



*Dipartimento di Impresa e Management  
Cattedra di Finanza Aziendale*

## IL FINANZIAMENTO DELLE P.M.I.

RELATORE

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO

Marco Tonon

Matr. 196401

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

## Indice

<b>1. Introduzione.....</b>	<b>2</b>
<b>2. Il fabbisogno finanziario delle P.M.I.....</b>	<b>7</b>
2.1 Introduzione .....	7
2.2 La valutazione del fabbisogno finanziario .....	8
2.2.1 L'analisi quantitativa.....	9
2.2.2 L'analisi qualitativa.....	12
2.3 La relazione esistente tra crescita aziendale e fabbisogno finanziario .....	13
2.4 Legame tra flussi di cassa, rischi e dimensione aziendale.....	19
2.5 Conclusioni .....	24
<b>3. L'accesso ai mercati finanziari delle P.M.I. in Italia.....</b>	<b>26</b>
3.1 Introduzione .....	26
3.2 Le caratteristiche del fabbisogno finanziario delle PMI.....	28
3.3 Le forme di raccolta di mercato .....	35
3.4 Ammontare e costo delle forme di finanziamento.....	45
3.5 Conclusioni .....	51
<b>4. Soluzioni di finanza innovativa per PMI ad elevato potenziale: la piattaforma ELITE .....</b>	<b>53</b>
4.1 Introduzione .....	53
4.2 La piattaforma ELITE, principali caratteristiche ed evidenze.....	54
4.3 L'impatto della piattaforma ELITE sulle p.m.i. italiane .....	59
4.4 Gli elite basket bond .....	65
4.5 Conclusioni .....	69
<b>5. Conclusioni.....</b>	<b>71</b>
<b>Fonti Bibliografiche.....</b>	<b>74</b>
<b>Appendice.....</b>	<b>78</b>

## 1. Introduzione

“Le possibilità di finanziamento per le imprese italiane sono andate progressivamente riducendosi negli ultimi anni anche a causa della profonda crisi economica e finanziaria che ha colpito l’Europa. Nei prossimi anni si dovrà assistere al passaggio da una struttura finanziaria d’impresa con un capitale di terzi estremamente orientato al canale bancario, ad un’altra in cui convergono anche altre forme di finanziamento” (Dallocchio e Salvi, 2011).

Le interessanti argomentazioni esposte in tale citazione, ricche di implicazioni per la realtà economico-industriale italiana, sono state analizzate nella stesura di questa tesi che si focalizza sullo studio della situazione finanziaria delle piccole e medie imprese italiane, approfondendo le loro scelte di finanziamento e le nuove opportunità loro concesse per il reperimento del capitale.

Le piccole e medie imprese costituiscono, infatti, la struttura portante del sistema economico e produttivo italiano ed è, quindi, molto importante analizzare le loro principali caratteristiche finanziarie. Le p.m.i. italiane hanno una peculiare struttura finanziaria, caratterizzata dal ruolo preminente assunto dall’indebitamento bancario e contemporaneamente dallo scarso ricorso al mercato dei capitali. L’inadeguatezza di tale struttura finanziaria, poco adatta a fronteggiare situazioni economico-finanziarie sfavorevoli, si è pienamente manifestata durante la recente crisi economica che ha, infatti, messo a repentaglio la capacità delle p.m.i. di crescere e sopravvivere.

Inoltre la stretta creditizia (*credit crunch*) e le norme restrittive inizialmente introdotte dall’accordo Basilea III hanno ulteriormente aggravato la situazione, riducendo la possibilità per le p.m.i. di ottenere anche prestiti bancari.

Per fronteggiare questa situazione critica sono stati recentemente introdotti alcuni provvedimenti, con l'obiettivo di incrementare il numero delle p.m.i. italiane che, aprendosi al mercato dei capitali, ricerchino strumenti di finanza alternativi al credito bancario.

Nel corso dell'esposizione sono state descritte, dunque, le scelte di finanziamento delle p.m.i. italiane, analizzando le nuove opportunità loro concesse per il reperimento del capitale sia di debito (minibond e segmento Extra Mot Pro), che di rischio (mercato AIM Italia). Sono state inoltre descritte le principali caratteristiche della piattaforma Elite, un'ulteriore opportunità offerta alle p.m.i. per consentire loro di avvicinarsi al mondo degli investitori affinché possano reperire nuovo capitale.

Per analizzare tali tematiche il lavoro è stato suddiviso in tre capitoli.

Il primo capitolo analizza in termini generali il fabbisogno finanziario delle imprese, definibile come l'insieme delle risorse finanziarie necessarie per garantire la gestione e l'organizzazione di una impresa.

Nel primo paragrafo è stata effettuata un'analisi quantitativa e qualitativa del fabbisogno finanziario, per verificare rispettivamente se le risorse finanziarie detenute siano sufficienti ad assicurare la continuità aziendale e se le fonti di finanziamento endogene ed esogene siano in equilibrio.

