

È il problema più avvertito dalle aziende. Le soluzioni dei legali per scongiurare il blocco del business

Pmi, missione liquidità per gli studi Avvocati in cerca di risorse anticrisi

Pagine a cura di **Dario Livi**

Caccia alla liquidità per superare indenni la ricaduta in recessione e arrivare pronti al momento della ripresa.

La mancanza di cash è la preoccupazione più urgente per la maggior parte delle aziende italiane in questa fase. Un'esigenza che chiama in causa gli studi d'affari, in molti casi incaricati direttamente dal top management di cercare soluzioni immediate per attenuare il problema. Le risposte possibili sono numerosi, dall'allungamento dei termini di pagamento per i casi meno preoccupanti all'ingresso delle banche creditrici nel capitale delle aziende, dalla cartolarizzazione dei crediti non performanti fino alla creazione di strumenti finanziari in favore dei dipendenti o fornitori per ristrutturare il debito aziendale, ma tutte con pro e contro da bilanciare alla luce delle specifiche esigenze dell'impresa interessata. Oltre che della situazione in cui si trovano gli istituti di credito, stretti in questo periodo dal peso dello spread sui costi di raccolta e la necessità di ridurre le erogazioni a rischio per rispettare i parametri sempre più stringenti imposti dalle autorità europee. Sulla scia dell'esperienza statunitense, inoltre, cresce il ricorso a forme di partecipazione societaria da parte dei creditori, anche se non sempre è facile trovare un punto di equilibrio tra le aspettative dell'imprenditore, che non vuole rinunciare alle sue prerogative di gestione, e i nuovi entranti.

Partire dal check-up

«L'attuale situazione congiunturale ha creato una situazione paradossale», commenta **AvvocatiOggi** **Gianluca Santilli**, partner di **Lexjus Sinacta**. «Da un lato le aziende hanno necessità di liquidità per competere e svilupparsi,



Gianluca Santilli

quindi ricchezza ed i presupposti per uscire dalla recessione e, dall'altro, il sistema creditizio, il



Roberto Sparano

cui fine è impiegare mezzi finanziari a favore di chi sia in grado di valorizzarli restituendoli con un equo tasso di interesse, non finanzia le aziende per paura o, peggio, per mancanza di liquidità che genera tassi non sostenibili». Da questo contesto discende un avvertimento negativo, difficile da arrestare. In questo contesto, per Santilli, l'avvocato può diventare il «traduttore» delle esigenze imprenditoriali, andando a caccia dei meccanismi più idonei per accedere al credito bancario. «A cominciare dall'eliminazione dei settori operativi deficitari, per poi proseguire snellendo la catena di controllo e separando le attività aziendali da quelle personali, considerato che spesso alle banche viene presentata una situazione societaria confusa oppure inutilmente complessa o poco trasparente per quanto attiene gli assetti proprietari».

«Quando si affronta una situazione difficile sotto il profilo della liquidità occorre innanzitutto capire se la crisi sia dovuta alla crisi economica, e quindi di carattere finanziario/strutturale o a questioni industriali», osserva **Roberto Sparano**, partner di **Carnelutti**. «Nel secondo caso, che può essere dovuto ad esempio alla scarsa appetibilità dei prodotti offerti o alla difficoltà di competere con concorrenti italiani e stranieri, il piano di ristrutturazione è sicuramente più complesso». Il legale cita un'esperienza professionale, che lo ha visto assistere un'azienda produttrice di frigoriferi e apparecchiature di refrigerazione: «La presenza di player stranieri, soprattutto cinesi con un abbattimento notevole dei prezzi

di vendita», spiega, «aveva reso impossibile continuare la produzione in Italia e anche l'apporto di finanza nuova non avrebbe consentito all'imprenditore di procedere a una sana ristrutturazione del debito della società». In questo caso pertanto l'unica soluzione possibile è stata quella della liquidazione degli asset».

Cresce la compartecipazione dei creditori al destino delle imprese

Nei casi di difficoltà dovute alla congiuntura economica, Sparano rileva un crescente ricorso alla compartecipazione dei fornitori/creditori, sul modello delle procedure americane del Chapter 11. «Secondo la nostra esperienza, è meglio che un'operazione di questo genere sia inquadrata nell'ambito di un concordato preventivo o di una ristrutturazione del debito ai sensi del 182-bis della Legge fallimentare», commenta. «In questo senso più che l'emissione di azioni o obbligazioni, che in alcuni casi sarebbe operazione degli strumenti finanziari partecipativi (Sfp) introdotti dalla riforma del 2003». Una prospettiva che tuttavia deve fare i conti con le richieste delle banche, «che di solito in questi casi chiedono un coinvolgimento pieno nell'attuazione del piano di ristrutturazio-

ne e una serie di meccanismi di controllo». Un po' come accaduto di recente per le banche creditrici del gruppo Ligresti, che hanno chiesto di nominare un chief restructuring officer di propria fiducia.

