



AREA

Finanza Aziendale e Immobiliare

■ ALBERTO DELL'ACQUA, LEONARDO L. ETRO

Quale finanza per il futuro delle PMI?

L'eccessiva frammentazione e le ridotte dimensioni del sistema di PMI italiano non aiutano a competere secondo le logiche della globalizzazione. È auspicabile uno slancio verso le aggregazioni societarie e lo sviluppo dimensionale. Per muoversi verso questo obiettivo le PMI possono essere aidate dai nuovi strumenti che la finanza aziendale offre loro.

■ OMBRETTA PETTINATO, CLAUDIA TAMAROWSKI

La corporate governance è un value driver?

I miglioramenti nel sistema di governance consentono alle imprese di salvaguardare il valore prodotto attraverso le scelte di gestione: soltanto una solida struttura di governance avvalorata le scelte compiute dal management rendendole trasparenti, affidabili e condivise.

Quale finanza per il futuro delle PMI?

L'eccessiva frammentazione e le ridotte dimensioni del sistema di PMI italiano non aiutano a competere secondo le logiche della globalizzazione. È auspicabile uno slancio verso le aggregazioni societarie e lo sviluppo dimensionale. Per muoversi verso questo obiettivo le PMI possono essere aiutate dai nuovi strumenti che la finanza aziendale offre loro.



L'articolo prende le mosse da una nostra recente ricerca sulla situazione finanziaria delle PMI lombarde comparata a medesime realtà operanti in regioni europee simili per dimensione, sviluppo industriale e livello medio di ricchezza: la Catalogna (Spagna), il Rhône-Alpes (Francia) e il West Midlands (Inghilterra).¹ Lo studio ha indagato approfonditamente nel periodo 1999-2003 la situazione economico-finanziaria delle PMI prendendo in esame quattro profili d'analisi: **a.** l'equilibrio finanziario di breve (liquidità); **b.** l'equilibrio finanziario di lungo (solidità); **c.** la redditività; **d.** altri profili finanziari (onerosità debito, sviluppo, patrimonializzazione, fiscalità). I risultati ci hanno mostrato come le PMI lombarde presentino soddisfacenti livelli di redditività operativa, in alcuni casi superiore alla media delle altre PMI europee. Per esempio, nel 2003 il ROS (Return on Sales), ossia il rapporto tra il reddito operativo e il fatturato, per le medie imprese è stato in media pari al 4,70%,

inferiore al dato medio della Catalogna (5,30%) ma superiore al dato medio di Rhône-Alpes (3,74%) e West Midlands (3,70%). Analogo riscontro per le piccole imprese: il ROS medio del 2003 è stato pari al 4,71%, leggermente inferiore rispetto alla media delle piccole imprese catalane (4,90%) ma superiore a quelle francesi (4,37%) e inglesi (3,44%). Al contempo, le imprese lombarde sono risultate più deboli dal punto di vista della redditività dei mezzi propri e della solidità patrimoniale. Il ROE del 2003 delle PMI lombarde risulta circa la metà rispetto ai valori ottenuti nelle altre regioni europee. Tale risultato è in parte da imputarsi a un maggiore impatto della componente fiscale.² La debolezza patrimoniale è invece comprovata da un rapporto d'indebitamento che nel 2003 era superiore di tre volte ai livelli medi delle altre realtà europee. La scomposizione dell'indebitamento finanziario mostra inoltre un forte sbilanciamento verso il breve periodo: per le medie imprese più del 70% dei debiti finanziari è di breve termine; per le piccole imprese il rapporto dei debiti finanziari di breve sul totale dell'indebitamento sale al 75%. La sottocapitalizzazione delle PMI è resa evidente non solo dal dato sul rapporto d'indebitamento, ma anche dalla capitalizzazione media pari nel 2003 a 4,2 milioni di euro per le medie imprese e a 0,86 milioni di euro per le piccole imprese. Nella prospettiva dell'entrata in vigore dei nuovi accordi di Basilea II sugli affidamenti creditizi delle banche, che di fatto rappresentano i principali erogatori di risorse finanziarie alle PMI, appare ragionevole interrogarsi su quali possano essere gli effetti della nuova