Il secondo paragrafo evidenzia che il fabbisogno finanziario riveste un ruolo fondamentale a prescindere dallo stadio del ciclo di vita aziendale, assumendo al contempo caratteristiche differenti in base alle dimensioni delle imprese. In particolar modo le p.m.i. hanno molte più difficoltà a reperire le risorse finanziarie di cui necessitano in quanto spesso non riescono a diversificare le loro fonti di finanziamento; infatti tali imprese di solito non possono sfruttare strumenti finanziari complessi (come il prestito obbligazionario e l'emissione di azioni) per la difficoltà di accedere al mercato obbligazionario e dell'*equity*, causata da rilevanti asimmetrie informative, risultati economici non positivi e problemi

associati alla reputazione. Le p.m.i., dunque, sono spesso costrette a soddisfare il loro fabbisogno finanziario particolarmente elevato esclusivamente mediante il ricorso all'autofinanziamento, al credito commerciale ed all'indebitamento bancario garantito dalla ricchezza personale dell'imprenditore.

L'ultimo paragrafo si sofferma, infine, sull'importanza della gestione della liquidità per evitare che le imprese incorrano in una temporanea difficoltà nel rispettare le scadenze delle obbligazioni e nella necessità di reperire ulteriore credito e di liquidare gli elementi dell'attivo. Ancora una volta sono le p.m.i. a dover affrontare criticità maggiori in quanto, per fronteggiare l'elevato fabbisogno finanziario e la difficoltà nel reperire risorse sul mercato obbligazionario e dell'*equity*, devono detenere livelli cospicui di liquidità; ciò però comporta un maggior carico fiscale ed un elevato costo opportunità poiché l'impresa non può sfruttare eventuali progetti appetibili.

Il secondo capitolo, invece, analizza le modalità e le condizioni di accesso ai mercati finanziari delle p.m.i. in Italia, in considerazione del fatto che esse costituiscono la struttura portante del sistema economico e produttivo del nostro paese.

Nel primo paragrafo si sottolinea la difficile situazione finanziaria in cui versano le p.m.i. italiane in quanto esse, oltre ad essere caratterizzate da uno scarso ricorso al mercato obbligazionario e dell'*equity*, devono fronteggiare una riduzione dell'indebitamento bancario (la loro principale forma di finanziamento) dovuta sia al minor credito elargito dalle banche a causa della crisi (*credit crunch*), sia ai parametri stringenti inizialmente previsti dall'accordo Basilea III. La situazione è risultata essere ancor più problematica a causa della riduzione della quota di fabbisogno soddisfatta mediante il ricorso all'autofinanziamento ed al credito commerciale, che

rappresentano le altre due forme tradizionali di finanziamento per le p.m.i. italiane.

Nel secondo paragrafo vengono analizzate le principali caratteristiche del mercato AIM Italia (un mercato MTF regolato da Borsa Italiana) e dei minibond (titoli di debito a medio/lungo termine emessi da società non quotate nei mercati regolamentati), entrambi introdotti recentemente per migliorare la situazione finanziaria delle p.m.i. italiane. Essi favoriscono, infatti, l'accesso delle piccole e medie imprese al mercato dell'*equity* ed a quello obbligazionario grazie al ridimensionamento dei fattori che esercitano un'influenza negativa sulla decisione di ricorrere a tali mercati e valorizzandone, al contempo, gli aspetti positivi.

Il terzo paragrafo espone i risultati positivi ottenuti a seguito dell'introduzione di AIM Italia e dei minibond, in considerazione del fatto che essi hanno permesso alle p.m.i., a fronte della presenza di costi non elevati e di procedure rapide e semplificate, di trarre numerosi benefici (diversificazione delle fonti di finanziamento, maggiore visibilità e crescita, miglioramento dello *standing* creditizio, allineamento delle scadenze di attività e passività).

Il terzo ed ultimo capitolo descrive la piattaforma Elite e gli elite basket bond, entrambi istituiti recentemente da Borsa Italiana con l'obiettivo di consentire alle p.m.i. di ridurre la distanza esistente con gli investitori e di favorire il reperimento di nuovo capitale.

Il primo paragrafo analizza le caratteristiche principali del progetto Elite, una piattaforma di servizi integrati riservata alle p.m.i. più meritevoli per favorire la loro crescita ed internazionalizzazione. Tuttavia si vedrà come tale progetto, che risulta essere suddiviso in tre fasi (*get ready, get fit, get value*), non sia stato ideato per tutte le piccole e medie imprese in quanto possono accedervi solo quelle che rispettino requisiti ben precisi di fatturato, risultato operativo e utile di esercizio.

Il secondo paragrafo verte sull'analisi della rilevante influenza esercitata da Elite sulle p.m.i.; tale piattaforma, infatti, è divenuta sempre più appetibile in quanto, come è emerso dall'analisi svolta su un campione composto da 41 società Elite, le imprese partecipanti hanno conseguito incoraggianti risultati in termini di fatturato, utile di esercizio e redditività. Le imprese aderenti alla piattaforma erano appena 48 nel 2012 mentre oggi sono divenute 915 e ciò dimostra la rapida e continua espansione del progetto Elite, verificatasi soprattutto per l'opportunità concessa alle p.m.i. di avvicinarsi al mercato dei capitali, per la visibilità loro concessa e per il sostegno dei partner di Borsa Italiana.

