

## MINIBOND E CAMBIALI FINANZIARIE: STRUMENTI PER RIPENSARE AL RUOLO DEI CONSULENTI D'IMPRESA O UN PALLIATIVO IN ATTESA CHE RIPRENDA IL CREDITO BANCARIO?

Leonardo FRIGIOLINI

Già Presidente e Amministratore Delegato di Unicasim SpA –  
Founder della Frigiolini & Partners, società di consulenza alle imprese

*Alla fine del 2012 il legislatore nazionale ha sciolto molti dei vincoli civilistici e fiscali che impedivano alle PMI domestiche di ricorrere all'emissione di obbligazioni e di carta commerciale in luogo del credito bancario tradizionale, ma questo nuovo e suggestivo mercato, ad oggi, è ancora sostanzialmente potenziale e le stesse aziende interessate (e purtroppo una buona parte dei loro rispettivi consulenti) permangono in una condizione di severa asimmetria informativa di fronte a questo nuovo scenario che sottende invece delle interessanti opportunità di medio e lungo periodo. Vale allora la pena di investire in "cultura specifica" e prepararsi ad accompagnare le aziende in questo nuovo viaggio o siamo di fronte ad un fuoco di paglia destinato inesorabilmente a spegnersi? Questo il driver che anima le riflessioni che seguono.*

Iniziare a ricostruire gli eventi occorsi dal 2008 ad oggi nel mondo finanziario è un esercizio quanto mai pericoloso. Sette lunghi anni nella speranza di digerire l'ultima bolla speculativa in ordine di tempo (partita negli Stati Uniti dai mutui *subprime*) rappresentano un tempo mai visto in precedenti periodi di crisi. Una bolla che, va ricordato, da puramente finanziaria, si è trasformata prima in una crisi di liquidità e in conseguenza di ciò in una severa crisi delle imprese, contagiando dunque l'economia reale.

Già al giro di boa del 2011 si pensava che fosse possibile intravedere la luce in fondo al tunnel, ma questo tunnel era (ed è) davvero lungo e passa nel cuore di una montagna al punto che ancor oggi, dopo oltre 2500 giorni dal fatidico *frame* dello scatolone in mano agli impiegati della Lehman che tutti abbiamo impietosamente visto nei telegiornali di allora, si stenta ancora ad intravederne la fine.

Dobbiamo prendere atto che da un problema finanziario siamo passati ad un problema di economia reale e da una situazione troppo spesso ritenuta "congiunturale", taluni eccessi del passato hanno ormai evidenziato che il problema è di carattere "strutturale", come per il caso del credito alle imprese.

Le nostre imprese (e parlo della struttura classica della PMI domestica secondo la definizione UE, quella che prevede come asticella minima il combinato disposto di non meno di 10 addetti e non meno di 2 milioni di euro di fatturato), dal dopoguerra ad oggi, hanno via via raggiunto livelli di finanziamento da parte del sistema bancario in taluni casi superiore al 70%-80% delle passività finanziarie iscritte a bilancio, contro le proprie omologhe dell'Europa Continentale e soprattutto del mondo anglosassone abituate a chiedere un supporto al sistema bancario in misura assai più contenuta (compresa fra il 30% e il 50%).

È davvero pericoloso (oltre che illusorio) pensare che per le nostre aziende vi sia ancora spazio per aumentare ulteriormente questa esposizione (al di là degli aggiustamenti che vedranno certamente favorite le imprese con residuo merito di credito rispetto a quelle con *rating* più scadente) e una cosa è certa: dato il livello di CET1 delle nostre banche, il credito concesso alle imprese è già oggi addirittura superiore a quello che sarebbe stato opportuno erogare (in base ad un corretto assorbimento di capitale) e dunque, unitamente al livello dei crediti deteriorati che è stato raggiunto, è ragionevole pensare che le banche saranno più orientate a chiudere taluni rubinetti piuttosto che ad aprirne dei nuovi. Uno studio ormai vecchio di due anni indicava la contrazione stimata del credito bancario nell'ordine di 150 miliardi di euro e, per converso, il centro studi di Confindustria identificava una necessità di nuovo credito nei cinque anni dalla data dello studio (di cui due già passati...) compreso nella forchetta fra i 90 ed i 150 miliardi di euro. Il giochino complessivo veniva dunque quantificato in non meno di 300 miliardi di euro e la cosa sorprendente (in negativo) è che, di questi, ben 100 miliardi di affidamenti bancari sono stati già revocati alle imprese (in questi ultimi due anni dall'uscita dello studio) mediante la riduzione dell'accordato in occasione del periodico rinnovo. Alla prima scadenza periodica, ormai tradizionalmente, la banca propone di *default* un *haircut* del 10%, 15%, 20% dell'accordato e ciò ha prodotto la contrazione complessiva sopra indicata. Questo significa anche che siamo di fronte ad una esigenza di *deleveraging* bancario che cuba, sulla base delle odierne proiezioni, non meno del 15% dell'intero monte fidi concesso dal sistema e nei prossimi 15 anni potrebbe arrivare al 25%-30%. Cifre da capogiro! E la risposta?