■ ALBERTO DELL'ACQUA

Area Finanza Aziendale e Immobiliare,
SDA Bocconi

■ LEONARDO L. ETRO

Area Finanza Aziendale e Immobiliare,
SDA Bocconi

1. Il campione da noi considerato è stato selezionato sulla base delle indicazioni della Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003, definendo come piccole imprese quelle imprese con un fatturato tra i 2 e i 10 mln di euro e con effettivi compresi tra 10 e 49 persone; le medie imprese sono identificate con un fatturato compreso tra 10 e 50 mln di euro ed effettivi tra i 50 e i 249. Per gli anni considerati il campione delle PMI lombarde è composto da una media di circa 16 000 aziende campionarie. Per la Catalogna è stata considerata una media di 8500 PMI per anno, per il Rhône-Alpes si conta una media di 7000 PMI e per il West Midlands circa 1500 PMI. Per maggiori dettagli sulla metodologia di selezione del campione e delle fonti informative utilizzate è possibile consultare la pubblicazione seguente: Cenciari R.A., Dallochio M., Dell'Acqua A., Etro L.L., Finanza e crescita della Piccola e Media impresa in Lombardia: stato dell'arte e idee per il futuro, Confindustria Giovani Lombardia, Assindustria Monza e Brianza, 2005.
2. L'aliquota fiscale media effettiva del 2003 pagata dalle PMI lombarde, calcolata dal rapporto tra le imposte di bilancio e il risultato ante imposte, è risultata pari al 52%, rispetto al 26% del Rhône-Alpes, al 28% della Catalogna e al 21% del West Midlands.
3. Tale giudizio andrebbe corretto per accogliere anche quei parametri qualitativi (come la storia dell'impresa, la bontà del management, il suo posizionamento di mercato) che potrebbero migliorare il giudizio sul merito creditizio. L'accorgimento, sempre a nostro avviso, può portare a uno spostamento di qualche punto percentuale da una classe all'altra ma non modifica nella sostanza il risultato cui siamo pervenuti. A dimostrazione di ciò, un ulteriore 10% delle imprese è collocato in categorie anche inferiori alla CCC (ossia le categorie CC e C).

disciplina sulle PMI, senza però cadere in facili allarmismi o in una eccessiva drammatizzazione del problema. A nostro avviso la questione va indagata con rigore, serietà e buon senso. Per fare ciò abbiamo utilizzato una verifica scientifica che simula l'applicazione di un rating tecnico, ossia basato solo su dati quantitativi, che, partendo da un algoritmo di calcolo, analizza i dati contabili delle imprese e assegna una classe di rating. I risultati di questa simulazione mostrano come una rilevante percentuale di PMI lombarde si collocherebbe nelle classi più basse della scala del merito creditizio (le scale B e CCC), con un conseguente possibile innalzamento del costo del debito, nella prospettiva di una rigorosa applicazione dei principi della nuova regolamentazione bancaria.³

Per completare l'analisi è utile allargare lo spettro del ragionamento andando a comprendere anche lo scenario più vasto in cui si muovono le PMI. È evidente la necessità, da più parti acclamata, di uno strutturale recupero di redditività delle PMI nostrane per fronteggiare le minacce concorrenziali dei paesi con basso costo della manodopera (Cina e India su tutti) e di quelli ad elevata intensità tecnologica (USA, Giappone). Le risposte agli interrogativi sul "come fare?" debbono essere trovate su più fronti, agendo sulle molteplici leve di gestione aziendale. Ci preme però sottolineare come lo strumento della finanza aziendale possa

essere di grande importanza, sia perché può intervenire per aiutare le imprese a ricercare e consolidare un equilibrio economico-finanziario che permetta loro di sopravvivere, sia perché può aiutarle nel rilancio, finanziando nuovi e ambiziosi processi di crescita aziendale. Quale finanza dovranno utilizzare le PMI per il loro futuro? La nostra riflessione ci porta a dire che l'eccessiva frammentazione e le ridotte dimensioni del sistema di PMI italiano non aiutano a competere secondo le logiche della globalizzazione dei mercati. È auspicabile uno slancio verso le aggregazioni societarie e lo sviluppo dimensionale. Per muoversi verso questo obiettivo, senza interventi troppo radicali, le PMI possono essere aidate dai nuovi strumenti finanziari che la finanza aziendale offre loro. Possiamo suddividere tali strumenti in tre principali categorie:

- ▶ strumenti di equilibrio patrimoniale;
- ▶ strumenti per la crescita;
- ▶ strumenti per il consolidamento.