Pochi spazi per l'azionariato diffuso

In alcuni paesi europei una delle risposte alle crisi aziendali è l'azionariato diffuso. In Germania è stata approvata un anno fa una legge che rende più facile la partecipazione dei lavoratori al capitale delle imprese e anche in Irlanda e Polonia si va in questa direzione. «Difficilmente questa strada può essere percorsa nel nostro paese come alternativa al finanziamento bancario», osserva **Emiliano Conio**, socio di **Presfields**. «Infatti il tessuto produttivo italiano, per ragioni legate alle peculiarità della cultura imprenditoriale da un lato e alla tendenza conservativa del risparmio privato dall'altro, non ha mai contato sull'allargamento della base di capitale per finanziare il proprio modello di business: viste le attuali condizioni di mercato, è improbabile un'inversione di tendenza con effetti nell'immediato». Allo stesso modo Conio vede pochi spazi per gli interventi diretti delle banche nel capitale delle aziende in crisi. «È una soluzione al momento improbabile perché se la ragione di fondo che sta frenando l'eroga-



Emiliano Conio

ni di capitale capaci di sostenere l'attività delle imprese in modo continuativo».

Regole nuove per favorire il ricorso alle obbligazioni

Piuttosto per Conio sarebbe

Supplemento a cura di **ROBERTO MILANCA**
rmlilucca@class.it

ItaliaOggit7

utile «un alleggerimento del peso del finanziamento bancario rispetto all'assetto complessivo del patrimonio di fondi da parte dell'impresa». Una soluzione praticabile facendo ricorso alle riserve di liquidità reperibili sul



Salvatore Giaccio

mercato degli investitori, «in particolare degli investitori istituzionali come assicurazioni, fondi di investimento e fondi pensione. In questo processo l'emissione obbligazionaria potrebbe rappresentare lo strumento più idoneo in ragione della sua natura circolante e della (relativa) semplicità della sua struttura negoziale». Questa sembra la strada preferita tra le imprese di grandi dimensioni (che, nel loro complesso, che nel corso di quest'anno si troveranno a dover rimborsare prestiti bancari per circa 27 milioni di euro e obbligazioni per 9,5 miliardi), soprattutto quelle più note sui mercati internazionali. Nel 2011, le aziende italiane con un rating superiore a BBB- hanno raccolto sul mercato circa 10 miliardi di euro e verosimilmente la tendenza proseguirà anche nell'an-

no in corso. Tuttavia lo sviluppo di questa tendenza evolutiva nel nostro paese non può prescindere da un intervento legislativo per rimuovere gli ostacoli di carattere fiscale che, al momento, disincentivano l'emissione obbligazionaria da parte di società non quotate. «Si tratta di un passaggio obbligato», per Conio. «In caso contrario, considerato il progressivo deteriorarsi della situazione congiunturale, il tessuto imprenditoriale italiano potrebbe trovarsi ad affrontare una situazione di emergenza senza precedenti». Dello stesso avviso è **Salvatore Giaccio**, che ha costituito un nuovo studio legale, **Ubc**, con **Lorenzo Barattini** e **Giuseppe Lo Bianco** (ha sedi a Milano e Bruxelles). «In attesa che le banche riaprano i rubinetti del credito, uno strumento normativo utile per fornire alle imprese la liquidità monetaria indispensabile per migliorare la propria produttività potrebbe scaturire da una nuova disciplina fiscale che renda appetibile agli investitori l'emissione di private bonds da parte di aziende non quotate in borsa, soprattutto delle pmi, che rappresentano la spina dorsale del sistema imprenditoriale italiano». Infatti attualmente la legislazione italiana non consente alle aziende non quotate di beneficiare di due vantaggi fiscali di cui godono quelle quotate quando emettono i bonds: «La deducibilità degli interessi passivi entro i limiti ordinari previsti dal legislatore italiano», spiega l'avvocato, «e la possibilità che le cedole vengano corrisposte agli investitori stranieri al lordo, senza prelievo fiscale in Italia». Un approccio che limita l'internazionalizzazione delle nostre piccole e medie imprese e frenala competitività del sistema Italia.