

Il finanziamento dello sviluppo

Indice

- Determinanti e natura del fabbisogno finanziario nel ciclo di vita dell'impresa
- Soggetti e canali di finanziamento nel ciclo di sviluppo aziendale
- La copertura delle esigenze connesse all'innovazione: il ruolo del venture capital e del private equity
- Il ricorso al mercato mobiliare, la quotazione in borsa e i nuovi strumenti di finanziamento per le PMI in crescita
- La finanza d'impresa in un contesto di finanziarizzazione dell'economia

Fabbisogno finanziario

1. Il fabbisogno finanziario delle imprese si può definire, in senso *dinamico*, come la differenza che in un certo periodo di tempo viene a crearsi tra entrate ed uscite monetarie
2. In senso *statico*, esso si qualifica come la valorizzazione finanziaria degli investimenti in essere dell'impresa in normale funzionamento

Fabbisogno finanziario

Secondo una lettura dinamica il fabbisogno di fondi di un'impresa è determinato:

1. dall'asincronia tra entrate ed uscite (dovuta al fatto che il sostenimento dei costi e delle conseguenti uscite precede temporalmente il conseguimento dei ricavi e delle collegate entrate);
2. dall'esistenza dei crediti di regolamento sia nelle operazioni di acquisto sia in quelle di vendita (anche quando non ci fosse anteriorità dei costi rispetto ai ricavi, la situazione di illiquidità potrebbe determinarsi per effetto della diversa durata dei crediti e dei debiti di regolamento).

Fabbisogno costante

Il fabbisogno costante è ottenuto a sua volta:

1. tramite *investimenti duraturi*, la cui reintegrazione nel tempo si realizza con gradualità in periodi lunghi e contiene al suo interno investimenti tecnici, cui si aggiungono talvolta quelli commerciali, amministrativi o aventi funzione strategica;
2. tramite *investimenti in scorte*, i quali singolarmente considerati si rinnovano frequentemente ed a brevi intervalli di tempo, ma se presi nel loro insieme, assumono natura di investimento duraturo, rappresentando impieghi fisiologici di risorse per un'impresa in funzionamento.

Fabbisogno variabile

L'andamento qualitativo e quantitativo del fabbisogno finanziario dipende anche dalla fase del ciclo di vita attraversata dall'impresa e dall'evolversi di tre variabili critiche:

1. il **ritmo di crescita** dell'impresa stessa;
2. il **tasso di autofinanziamento**;
3. il **vincolo finanziario** indotto dal tasso di intensità del capitale, ovvero l'entità di risorse di capitale necessarie per realizzare una unità di vendite.

Struttura finanziaria

L'individuazione del fabbisogno costante e variabile costituisce operazione necessaria affinché l'impresa possa dotarsi di una conveniente **struttura finanziaria**

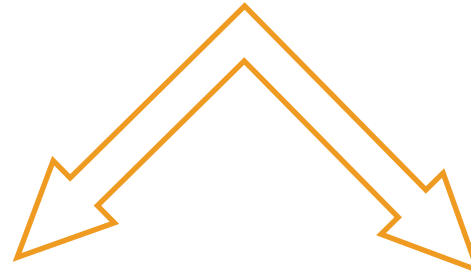
Mix delle fonti di finanziamento (mezzi propri e debiti) utilizzabili dall'impresa per sostenere le proprie strategie

Struttura finanziaria

1. I fabbisogni finanziari durevoli dovrebbero essere “coperti” mediante fonti stabili (capitale proprio e finanziamenti a lungo termine)
2. I fabbisogni temporanei andrebbero soddisfatti attraverso finanziamenti di breve termine, maggiormente idonei, per loro natura, al sopperimento di particolari necessità finanziarie

Le fonti di finanziamento

Le principali fonti di finanziamento cui le imprese possono fare ricorso per coprire il proprio fabbisogno finanziario temporaneo e duraturo sono di due tipi:



FONTI ESTERNE

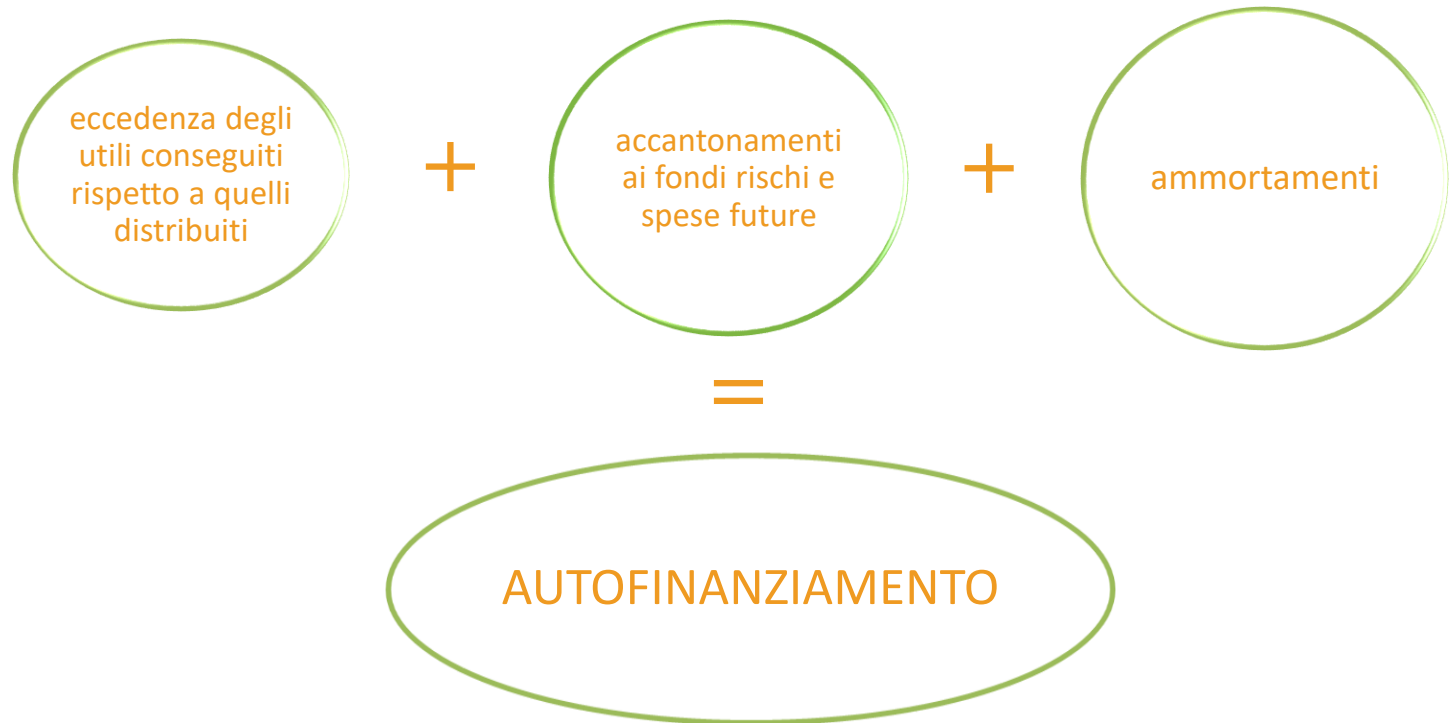
FONTI INTERNE

Le fonti esterne

Sono fonti cui l'impresa attinge per coprire esigenze finanziarie non finanziabili da fondi interni, di norma debiti e nuovo capitale di rischio a pagamento, ovvero fonti ibride come fonti mezzanine, in possesso di caratteri in parte tipici del debito, in parte dei mezzi propri

Le fonti interne

Sono fonti che si alimentano mediante lo svolgimento della gestione reddituale e che non vengono distribuite ai soci:



1. **Autofinanziamento in senso stretto** eccedenza degli utili conseguiti rispetto a quelli distribuiti ai soci dell'impresa
2. **Autofinanziamento in senso ampio** in un determinato periodo di gestione, il complesso degli investimenti al netto dei disinvestimenti supera l'ammontare dei mezzi acquisiti dall'impresa attraverso operazioni di aumento di capitale proprio o di credito

Ciclo di sviluppo delle Pmi e finanziamento

- **Start up:** early stage financing (seed financing, start-up financing, First stage financing)
- **Crescita:** expansion financing (crescita accelerata, consolidamento dello sviluppo)
- **Maturità e declino:** (permanenza e stabilizzazione, espansione dimensionale)