Il terzo paragrafo si sofferma, infine, sugli aspetti più importanti degli elite basket bond introdotti da Borsa Italiana per favorire la crescita delle p.m.i. Tali titoli rappresentano un nuovo strumento di finanziamento volto a fornire capitale di debito alle p.m.i. aderenti alla piattaforma Elite mediante canali alternativi rispetto a quelli tradizionali. Le imprese che emettono elite basket bond possono beneficiare della presenza di un tasso cedolare non elevato ed assimilabile a quello delle obbligazioni *corporate* emesse in Italia nello stesso periodo, di un maggior coinvolgimento degli investitori sia privati che istituzionali e, infine, della presenza del *credit enhancement*, una garanzia fornita in forma mutualistica dalle società emittenti che consente un miglioramento del merito creditizio dei titoli.

## **2. Il fabbisogno finanziario delle P.M.I.**

### **2.1 Introduzione**

Il fabbisogno finanziario, definibile come l'insieme delle risorse finanziarie necessarie per garantire la gestione e l'organizzazione di una impresa, può essere analizzato mediante un'ottica sia quantitativa che qualitativa.

Da un punto di vista quantitativo il fabbisogno finanziario coincide con il totale degli impieghi che un'impresa possiede in un determinato istante. Consente, dunque, di verificare se le risorse finanziarie detenute siano sufficienti ad assicurare la sopravvivenza e la continuità aziendale.

In un'ottica qualitativa il fabbisogno finanziario consiste nella combinazione tra fonti di finanziamento endogene ed esogene e permette di riscontrare se esse siano in equilibrio, pur non esistendo un'unica combinazione ideale poiché essa è profondamente influenzata dalle dinamiche e dalle peculiarità delle differenti aziende.

Le imprese necessitano di risorse finanziarie a prescindere dallo stadio del ciclo di vita in cui si trovano e, dunque, il fabbisogno finanziario riveste sempre un ruolo fondamentale nonostante abbia caratteristiche che variano con il passare del tempo.

Nelle imprese piccole e di recente costituzione il fabbisogno finanziario è generalmente molto elevato e sarà soddisfatto prevalentemente mediante il ricorso all'autofinanziamento, al credito commerciale ed all'indebitamento bancario garantito dalla ricchezza personale dell'imprenditore (si crea, quindi, un confine molto labile tra lo stesso imprenditore e la sua impresa).

Le imprese mature e di grandi dimensioni, invece, avranno molte più possibilità di diversificare le loro fonti di finanziamento, sfruttando strumenti finanziari più complessi come, ad esempio, il prestito obbligazionario e l'emissione di azioni. Queste imprese, dunque,



utilizzano molto meno l'autofinanziamento e tendono a detenere una liquidità non molto elevata.

In conclusione, comunque, è importante che ogni impresa controlli e gestisca il livello di liquidità onde evitare di incorrere sia in una temporanea difficoltà nel rispettare le scadenze delle obbligazioni che nella necessità di ottenere ulteriore credito e di liquidare gli elementi dell'attivo.

## **2.2 La valutazione del fabbisogno finanziario**

Ciascuna impresa necessita di capitali per lo svolgimento delle attività indispensabili al fine di garantire la propria sopravvivenza e continuità.

Il costo complessivo di tali attività è definito "fabbisogno finanziario" che, dunque, rappresenta il totale degli impieghi di una determinata azienda per i quali sono necessarie una serie di fonti di finanziamento.

Il fabbisogno finanziario ha un andamento irregolare in quanto, nonostante aumenti di anno in anno al crescere del volume d'affari complessivo dell'impresa, è soggetto a rilevanti fluttuazioni e raggiunge, solitamente, il suo livello più elevato al termine di ogni anno<sup>1</sup>. Nelle imprese che svolgono attività stagionali (come, ad esempio, quelle che operano nel turismo) il fabbisogno, pur crescendo di anno in anno, raggiunge invece il suo livello più elevato nel periodo di piena attività produttiva e non necessariamente alla fine dell'anno.

Il fabbisogno è coperto mediante finanziamenti a breve ed a lungo termine. Nel caso in cui i finanziamenti a lungo termine siano minori rispetto all'ammontare complessivo del fabbisogno finanziario, sarà inevitabile la raccolta di ulteriori fondi a breve termine mentre, nel caso contrario, si

---

<sup>1</sup> Brealey, Myers, Allen, Sandri (2015), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, p. 80.

assisterà ad un surplus di cassa che solitamente è investito in progetti a breve termine.

In conclusione è quindi possibile parlare di un “processo di finanziamento” che è costituito da tutte quelle attività connesse alla scelta, alla disponibilità, all’impiego ed al rimborso dei vari finanziamenti ottenuti, delineando in tal modo un ciclo continuo avente per oggetto le risorse finanziarie<sup>2</sup>.

Nei due successivi paragrafi sarà svolta una valutazione quantitativa e qualitativa del fabbisogno finanziario per approfondire le sue principali caratteristiche.

