dal prezzo di borsa • Condizionamento da fattori esogeni (mercato)	• Azioni PIR
SPAC	• Medio lungo termine	• Equity	• Processo di quotazione più veloce e meno incerto • Liquidabilità investimento • Minore conflittualità rispetto al private equity	• Difficoltà nella individuazione della business combination • Diluizione a favore dei promotori (azioni speciali e warrant)	• Azioni PIR