La risposta sulla bocca di tutti è: bisogna andare sul mercato!

Ma se è facile pronunciare la parola "mercato", forse più difficile è declinarla in modo corretto e non va dimenticato il ruolo dell'oste che alla domanda se il vino che vende è buono non risponderà certamente di no... Il decreto crescita<sup>1</sup> ed il decreto sviluppo-bis<sup>2</sup> hanno reso più "digeribili" due strumenti antichi come il mondo, i quali declinati in salsa tricolore non potevano fino ad allora funzionare a dovere, a causa dell'uso improprio che la creatività degli imprenditori aveva in allora diffusamente generato. Da un lato il famigerato tutto italiano art. 2412 c.c. che limitava l'emissione delle obbligazioni da parte delle imprese non quotate a non più di due volte il patrimonio netto; difficile per un'impresa sottocapitalizzata poter trovare utile un approvvigionamento mediante l'emissione di obbligazioni di importo così esiguo.

Molto più pesante invece il secondo limite, quello legato alla fiscalità, che per questo genere di attività, cadute sotto la mannaia della c.d. Legge Amato<sup>3</sup>, si prestavano prima di allora ad arbitraggi fiscali facendo competere la tassazione degli interessi percepiti su un'emissione obbligazionaria (quasi sempre sottoscritta dai soci stessi) con la tassazione ben più severa sui dividendi, spingendo la creatività imprenditoriale a travestire da interessi passivi la ricchezza che invece avrebbe dovuto essere correttamente vestita da utili di bilancio.

Venuto oggi meno l'interesse a tale arbitraggio, considerata la necessità per le banche di rimanere entro i parametri di Basilea, con una certa dose di coraggio sono state introdotte dal legislatore, alla fine del 2012, le opportune modificazioni che hanno riportato in vita le obbligazioni e le cambiali finanziarie<sup>4</sup>.

Le prime ribattezzate "*minibond*", in modo forse poco elegante, molto probabilmente per

1 DL 22.6.2012 n. 83, conv. L. 7.8.2012 n. 134.

2 DL 18.10.2012 n. 179, conv. L. 17.12.2012 n. 221.

3 L. 30.7.1990 n. 218.

4 Si v. anche Germani A., Mariotti F. "I minibond quale strumento per il finanziamento delle PMI: profili civilistici e fiscali", in questo numero, p. 47 e ss.

trasmettere la sensazione di un facile accesso da parte anche dei piccoli emittenti potenziali (anche su piccole *sizes*) e le seconde, le "cambiali finanziarie", ribattezzate da taluni "commercial paper" sia in onore di analoghi strumenti trattati dalle banche parecchi anni prima, sia (forse) per l'atavico rifiuto dell'italiano medio verso quell'inquietante "lenzuolo di carta" chiamato "cambiale" grazie al quale però, non va dimenticato, è stata costruita l'Italia (soprattutto quella delle quattro ruote...) negli anni del boom economico, divenuta invece nel tempo fonte di preoccupazioni per le conseguenze di carattere esecutivo che incorporava in sé nel caso di insolvenza.

Fatta l'Italia adesso però bisogna fare gli italiani e anche su questo fronte, definita la *technicality* di massima di tali strumenti (cui, per completezza espositiva, si aggiunge nei medesimi decreti *l'equity crowdfunding* che però non è oggetto di trattazione in questa sede), bisogna creare velocemente le condizioni (a) per portare le PMI all'emissione "strutturale" e dunque "non occasionale" di questi strumenti di *deleveraging* bancario e (b) far capire agli investitori professionali (perché è a loro che è riservato questo genere di strumenti, diversamente da altre esperienze europee in particolare tedesche che si sono rivelate a dir poco rovinose per le povere *frau Mueller*, l'equivalente della nostra massaia di Voghera...), che vale la pena di prendere in esame questi interessanti strumenti di tesoreria.