Nella prima categoria comprendiamo tutti gli strumenti di debito o di "semi-equity" che possono aiutare ai fini di un riequilibrio della struttura finanziaria delle PMI verso il medio-lungo termine. Tra questi vi sono forme classiche di indebitamento come i mutui e le obbligazioni, e altre più innovative come le obbligazioni convertibili, i debiti subordinati e i prestiti partecipativi. Nella seconda categoria inseriamo gli

| Strumenti di equilibrio patrimoniale | Strumenti per la crescita | Strumenti di consolidamento |
|--------------------------------------|---------------------------|-----------------------------|
| Mutui | Venture Capital | M&A |
| Obbligazioni | Private Equity | IPO |
| Prestiti partecipativi | | |
| Prestiti subordinati | | |
| Prestiti convertibili | | |

Figura 1 Una classificazione degli strumenti finanziari per le PMI

strumenti di maggiore impatto che intervengono direttamente nel capitale dell'azienda e per tale via ne possono sostenere una crescita vigorosa: il venture capital e il private equity. Nella terza e ultima categoria troviamo invece gli strumenti che aiutano l'impresa verso un ulteriore consolidamento: tra questi indichiamo principalmente le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) e la quotazione in borsa (IPO). Per un'accelerazione nell'utilizzo di tali strumenti non dovrebbe mancare un

intervento dello Stato nell'indirizzare e facilitare l'accesso alla finanza come leva competitiva attraverso gli strumenti della politica fiscale. In secondo luogo è necessario un impegno da parte degli stessi imprenditori nell'aumentare la trasparenza informativa aziendale e presentare aziende in condizioni di accogliere finanziatori esterni. La nuova finanza per le PMI richiede forse oggi più che mai un cambio di mentalità e l'apertura verso una nuova cultura finanziaria dell'impresa. ■

La corporate governance è un value driver?

Uno studio sul settore delle telecomunicazioni

I miglioramenti nel sistema di governance consentono alle imprese di salvaguardare il valore prodotto attraverso le scelte di gestione: soltanto una solida struttura di governance avvalorata le scelte compiute dal management rendendole trasparenti, affidabili e condivise.



Il recente dibattito sulla corporate governance invita a un'importante riflessione: se possa davvero rappresentare una leva fondamentale attraverso cui massimizzare l'efficienza della gestione e, più in generale, ottimizzare le performance di borsa e, dunque, il valore per gli azionisti. E se una governance trasparente, efficiente ed efficace possa contribuire nelle public company a rendere più stabile e coeso l'assetto proprietario, fidelizzando l'investitore.

I principi di corporate governance mira-

no in generale a risolvere i problemi che nascono dalla separazione tra proprietà e controllo¹ evitando, in primo luogo, che chi gestisce ed esercita il controllo compia azioni o intraprenda scelte a danno degli azionisti. Le modalità con cui si perviene a questo obiettivo sono molteplici e differenti: definizione di regole più chiare; rafforzamento dei meccanismi di controllo interni ed esterni; nomina di board con membri sempre più indipendenti; misure talvolta poco efficaci, se non accompagnate da una contestuale semplificazione della struttura societaria che affievolisca la distanza tra società e investitore, tra valore creato e valore percepito. Non sempre la creazione di valore da parte dell'azienda implica, infatti, un immediato e contestuale apprezzamento delle scelte aziendali da parte del mercato se essa non è accompagnata da una costante e chiara comunicazione finanziaria: non basta creare valore, occorre che il mercato lo percepisca. A tal fine è importante che le imprese aumentino il proprio grado di *disclosure* verso gli

■ **OMBRETTA PETTINATO**
Area Finanza Aziendale e Immobiliare,
SDA Bocconi

■ **CLAUDIA TAMAROWSKI**
Area Finanza Aziendale e Immobiliare,
SDA Bocconi

1. Cfr. A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, 1932.
2. Cfr. M. Dallochio, C. Tamarowski, *Corporate governance e valore: l'esempio di Telecom Italia*, Egea, Milano, 2005.

stakeholder con informazioni analitiche, complete e oggettive e che siano consapevoli del proprio ruolo nel cosiddetto *information processing*. Solo in questo modo, infatti, si favorisce la diffusione di quelle informazioni che consentono la formazione di prezzi di mercato equi.

Per le società quotate in borsa, la comunicazione finanziaria diviene dunque cruciale per colmare il differenziale tra valore creato dall'impresa e valore percepito: l'impresa deve comunicare costantemente con il mercato per ridurre il trade-off esistente tra il suo orientamento strategico di lungo periodo e l'orientamento del mercato rivolto al breve termine.