### **2.2.1 L’analisi quantitativa**

Il fabbisogno finanziario deve essere quantificato adottando un’ottica attuale, basata sul capitale investito nell’azienda (ottenuto come somma degli investimenti in attesa di realizzo e delle disponibilità liquide), ed un’ottica prospettica che riflette le strategie aziendali implementate<sup>3</sup>. Qualora queste ultime vengano trascurate si potrebbe incorrere nel rischio di dover rivedere e modificare successivamente le scelte effettuate, affinché non si verifichino problematiche connesse alla carenza di risorse finanziarie.

Il risultato della quantificazione è solitamente espresso non come un singolo valore ma come un intervallo, il cui estremo inferiore e superiore rappresentano rispettivamente il fabbisogno minimo per garantire la

---

<sup>2</sup> Giacosa E. (2015), Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese, Franco Angeli, p. 64.

<sup>3</sup> Giacosa E. (2015), Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese, Franco Angeli, pp. 65-66.

continuità aziendale ed il fabbisogno che consente di sfruttare in pieno le potenzialità di crescita dell'impresa.

La quantificazione, infatti, risulta essere estremamente complessa in quanto dipende da diversi fattori che sono classificabili in tre categorie principali: la scelta degli investimenti, le dinamiche economiche e l'anzianità aziendale.

Relativamente alla scelta degli investimenti, è noto che se essi sono durevoli generano un fabbisogno finanziario di lungo periodo e, viceversa, se interessano il capitale circolante determinano un fabbisogno di breve periodo. Dunque è utile analizzare la relazione esistente tra il capitale permanente (ottenuto come somma delle passività consolidate e del patrimonio netto) e le passività correnti per poter analizzare la ripartizione dei finanziamenti a breve e a lungo termine.

Per quanto riguarda la dinamica economica, essa influisce sul fabbisogno finanziario poiché i costi ed i ricavi assumono un ruolo rilevante, condizionando rispettivamente i flussi finanziari in uscita ed in entrata: se i primi sono di entità maggiore rispetto ai secondi sarà ineluttabile il reperimento di ulteriori fondi, in seguito all'incremento del fabbisogno finanziario non soddisfatto. Tale relazione, comunque, non è univoca poiché anche la gestione finanziaria esercita un'influenza rilevante sulla dinamica economica: prevedere e stimare con accuratezza il fabbisogno finanziario è essenziale perché garantisce all'azienda una dotazione di risorse che le permettano di prosperare, evitando sia i problemi associati alla carenza di liquidità sia quelli contraddistinti da un eccesso della stessa. Tale ultima eventualità è meno ricorrente nelle grandi aziende rispetto a quelle di dimensioni minori. Difatti queste ultime, spesso, detengono molta liquidità per evitare di sostenere costi particolarmente elevati, riconducibili al reperimento di risorse finanziarie nell'immediato, e per

proteggersi durante i periodi di maggior difficoltà. Al contempo, però, tale strategia comporta svantaggi non trascurabili riguardanti, in particolar modo, un maggior carico fiscale, un costo opportunità elevato<sup>4</sup> ed una gestione della liquidità stessa poco virtuosa ed accorta<sup>5</sup>.

In relazione all'anzianità aziendale (calcolabile come gli anni trascorsi dalla costituzione dell'impresa), si evince una relazione inversa tra questa e il fabbisogno finanziario: tanto più un'azienda sarà di recente formazione tanto maggiore sarà in termini relativi il suo fabbisogno finanziario e viceversa, nel caso contrario, esso risulterà essere generalmente minore in virtù di una struttura solida e delineata degli investimenti.

Risulta, comunque, importante non confondere l'anzianità di un'azienda con il suo stadio del ciclo di vita poiché, ad esempio, anche un'azienda giovane può incorrere in una fase di declino.

Il primo stadio, quello d'avvio, è caratterizzato da un elevato fabbisogno finanziario sia per lo scarso potere contrattuale dell'azienda che per il limitato capitale a disposizione<sup>6</sup>; il fabbisogno continua ad aumentare durante le fasi successive di crescita ed espansione, per poi rispettivamente stabilizzarsi e ridursi durante gli stadi di maturità e di declino, eccezion fatta per i processi di risanamento che implicano un nuovo incremento del fabbisogno finanziario.

---

<sup>4</sup> L'impresa, scegliendo di detenere molta liquidità, rinuncia ad investire in progetti redditizi e a conseguire gli interessi ad essi associati.

<sup>5</sup> Brealey, Myers, Allen, Sandri (2015), Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, p. 81.

<sup>6</sup> La sottocapitalizzazione è un grave problema strutturale che affligge le piccole e medie imprese italiane poiché determina fragilità finanziaria e ne ostacola la crescita.