In pratica, nell'immediato *post* decreto non c'erano emissioni sul mercato e quelle che pian piano vedevano la luce, di fatto, non trovavano facile assorbimento fra gli investitori. La quotazione sui mercati non regolamentati (MTF quali l'extraMOT Pro di Borsa Italiana) è semplicemente virtuale (sono scarsissime infatti le transazioni reali) e si tratta dunque di strumenti altamente illiquidi, da maneggiare con cura, come tali, fra attori qualificati.

Ecco, allora, anche in conseguenza di una opportuna spinta del legislatore, l'approssimarsi della tecnica del "sasso nello stagno". Una prima onda di pressione è stata quella di classificare fra i *minibond* le emissioni di aziende

come Bormioli, Barilla, Cerved per animare le statistiche di questo *cluster* di strumenti finanziari, dimostrando che stava nascendo un mercato; tuttavia è corretto ricordare che questo genere di strumenti (ma soprattutto questo genere di emittenti) non poteva che essere annoverato fra i maxi-emittenti e non fra i "mini"... pur se non quotati. Questo peraltro nulla modificava rispetto al passato, in quanto questo genere di aziende, in grado di piazzare sul mercato strumenti in quantità industriale aiutata dalle grandi banche sistemiche domestiche e internazionali, potevano già approcciarsi a tali strumenti finanziari.

La versa sfida era invece quella di portare una PMI vera e propria, magari con soli 10-15 milioni di euro di fatturato ad emettere veri strumenti finanziari per controvalori di 1, 2, 3 milioni di euro o ad emettere strumenti che supportassero l'attivo circolante, in quest'ultimo caso per uscire dal giogo delle anticipazioni bancarie su fatture (o del *factoring*) e dunque utilizzando in modo più equilibrato le linee di credito concesse dal sistema bancario. Può apparire strano ma due anni fa, quando è uscito il DL 179/2012, era più difficile collocare 3 milioni di *minibond* o una cambiale finanziaria da 500 mila euro (di una vera PMI), piuttosto che un *bond jumbo* di una grande azienda ancorché non quotata.

Non è che oggi le cose siano cambiate di molto, ma quello che ha fatto un po' di strada è la consapevolezza che questo genere di strumenti ci accompagnerà (chi scrive ha fondato motivo di ritenerlo) per i prossimi venti o trent'anni; dunque, ciò che conta oggi è iniziare a creare le "condizioni di sistema" piuttosto che affannarsi a rincorrere un singolo piccolo emittente, con la paura che venga intercettato da un concorrente. Il fatto che la partenza sia gioco-forza lenta non deve preoccupare più di tanto, pur se è necessario già da oggi lavorare per creare le condizioni per la nascita di un sano ecosistema che ne favorisca lo sviluppo.

La prima risposta dei mercati, in realtà, è venuta paradossalmente dal sistema bancario (quello che con maggiore facilità dispone del

cash). Sono nati circa trenta fondi c.d. "*minibond*", autorizzati da Banca d'Italia, (molti di emanazione bancaria), con caratteristiche di *fondi alternativi riservati*, chiusi, con vita media di circa sette anni + mediamente due anni di *grace period*, i quali hanno da subito dichiarato *target* di raccolta nell'ordine di 100-150 milioni di euro ciascuno, la cui raccolta totale ad oggi (considerandoli per quando saranno "pieni" cosa che ad oggi non è...) rappresenta una potenza di fuoco complessiva, in risposta al problema sopra quantificato (che ricordiamo essere di 300 miliardi) di soli tre miliardi di Euro!

Una goccia nel mare: tutti insieme questi fondi rappresentano dunque, ad oggi, non più dell'1% del problema per come è stato teoricamente rappresentato nello studio sopra citato. Dunque, la risposta – pur se interessante a livello di "messaggio" – rappresenta quello che nelle motociclette di un tempo si chiamava "il cicchetto" e cioè quelle poche (pur se preziosissime) gocce di benzina che servivano ad attivare la reazione esplosiva nei cilindri... Ma allora il problema vero come lo potremmo risolvere?