L'esempio di Telecom Italia

Il Gruppo Telecom Italia in questi ultimi anni ha implementato un sistema di corporate governance orientato a una comunicazione chiara e trasparente. La finalità della governance del Gruppo è, infatti, quella di assicurare conoscibilità e *disclosure* sia verso gli organi interni, con l'obiettivo di dare uno strumento a tutte le società del Gruppo, sia verso il mercato, al fine di tutelare la correttezza dell'informazione in termini procedurali e sostanziali.

L'esempio di Telecom Italia non consiste soltanto in un adeguamento alla normativa in materia societaria e alle iniziative di autodisciplina promosse dagli organismi di mercato (il Codice Preda), ma in un vero e proprio processo che, applicato agli aspetti di corporate governance, prende in considerazione tutti gli aspetti organizzativi e di comportamento delle società del Gruppo. Grazie a un lento e progressivo processo di semplificazione della struttura societaria e ad un contestuale e attento rafforzamento del proprio corpus istituzionale di regole interne di corporate governance, il Gruppo persegue nel

tempo il maggior equilibrio possibile tra gli stakeholder, esterni ed interni all'azienda, facendo leva su una costante comunicazione con il mercato.

Confrontando la corporate governance di Telecom Italia con quella dei principali *comparable* internazionali, quali Deutsche Telekom, France Télécom e Telefonica, nel periodo compreso tra gennaio 1999 e maggio 2005, si giunge a importanti risultati. In particolare, l'analisi² è stata condotta selezionando gli annunci e i comunicati stampa emessi nell'orizzonte temporale in esame e verificando se, e con quale impatto, le politiche di corporate governance condizionino i prezzi di mercato.

Gli annunci e i comunicati esaminati hanno riguardato:

- ▶ i risultati finanziari;
- ▶ le acquisizioni e dismissioni;
- ▶ le fasi della privatizzazione;
- ▶ i cambi ai vertici aziendali;
- ▶ le remunerazioni del top management e i piani di stock option.

Ripercorrendo l'esperienza vissuta da Telecom Italia, si può evidenziare come spesso il mercato abbia penalizzato, seppur nel breve periodo e ancor prima di poterne realmente apprezzare l'impatto, scelte aziendali e cambiamenti nel management. Il motivo di tale penalizzazione risiede, principalmente, nell'eccessiva discontinuità nella gestione. Fino a settembre 2001, i continui cambiamenti nei vertici aziendali hanno, infatti, impedito al Gruppo di sviluppare una mission chiara e coerente e un progetto di crescita condiviso dagli stakeholder, interni ed esterni all'azienda.

D'altra parte, il trend crescente del titolo osservabile negli ultimi due anni suggerisce che le politiche intraprese dal Gruppo, ossia la semplificazione della struttura societaria e la progressi-

va statuizione di un corpus sistematico e istituzionale di regole interne di corporate governance (come, per esempio, il Codice di autodisciplina, il Codice etico, il Codice di comportamento dell'*insider dealing* e il regolamento dell'informazione *price sensitive*) vengono sempre più recepite e apprezzate dal mercato, a fronte di una struttura più snella e trasparente. La conseguenza della semplificazione societaria è, infatti, il rafforzamento dei sistemi di controllo interno e dei rapporti con gli azionisti. La presenza nel CdA di un congruo numero di consiglieri indipendenti, assicurata anche dall'adozione del voto di lista, unitamente all'istituzione dei Comitati per la remunerazione e per il controllo interno e la corporate governance, sono i capisaldi di una corretta e trasparente governance dell'azienda, rispettosa dei diritti degli azionisti di minoranza secondo le raccomandazioni del Codice di autodisciplina delle società quotate in borsa.

Lo studio effettuato permette, in definitiva, di evidenziare come la corporate governance non rappresenti di per sé un *value driver* di breve periodo ma, piuttosto, un valido strumento di creazione di valore nel medio-lungo termine. Per questo motivo, i miglioramenti nel sistema di governance consentono alle imprese di salvaguardare il valore prodotto attraverso le scelte di gestione: soltanto una solida struttura di governance avvalorata le scelte compiute dal management rendendole trasparenti, affidabili e condivise. L'esperienza del Gruppo Telecom Italia suggerisce, infine, come l'identificazione del modello di governance non sia frutto di una selezione istantanea e come non esista un modello di governance univoco e valido per tutti; al contrario, ciascuna impresa dovrebbe identificare, selezionare e implementare il modello di governance più coerente con la composizione della proprietà, gli obiettivi strategici e le attese del mercato. ■