### 2.2.2 L'analisi qualitativa

Il soddisfacimento del fabbisogno finanziario è il risultato della combinazione di fattori di provenienza sia interna che esterna, riconducibili rispettivamente al capitale di rischio e di debito<sup>7</sup>:

1. Il capitale di rischio è fornito dagli azionisti e dai proprietari ed è contraddistinto da un elevato rischio poiché non vi è alcun obbligo di rimborso e, al contempo, la sua remunerazione è indissolubilmente legata ai risultati conseguiti dall'azienda.
2. Il capitale di debito, invece, è reso disponibile da soggetti esterni all'azienda che si assumono un rischio limitatamente alla somma prestata ed in cambio beneficiano del diritto di rimborso e della corresponsione degli interessi. Tali fattori di provenienza esterna costituiscono vincoli e limitazioni ad un governo dell'azienda libero ed autonomo, soprattutto se le controparti hanno un cospicuo potere contrattuale.

Il capitale di debito a sua volta può essere suddiviso in due categorie: il finanziamento in senso stretto ed il finanziamento indiretto<sup>8</sup>. Il primo è contraddistinto da negoziazioni mirate all'ottenimento dello stesso capitale, mentre il secondo permette all'azienda di dotarsi di fattori produttivi differenti dal capitale ma altrettanto importanti, quali materie prime e lavoro. Tale finanziamento indiretto è volto a garantire la continuità aziendale ed influenza notevolmente la liquidità della stessa impresa in funzione del suo potere contrattuale: tanto maggiore sarà quest'ultimo tanto più i pagamenti dei debiti aziendali potranno essere

---

<sup>7</sup> Fiori, Tiscini (2014), *Economia aziendale*, Egea, pp. 132-133.

<sup>8</sup> Giacosa E. (2015), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, p.76.

dilazionati riducendo, in tal modo, l'assorbimento di liquidità. Un potere contrattuale elevato, inoltre, conferirà all'azienda la possibilità di allineare le scadenze delle attività e delle passività per ridurre il rischio di liquidità a cui è esposta.

In conclusione si deve ricordare che non esiste un'unica combinazione ideale delle fonti interne ed esterne, ritenuta migliore rispetto a tutte le altre, poiché tale scelta non può prescindere dalle peculiarità dell'azienda e dal contesto in cui essa opera. La combinazione scelta, comunque, deve riuscire ad ottimizzare per quanto possibile gli interessi dei vari stakeholder, deve garantire adeguati margini di manovra e coperture finanziarie e, infine, non deve costituire un costo troppo elevato. A tal proposito è utile suddividere, in base alla provenienza, i finanziamenti in "patrimonio netto" e "mezzi di terzi"; ciò permette di verificare la presenza di un eventuale equilibrio tra fonti interne ed esterne.

### **2.3 La relazione esistente tra crescita aziendale e fabbisogno finanziario**

Le imprese affrontano un ciclo di vita finanziario durante il quale il fabbisogno e le fonti a disposizione mutano con il passare del tempo<sup>9</sup>. Inizialmente le imprese, a causa di volumi di vendita limitati, spesso non riescono a coprire i costi fissi e sono di conseguenza afflitte da risultati economici negativi. Spesso, inoltre, le nuove imprese sono dotate di uno scarso appeal finanziario e non hanno la capacità e la forza di promuovere in maniera convincente la bontà dei propri progetti, facendo sì che abbiano poche possibilità di ottenere i fondi necessari nei mercati finanziari. In

---

<sup>9</sup> Berger, Udell (1998), The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking & Finance* 22, 613±673.

virtù di ciò, il tasso di crescita è strettamente correlato al ricorso all'autofinanziamento: quelle poche imprese non soggette a vincoli finanziari potranno sfruttare strumenti più complessi (quali debito obbligazionario ed emissione di azioni) e riusciranno a crescere a tassi elevati con maggiore probabilità rispetto alle altre imprese, costrette a ricorrere all'autofinanziamento. Queste ultime imprese sono caratterizzate da tassi di crescita indipendenti rispetto alle dimensioni aziendali in quanto il *cash flow*, a sua volta, risulta esserne indipendente. Inoltre all'aumentare delle dimensioni aziendali diminuisce la variazione dei tassi di crescita poiché diminuisce anche la volatilità dell'autofinanziamento<sup>10</sup>.

Spesso il fabbisogno finanziario è, quindi, soddisfatto mediante il ricorso all'autofinanziamento, costituito da quei fondi messi a disposizione dagli imprenditori, dai loro famigliari ed amici e dai flussi di cassa generati dalla gestione. Nella maggior parte dei casi, però, l'autofinanziamento non è sufficiente per coprire completamente il fabbisogno e per permettere la crescita aziendale e, di conseguenza, un ruolo rilevante sarà assunto dal credito commerciale.

Il credito commerciale consiste nella dilazione dei pagamenti e quindi può essere considerato come un vero e proprio prestito che il fornitore concede, con il passare del tempo, all'impresa cliente; tale credito è concesso poiché generalmente i fornitori possono godere di taluni vantaggi, non ottenibili dagli intermediari finanziari, che sono riconducibili ad una attenta valutazione della solvibilità aziendale e ad un elevato controllo<sup>11</sup>. I crediti commerciali comunque sono molto costosi e le imprese, una volta cresciute, tentano di ridurre sempre più il ricorso a

---

<sup>10</sup> Carpenter, Petersen (2002), Is the growth of small firms constrained by internal finance?, The Review of Economics and Statistics 84(2): 298–309.