A dire il vero, a parere di chi scrive, si tratta di un tema certamente più "culturale" che puramente "finanziario". Si tratta cioè di creare le condizioni perché gli attori principali (emittente, sottoscrittore, *advisor*, *arranger*) possano costituirsi "in filiera", abbandonando le logiche "concorrenziali pure" di pregressa memoria che vedevano l'azienda lontana anni luce anche solo dalla comprensione del potenziale di mercato, i sottoscrittori professionali tipicamente orientati alla sottoscrizione di fette enormi di *Govies* Italiani (BTP, CCT) e i naturali *tutors* del cliente assenti o confusi nei ruoli.

Ancora oggi la maggior parte degli *advisors* naturali delle imprese (ad esempio, i Commercialisti e gli Avvocati) alla domanda "*con chi si deve parlare per l'emissione di un minibond?*" tendono a rispondere: "*con la Banca*". Questa è una contraddizione in termini, poiché tali strumenti per funzionare **devono rappresentare l'alternativa alla Banca** e

non venire utilizzati in modo complementare o peggio addomesticato dagli stessi soggetti che da un lato fanno i concedenti il credito e dall'altro si propongono come *arrangers* o *sponsors* di strumenti finanziari alternativi. Come mi piace dire, il mercato è altra cosa dalla banca.

La banca è un eccellente fornitore di materia prima (il denaro) che opera sulla base di variabili macroeconomiche e sulla base di un proprio *business plan*. Il mercato è invece un'altra cosa (o almeno dovrebbe essere considerato tale): è un agorà, un territorio neutro nel quale si incontrano "al giusto prezzo" la domanda e l'offerta di una merce (in questo caso il denaro). Ma allora perché prendere un taxi (la banca) per andare "a mercato" e non organizzarsi autonomamente per andarci da soli? **Il problema è prettamente culturale.** In gergo si definisce "asimmetria informativa", nella quale versa certamente la PMI classica Italiana e purtroppo, molto spesso, anche il consulente dell'impresa. Abbattere l'asimmetria informativa (o almeno ridurla) significa creare un'alternativa sana al credito bancario rivolgendosi ad operatori diversi dalla banca interessati ad un corretto premio per il rischio. In linea puramente teorica la liquidità sul mercato è tale che quest'ultimo può assorbire qualunque quantità al giusto prezzo, diversamente dal sistema bancario che alla fine è pur sempre un mero fornitore dell'Azienda (e non un pozzo di San Patrizio come troppo spesso in passato lo si è considerato), è soggetto alle limitazioni derivanti dal contesto economico, dal proprio patrimonio di vigilanza disponibile, dalla politica del proprio management e dalle variabili critiche quali il costo della provvista e la quantità di liquidità disponibile.

In questo percorso culturale anche l'impresa deve fare il proprio compito: deve certamente fare un grosso sforzo per sovvertire il paradigma tutto italiano dell'imprenditore "*faccio tutto io*". In Italia il *key man* di una PMI (spesso a conduzione familiare) passa dalle trattative commerciali con clienti e fornitori al rinnovo dei fidi dell'azienda, dalla conciliazione

con l'Agenzia delle Entrate al saldo e stralcio con i clienti, dalla politica di prezzo da attuare alla pagina di pubblicità sul giornale locale, dall'assunzione dei dipendenti al loro licenziamento, e questo rappresenta un severo limite, sia culturale che fisico, per uno sviluppo sano ed equilibrato dell'impresa. Questo genere di imprenditore molto spesso non conosce il mercato e dunque soccombe quando è costretto a capitalizzare l'azienda o quando arriva il momento del cambio generazionale o della *way out*. Tipicamente, non essendo in grado di rivolgersi autonomamente al mercato, è spesso preda facile dei fondi di *private equity*, i quali che disponendo di ingenti risorse finanziarie finiscono col guidare le danze. Si tratta forse di una eccessiva semplificazione ma questo non è molto lontano dalla realtà domestica che riguarda le PMI. A questo si aggiunga **la cronica sottocapitalizzazione della PMI classica italiana e la diffidenza verso qualunque genere di pubblicità e di trasparenza informativa (in senso tecnico) verso il mercato**. Questo spinge a ritenere che per sviluppare in modo sano questo mercato potenziale, sia più opportuno prima far crescere la cultura aziendale verso la trasparenza e gli *standard* di mercato e solo dopo affrontare un piano di possibili emissioni di strumenti finanziari. Pur ipotizzando che le aziende con un colpo di bacchetta magica siano da subito pronte ad emettere questi nuovi strumenti finanziari, facendo della trasparenza informativa la propria bandiera, quale genere di "strato intermedio" troverebbero pronto ad attenderle? Certamente non potendo fare tutto da sole dovrebbero rivolgersi a dei "consulenti" intermedi (o intermediari) *versus* mercato. E a chi compete il ruolo di consulente naturale di una azienda pronta ad emettere strumenti finanziari alternativi al debito? È ragionevole pensare che lo siano, *in primis*, i Commercialisti e gli Avvocati d'affari ove siano pronti ad incarnare questo novello Virgilio, in grado di accompagnare l'Azienda in questo affascinante viaggio verso il mercato, confrontandosi con gli intermediari incaricati di fare gli *sponsors* o gli *advisors* nell'ambito di una vera e propria "filiera mul-