Ciclo di sviluppo delle Pmi e finanziamento

- La fase dello **start up** e del primo sviluppo aziendale impone il ricorso privilegiato a capitali di rischio, essendo l'attività di gestione caratterizzata da maggiore incertezza nei flussi monetari e reddituali. In questa fase soggetti specializzati nel finanziamento di capitali di rischio e nell'erogazione di servizi di consulenza manageriale e finanziaria come il venture capital e il private equity giocano un ruolo di rilievo.
- La fase della **crescita** delle Pmi si articola in due momenti, qualificati come crescita accelerata e consolidamento dello sviluppo. Il primo momento è particolarmente tumultuoso e impone l'attento controllo dei processi di espansione, per evitare fenomeni di over trading, ossia di crescita superiore alla capacità di finanziamento. La fase di consolidamento allo sviluppo è invece quella che permette all'impresa di trovare equilibrio finanziario e di accumulare risorse per ulteriori strategie espansive.
- La fase della **maturità** e del primo declino si caratterizza per l'affiorare di forme di sufficienza finanziaria, ma anche di pericoli di caduta del fatturato e degli investimenti che possono compromettere le aspettative aziendali. Per questo si tratta di una fase in cui la finanza può intervenire al fine di sostenere innovazioni nella governance aziendale e nel reperire fondi finalizzati ad allungare la fase della maturità, ovvero a evitare il declino.

Ciclo di sviluppo delle Pmi e finanziamento

| Variabili critiche | Start up e primo sviluppo | Crescita | Maturità e fasi iniziali del declino |
|--|--|--|---|
| Tasso di sviluppo del fatturato | Basso e crescente | Alto e stabile | Medio e decrescente |
| Intensità di capitale (capitale investito/fatturato) | Alta e decrescente | Media e stabile | Bassa e decrescente |
| Margine di autofinanziamento lordo sul fatturato | Basso e crescente | Medio e stabile. Dipende dalle politiche dei dividendi | Inizialmente alto e crescente. Nel primo declino bassa e decrescente, fino a essere talvolta negativo |
| Dinamica dei flussi di cassa | Negativa | Inizialmente negativa, poi positiva | Prevalentemente positiva |
| Rischio operativo | Alto | Medio | Basso |
| Fonti prevalenti nella struttura finanziaria | Capitale di rischio; debiti di fornitura; mutui passivi; crediti agevolati; contributi a fondo perduto | Capitale di rischio; debiti di fornitura; debiti bancari | Debiti bancari; debiti di fornitura; obbligazioni; capitale di rischio |

Figura 2 Ciclo di vita delle PMI e problematiche finanziarie.

Finanza e sviluppo

- Le imprese si trovano spesso in difficoltà nei processi di crescita a causa dell'aumento di fabbisogno finanziario non adeguatamente coperto dalle risorse di autofinanziamento e da fondi di origine esterna, spesso razionati (capitali di credito) o inaccessibili (capitali di rischio)
- Per questo occorre valutare il tasso di crescita finanziariamente sostenibile

Il finanziamento dell'innovazione nelle PMI

- Le imprese minori trovano spesso difficoltà nell'implementare attività di R&S e strategie basate sull'innovazione a causa delle **insufficienti disponibilità di fondi per finanziare i processi innovativi**, tipicamente rischiosi e caratterizzati da investimenti con periodi di recupero non brevi
- L'elevato grado d'incertezza e di opacità informativa, da un lato, e l'assenza di **garanzie affidabili e certe**, limitano fortemente il ricorso a fonti esterne di finanziamento "tradizionali", riducendo la capacità delle aziende innovatrici di raccogliere fondi tramite indebitamento. Inoltre le imprese innovative utilizzano, specie nelle fasi iniziali, ingenti livelli di capitale umano: il fabbisogno di fondi deriva dall'esborso per gli stipendi al personale tecnico-scientifico

Il finanziamento dell'innovazione nelle PMI

- Si parla in questo caso di vera e propria assenza di mercato (**missing market**) per il finanziamento dell'innovazione.
- Per le peculiarità che l'innovazione riveste sono molto più funzionali al problema i cosiddetti “capitali pazienti”, cioè quei fondi che vedono un loro ritorno nel lungo periodo e che sono in grado di sopportare rischi elevati, sebbene con dissimili gradi d'intensità a seconda del ciclo di vita che le imprese attraversano.