<sup>11</sup> Tale controllo si esercita minacciando di rendere indisponibili le future forniture.

tale modalità di finanziamento, con l'obiettivo di ridurre la loro dipendenza dai fornitori<sup>12</sup>.

Allo stesso tempo si assiste, invece, ad un razionamento delle altre forme di credito di cui avrebbero potuto beneficiare le imprese; queste, difatti, non ottengono i fondi desiderati nonostante siano disposte a pagare il tasso di interesse richiesto dai creditori.

Sebbene nella maggior parte dei mercati un incremento della domanda determini un innalzamento del prezzo ed un nuovo equilibrio, nel mercato del credito i prestatori potrebbero non essere disposti ad innalzare il tasso di interesse richiesto. L'offerta complessiva di prestiti, di conseguenza, spesso risulta essere inferiore rispetto alla domanda a causa del timore che i creditori nutrono nei confronti dei tassi di interesse troppo elevati. Questi ultimi, infatti, determinano un incremento della probabilità di insolvenza dei debitori sia perché costituiscono un incoraggiamento a comportamenti rischiosi ("azzardo morale"<sup>13</sup>), sia perché aumentano la probabilità di individuare e scegliere controparti con un più elevato grado di rischio ("selezione avversa"<sup>14</sup>). Qualora l'impresa trovi un creditore, disposto ad assumersi i rischi precedentemente illustrati, dovrà comunque corrispondergli un tasso di interesse elevato per remunerare tali rischi, facendo sì che il prestito ricevuto sia contraddistinto da un costo elevato. Alla base del razionamento del credito vi sono rilevanti asimmetrie informative pre-contrattuali (selezione avversa) e post-contrattuali

---

<sup>12</sup> Di Majo, Paziienza, Triberti (2005), Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso, Ricerca promossa dalla Associazione Nazionale fra le Banche Popolari: «Le banche popolari nel localismo dell'economia italiana».

<sup>13</sup> Condizione in cui un soggetto, esentato dalle eventuali conseguenze economiche negative di un rischio, si comporta in modo diverso da come farebbe se invece dovesse subirle. (Treccani).

<sup>14</sup> Possibile conseguenza di una situazione di asimmetria informativa, in cui un'informazione rilevante per la conclusione di una transazione è conoscenza privata del venditore o del compratore. (Treccani).



(azzardo morale) che impediscono ai creditori di comprendere la vera natura delle imprese debentrici e di influenzare il loro comportamento.

Le nuove imprese e quelle di dimensioni minori, essendo meno trasparenti e più opache rispetto alle altre, sono caratterizzate da asimmetrie informative maggiori poiché hanno una storia creditizia più breve, sono riluttanti a divulgare informazioni private riguardanti l'azienda e, infine, redigono bilanci meno accurati e dettagliati<sup>15</sup>. Secondo l'articolo 2435 bis del codice civile italiano, infatti, possono redigere il bilancio in forma abbreviata *“Le società, che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati, possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità”*.

Vi sono, dunque, elevate asimmetrie informative alla base del maggiore razionamento del credito che subiscono le imprese di recente costituzione e di dimensioni minori. Inoltre sono costrette a sostenere, rispetto alle altre imprese, costi dei prestiti più elevati poiché questi comprendono alcune componenti fisse (quali costi amministrativi e per la raccolta di informazioni) che non dipendono dall'entità del prestito. Le banche, comunque, tendono generalmente a concedere prestiti alle imprese solo quando queste raggiungono un livello di produzione tale da assicurare la disponibilità di risorse tangibili che possono essere concesse in garanzia. Tali prestiti, talvolta, sono garantiti dai proprietari delle imprese di più recente costituzione e di piccole dimensioni, mediante il ricorso alla loro

---

<sup>15</sup> Wangervoort R. (2003), Are finance constraints hindering the growth of SME's in Europe?, EIB PAPERS Volume 8 N° 2.

ricchezza personale qualora il prestito non sia rimborsato tempestivamente dall'impresa. Difatti, nella maggior parte dei casi, questi imprenditori mettono a repentaglio la loro stessa ricchezza poiché spesso non godono delle limitazioni della responsabilità tipiche delle grandi corporation e poiché frequentemente impegnano dei loro beni in garanzia. Si configura, quindi, una situazione nella quale vi è una stretta interconnessione tra impresa ed imprenditore poiché i finanziatori esterni concedono i prestiti in base alla reputazione dell'imprenditore ed alla fiducia che nutrono sulle sue condizioni economiche. È infatti risaputo che sarà l'imprenditore stesso a rispondere, con la sua ricchezza personale, per tutti quei prestiti che l'azienda non sarà in grado di rimborsare<sup>16</sup>.

Talvolta la crescita delle imprese è perseguita grazie all'intervento degli *angel investors* che subentrano, solitamente, dopo che l'impresa ha formalizzato il suo business plan. Gli *angel investors* sono investitori o imprenditori privati di successo che investono nei settori meglio conosciuti, con l'obiettivo di apportare un valore aggiunto grazie alla loro esperienza<sup>17</sup>. Essi stabiliscono con gli imprenditori un rapporto solido e duraturo, fondamentale per la crescita della realtà aziendale.