tidisciplinare" efficace ed efficiente. Ma è proprio così? I quasi 400 mila professionisti iscritti in Italia (fra i primi e i secondi) sarebbero tutti in grado oggi di indicare la giusta via alle rispettive imprese-clienti per andare sul mercato? È onesto arrendersi all'evidenza dei fatti e prendere atto (non senza qualche preoccupazione) che non è del tutto così. E non c'è di che stupirsi visto che, in assenza di una autonoma e consapevole domanda di consulenza (da parte delle aziende), è ancora scarsamente diffusa la corrispondente autonoma capacità di fornire risposte strutturate da parte di molti professionisti (quanto meno a livello statistico macro) che pure sono e restano i principali "consiglieri" e "confidenti" delle imprese loro clienti, nella quotidianità per quanto afferisce al campo economico-finanziario, reddituale, patrimoniale, fiscale e (cosa che dovrebbe essere) strategico e di pianificazione.

Questo non significa che non esistano oggi in Italia degli studi professionali in grado di fare attività consulenziale di altissimo livello, ma certamente la gaussiana che ne descrive la distribuzione ha una forma auto-esplicativa. Troppo spesso il posizionamento dei professionisti è focalizzato su attività classiche, in molti casi di carattere più squisitamente esecutivo, in tal'altri ancora preistoricamente ragionieristico-contabile, e quasi mai focalizzate su questi nuovi strumenti per i quali si ritiene (a torto) che trattandosi di denaro sia necessario parlarne *in primis* con la banca, la quale poi saprà ben suggerire o fare quel che serve...

Eppure **il consulente dell'impresa è il primo tassello di quella che abbiamo definito "filiera multidisciplinare"** che deve prevedere soggetti per prima cosa indipendenti ed esenti da conflitto di interessi (dunque non spinti dal veicolare taluni consigli finanziari in luogo di altri), in grado di accompagnare l'azienda lungo un percorso di avvicinamento al mercato gestendo sia il fenomeno in sé (dal punto di vista strategico) che la platea anche di altri indispensabili interlocutori che entreranno in partita lungo il percorso, a guisa di un film. Ecco, l'emissione di uno strumento fi-

nanziario non è una successione di fotogrammi o un album di fotografie, bensì un film in cui è il regista che guida le danze, anche se non viene mai inquadrato e non si vede che c'è (ma si sa che esiste ed è pacifico che sia indispensabile alla sua realizzazione). Il protagonista è invece l'azienda, e il film finisce bene se il protagonista riesce a raggiungere l'obiettivo finale; in questo caso ottenere la fiducia (e il denaro) da parte del mercato.

Il primo *test* di emissione è davvero importante perché è quello che potrà dare il viatico verso la parziale e progressiva indipendenza dell'azienda rispetto alle fonti di finanziamento, oppure farla ripiombare nel calmiere della concessione degli affidamenti (meramente potestativa) da parte del sistema che, non dimentichiamolo, deve comunque anche preservare, con una politica di impieghi che è giusto pretendere "sana e prudente", il denaro dei depositanti.

Superato "il perché" rivolgersi a questi strumenti e con quale *habitus* (mentale prima di tutto), appurato attraverso quale canale di "accompagnatori" perseguire questa alternativa al credito tradizionale, può essere utile distinguere i due citati strumenti (*minibond* e cambiali finanziarie) in funzione della finalità e della struttura intrinseca.