operatori specializzati in investimenti in capitali di rischio

PRIVATE EQUITY

Il finanziamento dell'innovazione nelle PMI

I soggetti specializzati nel finanziamento del capitale di rischio delle imprese minori

| Finanziatori di capitali di rischio | Caratteri delle imprese partecipate | Fase del ciclo di vita della partecipata | Tipo di partecipazione posseduta | Ambito di intervento nella partecipata | Finalità dell'investimento |
|---|--|---|---|--|--|
| Fondi chiusi | Imprese non quotate di medio-piccola dimensione a elevato rischio | Consolidamento dello sviluppo e prima maturità | Minoranza e di media durata; la durata è definita nella fase di ingresso nel capitale della partecipata e può essere variata solo in date circostanze | Assistenza tecnica e di gestione; controllo strategico ed informativo di media intensità | Conseguire guadagni in conto capitale e favorire lo sviluppo della partecipata |
| Fondi aperti | Imprese quotate, di medio-grande dimensione e a rischio basso o nullo | Fase centrale della maturità | Minoranza e di durata variabile | Controllo informativo, ma nessuna ingerenza nella gestione aziendale | Impiego dei risparmi raccolti sul mercato secondo idonee politiche di diversificazione del portafoglio |
| Venture capitalists in senso stretto: corporate venture capitalists, operatori dell'informal private equity (business angels) | Imprese non quotate di piccola dimensione e ad elevato rischio | Start up e primo sviluppo (Seed Financing, Start up Financing, First Stage Financing) | Minoranza, di durata medio lunga, per consentire l'irrobustimento della partecipata | Assistenza tecnica e di gestione; controllo strategico e informativo di elevata intensità | Conseguire elevati capital gain e sostenere la nascita ed il primo sviluppo della partecipata |
| Merchant Banks | Imprese non quotate di varia dimensione, caratterizzate da basso rischio e da buone prospettive di quotazione | Consolidamento dello sviluppo e maturità (Bridging financing e replacement capital financing) | Minoranza, di durata breve o media, subordinata alle possibilità di quotazione della partecipata | Assistenza e consulenza finanziaria; controllo informativo e modesta ingerenza nella gestione della partecipata | Guadagni in conto capitale e per remunerazione dei servizi di consulenza atti a favorire eventuali ingressi in borsa della partecipata e la ristrutturazione del capitale di proprietà |
| Finanziarie regionali | Imprese non quotate di piccola e media dimensione caratterizzate o da buone prospettive di consolidamento o da situazioni di crisi. Le imprese sono localizzate nella stessa regione delle società finanziarie | Consolidamento dello sviluppo e fasi di declino (turnaround financing) | Minoranza e con durata di lungo termine; la durata dipende dalle capacità di sviluppo o di uscire dalla crisi della partecipata | Fornitura di servizi reali alle imprese partecipate e controllo informativo su di esse. L'ingerenza nei processi decisionali delle imprese è modesta | Stimolare lo sviluppo delle imprese minori a livello locale e contrastare eventuali squilibri territoriali, settoriali e dimensionali dell'area |

Innovazioni finanziarie per le PMI

Con riferimento alle innovazioni nei canali e negli strumenti di finanziamento delle PMI, si segnalano le seguenti novità:

1. la possibilità per le start up innovative di accedere a capitali di rischio tramite la rete internet (**equity crowdfunding**), rivolgendosi ai risparmiatori *on line* attraverso portali, come recentemente regolamentato dalla Consob (luglio 2013).

2. In sostanza, con **il crowdfunding** si consente alle imprese (normalmente neo-costituite) di raccogliere capitali di rischio per il tramite della rete internet svolgendo quindi un appello al pubblico risparmio rivolto a un elevato numero di destinatari (“**crowd**”) che nella prassi effettuano investimenti di modesta entità.



6 La finanziarizzazione dell' economia

Il fenomeno della “finanziarizzazione” allude all’egemonia della cultura finanziaria su quella industriale a causa di:

- progressiva affermazione dei processi di istituzionalizzazione del risparmio:
- crescente apertura internazionale dei mercati finanziari, con maggiore circolazione e mobilità dei capitali tra i vari Paesi;
- le aziende vengono considerate dal soggetto di comando come una forma di investimento finanziario, sicché l’impresa, oltre ad essere un impiego di risorse per l’azionista, rappresenta anche un trasformatore di capitali raccolti sul mercato finanziario in un portafoglio di attività differenziate che persegue l’obiettivo di ridurre il rischio e massimizzare il rendimento per l’investitore.



Conclusioni

1. Il fabbisogno finanziario varia nel tempo e nello spazio
2. La funzione finanziaria d'impresa serve a trovare soluzioni adeguate per coprire il fabbisogno finanziario e per allocare in modo ottimale le risorse
3. La finanza rappresenta spesso un fattore di vincolo alla crescita dell'impresa, oltre che causa di crisi
4. La finanza per l'innovazione è diversa da quella adottata nei processi di gestione corrente: occorrono capitali pazienti
5. Il ricorso al mercato mobiliare può favorire la crescita e il sostegno a processi innovativi