Gli *angel investors* possono agire individualmente oppure costituire un piccolo gruppo di investitori. È importante, a tal proposito, evidenziare il tentativo di creare un network mediante il quale gli imprenditori possano sollecitare gli *angel investors*, facenti parte di tale network, affinché investano nelle loro aziende<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Berger, Udell (1998), The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking & Finance* 22, 613±673.

<sup>17</sup> Lewis S. (2015), Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee, Afme.

<sup>18</sup> Berger, Udell (1998), The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking & Finance* 22, 613±67.3

Gli *angel investors*, in conclusione, esercitano sulle imprese un controllo minore ed apportano competenze finanziarie ridotte rispetto ai fondi *venture capital* che intervengono successivamente, sempre con l'obiettivo di favorire la crescita aziendale.

I fondi *venture capital* sono specializzati in investimenti, mediante finanziamenti ottenuti da investitori istituzionali o privati, nel capitale di imprese non quotate ma con grandi potenzialità ed opportunità di crescita<sup>19</sup>. L'obiettivo del *venture capitalist*, infatti, è quello di ottenere un incremento del valore delle imprese oggetto dell'investimento, per poi poter vendere con profitto le quote possedute<sup>20</sup>. Un'azienda che vuole ottenere finanziamenti dai fondi *venture capital* affronta processi molto lunghi senza alcuna garanzia di successo; deve infatti redigere un piano, con informazioni finanziarie molto dettagliate, che sarà valutato attentamente dai *venture capitalist*.

Il *crowdfunding* è un'altra modalità per raccogliere fondi e per favorire la crescita aziendale. Il termine *crowdfunding* si riferisce ad un processo, basato sul web collaborativo, mediante il quale gruppi di persone utilizzano il loro denaro per favorire lo sviluppo e la crescita delle imprese. I *crowdfunders* sono più simili agli *angel investors* (nonostante partecipino meno attivamente all'attività di gestione aziendale) piuttosto che ai *venture capitalist* per svariati motivi:

1. Si concentrano anch'essi sugli stadi iniziali del ciclo di vita dell'impresa, precedenti rispetto a quello in cui intervengono i fondi *venture capital*;
2. Effettuano investimenti di entità ridotta;

---

<sup>19</sup> Lewis S. (2015), Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee, Afme.

<sup>20</sup> Nella maggior parte dei casi tali quote sono di minoranza, pur essendo significative, e solo saltuariamente sono di maggioranza.

3. Sono spesso desiderosi di ritorni non soltanto economici ma anche psicologici in virtù del loro coinvolgimento emotivo;
4. Dispongono generalmente di minori competenze finanziarie.

Quando le imprese superano con successo gli stadi iniziali del loro ciclo di vita hanno accesso a canali differenti di finanziamento e, in particolar modo, al debito obbligazionario e all'emissione di azioni. Differentemente da queste, le imprese di recente costituzione incontrano svariate difficoltà nell'accedere ai mercati pubblici dovute, in particolar modo, a rilevanti asimmetrie informative ed ai costi fissi. Ne consegue che, sfruttando gli elevati costi fissi, le economie di scala possono essere realizzate solo dalle imprese mature e non da quelle di più recente costituzione; queste ultime infatti sono penalizzate dalle loro dimensioni limitate e, quindi, sono costrette a sostenere costi estremamente elevati per raccogliere fondi sui mercati pubblici<sup>21</sup>.

## **2.4 Legame tra flussi di cassa, rischi e dimensione aziendale**

Un'impresa deve detenere un appropriato livello di liquidità in quanto ciò le consente di conseguire rilevanti vantaggi, riconducibili a due principali motivazioni<sup>22</sup>.

La prima motivazione consiste nel risparmiare i costi di transazione associati alla liquidazione di asset aziendali o al ricorso al mercato finanziario per ottenere i fondi necessari al soddisfacimento del

---

<sup>21</sup> Faulkender M. (2002), Cash holding among small business, SSRN Electronic Journal.

<sup>22</sup> Opler, Pinkowitz, Stulz, Williamson (1999), The determinants and implications of corporate cash holdings, Journal of Financial Economics 52, 3-46.

fabbisogno finanziario; un'impresa, dunque, dovrà detenere molta liquidità se ritiene che sosterrà costi di transazione particolarmente elevati.