In modo semplicistico, lungo la curva di durata, la cambiale si colloca tra 1 e 36 mesi e il *minibond* dai 36 mesi in su, tipicamente fra i 5 e 7 anni, ma non vi è un limite superiore. **Il primo dei due strumenti è utile a supportare l'attivo circolante dell'azienda, il secondo è tipicamente mirato ad investimenti o acquisizioni**. Il primo è in prevalenza *bullet* (date le caratteristiche intrinseche), mentre il secondo può essere *amortizing* (con o senza preammortamento) oppure *bullet*.

Se analizziamo le aziende per come si sono strutturate nel "tiraggio" del credito bancario, vediamo che almeno otto su dieci hanno già maturato esperienza di linee di credito bancario autoliquidante (anticipi su fatture o *factoring*) mentre diversa, e più rarefatta, è la proporzione delle aziende che nella loro vita hanno avuto la necessità di attingere a risorse

per la realizzazione di operazioni di m/l termine di importo significativo per acquisizioni o investimenti (diversi dal primo impianto tipicamente realizzato mediante l'accesso a crediti di natura ipotecaria). Spesso quando si analizza il credito utilizzato da un'azienda, si rileva una pericolosa ed endemica commistione fra le due curve di durata, con le linee di breve che arrivano ad essere utilizzate per investimenti generando così, dall'altra parte, una tensione sugli affidamenti alle scadenze ricorrenti più critiche per il *cash flow* (ad es. per pagamento degli stipendi, delle imposte, ecc.).

Se dovessimo immaginare di realizzare un programma corretto di avvicinamento al mercato da parte di una PMI potremmo ragionevolmente pensare che **il momento migliore per emettere una cambiale finanziaria o un minibond sia paradossalmente quello in cui non servono i soldi**. Non c'è cosa più delicata (e diseducativa) che iniziare un percorso culturale di avvicinamento all'emissione quando scatta (o è già scattata) un'esigenza cogente di liquidità. In questo caso si rischia di dover bruciare le tappe al solo fine di non deludere le aspettative dell'azienda la quale in quel momento (frintendendo il percorso, se spiegato male) non mira a costruire un **test-campione in house** (da analizzare poi dopo l'esito favorevole dell'emissione stessa), ma a raggranellare denaro in questo nuovo giro di *waltzer* magari negato poco prima dal sistema bancario. Questa condizione è l'anticamera di una pessima figura con l'azienda da parte degli *advisors* che dovessero lasciarsi trascinare nel consenso a prestare la propria opera professionale, e ancor peggiore con il mercato, che rischia di esporre sia l'azienda sia il consulente o l'intermediario ad un severo rischio reputazionale (oltre a non garantire la risoluzione del problema se questo resta di tipo meramente finanziario).

Il *test* va costruito in laboratorio, a prescindere dall'esigenza finanziaria attuale ed effettiva dell'azienda (e a questo soprattutto la cambiale finanziaria ben si presta), identificando un credito o un gruppo di crediti dell'azienda con scadenza a certo tempo data (tipicamen-

te a 6-12 mesi), immaginando di ricevere dal mercato una anticipazione in attesa che questi crediti vadano all'incasso. Quando saranno incassati verrà estinto lo strumento finanziario con l'aggiunta dell'interesse pattuito. Un buon test è di importo piccolo, del tutto slegato dal fabbisogno finanziario reale, caratterizzato da una identificazione di crediti puntuale, possibilmente in cui il debitore identificato sia un buon debitore, spiegando in modo chiaro, esaustivo e trasparente tutto questo al mercato. Così facendo si "addestra" l'azienda a richiedere denaro al mercato limitando il "tiraggio" delle linee di credito autoliquidanti. Questo favorisce un più equilibrato utilizzo del credito bancario (riscontrabile anche sulla centrale rischi), il che determina indirettamente, nel tempo, un miglioramento del *rating* bancario creando altresì un *buffer* di credito inutilizzato sempre pronto come potenza di fuoco residuale a disposizione dell'azienda presso le banche. Anche solo una cambiale finanziaria di importo ridotto (del tutto equivalente ad una anticipazione che si poteva tradizionalmente ottenere sul conto anticipi fatture) determina per l'azienda un *case history* perché costringe – come si dice in gergo – a "sporcare il book", evidenziando in termini principalmente didattici qual è stato l'intero "giro del fumo" per addivenire all'emissione, quali sono i rischi, le opportunità, le *technicalities*, i colli di bottiglia, l'umore degli investitori, i tassi applicati, i costi, i tempi *standard* da considerare e, non di meno, i benefici derivanti dal minor utilizzo del credito bancario (come diceva la pubblicità... "anche la vostra banca se ne accorgerà" e guarderà l'azienda con occhi diversi).

Dal lato degli investitori dobbiamo pensare che la cambiale finanziaria somiglia molto ad un "*pronti contro termine*" (anche se questa definizione è in questo caso tecnicamente impropria, ma rende bene l'idea), con un premio per il rischio che viene quotato oggi fra il 3,5% e il 5% su base annua, ma che a regime potrebbe scendere, *hic rebus stantibus*, nell'intorno del 3% su base annua oltre alle commissioni di intervento. A questi tassi il WACC potrebbe risultare equilibrato per l'azienda e

la diversificazione delle fonti decisamente migliorata, per non parlare dell'effetto "visibilità". Chi scrive ritiene che ogni Commercialista o Avvocato che abbia dei Clienti *corporate* dovrebbe cimentarsi nell'affiancamento degli stessi in almeno una emissione-campione, entrando a far parte di quella filiera naturale composta dall'azienda, dal consulente di questa (per l'appunto il Commercialista o l'Avvocato), da un intermediario finanziario indipendente (nel ruolo di *sponsor*), dal revisore, dall'eventuale garante (soggetto quest'ultimo che con il proprio intervento assicura la riduzione del rischio e dunque del costo per l'emittente, rendendo almeno teoricamente assai più ghiotto lo strumento finanziario), e infine dall'investitore professionale. Se anche solo tre Commercialisti e tre Avvocati d'affari per ciascuna provincia italiana facessero un test-campione di emissione di cambiale finanziaria da 500.000 euro sul loro migliore cliente (su un solo cliente a testa!) ne scaturirebbe in un colpo solo un monte emissioni-test pari a ben 300 milioni di euro (ovvero il 10% del *target* di raccolta dichiarato ad oggi da tutti i fondi *minibond* sopra citati!). Da qui la chiara percezione del potenziale che hanno questi nuovi strumenti che nel caso della cambiale finanziaria si prestano ad un utilizzo soprattutto *revolving* (ricorrente ed ovviamente nel tempo crescente rispetto al primo test-campione). Difficile in un breve articolo scendere nel dettaglio di questi nuovi affascinanti e per certi versi suggestivi strumenti innovativi. Quello che è importante evidenziare, però, è che difficilmente gli ingredienti "chimici" si combineranno da soli a creare la reazione voluta. Ci vuole un catalizzatore, una regia, che spesso in questa fase stimoli i vari attori di questo film i quali magari da soli non riescono ad immaginarsi "in partita" se non glielo dice l'allenatore. Ebbene fra questi protagonisti ci sono prima di tutto le aziende che devono compiere quel salto di qualità culturale per immaginare nuovi scenari di sviluppo e nuovi contesti competitivi rispetto alla "conduzione familiare" nemica spesso del cambiamento, ma subito dopo ci sono i **consulenti delle aziende**

ovvero, *in primis*, i Commercialisti e gli Avvocati i quali godono già della stima da parte dell'imprenditore per essersela guadagnata sul campo negli anni e che oggi possono davvero prenderli per mano indicando loro la strada per migliorare l'efficienza delle rispettive aziende. Il segreto per il successo potrà essere dunque così evidenziato:

- non attendersi risultati strutturali il giorno dopo, ma mettere in preventivo qualche falsa partenza o qualche difficoltà maggiore del previsto durante le operazioni di *test* e finché il mercato sarà poco popolato;
- lavorare sul piano culturale e non su quello

finanziario-puro: *andare a mercato* sottende un nuovo modo di pensare e non solo la necessità di raccogliere quattrini che il fornitore classico (la banca) sta centellinando; - fare almeno un esperimento campione per ciascuna azienda selezionata come eligibile, piccolo ma sufficiente a riprodurre l'intero percorso di emissione, dalla pianificazione strategica fino alla ricezione del denaro dal mercato e subito dopo vivisezionarlo in ogni dettaglio con l'azienda, introducendolo strutturalmente fra le passività finanziarie solo quando è stato ben compreso e dopo un'attenta pianificazione.