La seconda motivazione è riconducibile alla possibilità di sfruttare la liquidità per finanziare progetti appetibili e proficui; essa dipende, in particolar modo, da quanto sia difficoltoso e costoso reperire risorse finanziarie sui mercati e dalle dimensioni aziendali. Riguardo quest'ultimo aspetto vi sono due principali correnti di pensiero:

1. La prima sostiene che le grandi imprese necessitino di meno liquidità, rispetto alle piccole imprese, poiché possono beneficiare di economie di scala nella gestione della liquidità stessa, di bassi costi per l'ottenimento di fondi sui mercati finanziari e, infine, di una elevata diversificazione che permette di ridurre l'esposizione ai rischi. Tali imprese inoltre godono di una visibilità, ottenuta mediante la promozione dei progetti sui mercati, che consente loro di accedere con relativa semplicità ai finanziamenti esterni, riducendo così la necessità di liquidità<sup>23</sup>.
2. La seconda, invece, ritiene che le grandi imprese generalmente detengano molta liquidità sia perché possono investire in progetti convenienti sia perché i manager auspicano una tale situazione poiché così possono esercitare una rilevante influenza su tali imprese. La liquidità, infatti, riduce la pressione sui rendimenti e consente ai manager stessi di investire in progetti, perseguendo i loro interessi e non quelli degli azionisti<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> Miller, Orr (1966), A model of the demand for money by firms, *Quarterly Journal of Economics* 80, 413–415.

<sup>24</sup> Ferreira, Vilela (2004), Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries, *European Financial Management* 10 (2), 295–319.

La liquidità è correlata al rischio finanziario ed a tal proposito risulta importante introdurre il concetto di flussi di cassa, che rappresentano la variazione della liquidità per effetto della gestione, poiché essi aiutano a comprendere meglio tale rischio. Quest'ultimo consiste nell'incapacità definitiva di onorare i debiti assunti a causa di un grave peggioramento della situazione economico-finanziaria. A questo rischio è riconducibile quello di liquidità, contraddistinto da una temporanea difficoltà nel rispettare le scadenze delle obbligazioni assunte, nell'ottenere ulteriore credito e nel liquidare gli elementi dell'attivo.

Per comprendere tali rischi è necessario definire l'equilibrio finanziario e monetario.

L'equilibrio finanziario è riconducibile alla capacità dell'impresa di ottenere i finanziamenti necessari per il soddisfacimento del proprio fabbisogno.

Il principale indicatore di tale aspetto è il capitale circolante netto (CCN) che si ottiene come differenza tra attività e passività correnti e, quindi, riflette l'adeguatezza della struttura aziendale. Se tale indicatore assume un valore negativo allora l'impresa affronterà gravi difficoltà nel sostenere le uscite, non permettendo il raggiungimento dell'equilibrio finanziario stesso. Quest'ultimo, talvolta, non è conseguito nemmeno quando il capitale circolante netto è pari a zero o positivo; può, infatti, non essere sufficiente che le attività correnti eguaglino o superino le passività correnti a causa dell'incertezza e di un differente grado di liquidità delle poste che compongono il capitale circolante netto.

Un altro indicatore dell'equilibrio finanziario è il flusso di cassa, ottenuto sommando l'utile, gli ammortamenti e gli accantonamenti; esso riflette la variazione del capitale circolante netto, per effetto della gestione corrente, poiché consiste nella variazione delle risorse finanziarie disponibili nel breve termine.

L'equilibrio monetario, invece, si raggiunge quando un'impresa riesce ad onorare puntualmente i propri debiti, pagando quanto previsto contrattualmente; ciò si verifica quando le entrate monetarie di un esercizio e la liquidità ereditata dagli esercizi precedenti sono sufficienti a garantire il soddisfacimento del fabbisogno determinato dal pagamento dei debiti e dalla distribuzione dei dividendi. In caso contrario l'azienda dovrà soddisfare il fabbisogno residuo mediante il ricorso a fonti di provenienza interna o esterna.

L'ottenimento di nuovo debito è, comunque, complesso poiché i potenziali nuovi finanziatori potrebbero nutrire dubbi sulla solvibilità aziendale in considerazione di tali problematiche monetarie. La situazione, inoltre, si può deteriorare ulteriormente a causa della sfiducia dei finanziatori preesistenti che potrebbero decidere di recuperare il loro credito, temendo si concretizzi il rischio di perdere la somma precedentemente investita.

Per misurare il rischio di liquidità si può sfruttare il "VAR" (value at risk), uno strumento, fondato su procedure statistiche, che consente di stimare la massima perdita potenziale attesa dopo aver definito un determinato orizzonte temporale ed un intervallo di confidenza. Tale strumento permette generalmente di valutare i rischi delle attività e passività finanziarie ma, allo stesso tempo, nel caso in cui si considerino come oggetto di riferimento i flussi di cassa, il "VAR" (denominato in questo caso *cash flow at risk*<sup>25</sup>) consentirà di determinare il capitale complessivamente necessario per evitare crisi di liquidità.

Il *cash flow at risk* è, infatti, volto all'individuazione dei rischi, gravanti sui flussi di cassa, e della sensibilità prodotta sugli stessi flussi di cassa.

---

<sup>25</sup> Del Pozzo, Loprevite, Mazzù (2014), Il rischio di liquidità come "driver" del rischio finanziario. Un modello interpretativo basato sul tempo, Franco Angeli, p.105.

La sensibilità è profondamente influenzata dai vincoli finanziari: se aumenta la volatilità dei flussi di cassa, le imprese dovrebbero incrementare tanto più le loro disponibilità liquide quanto più sono soggette a vincoli finanziari<sup>26</sup>. Tali vincoli gravano maggiormente sulle piccole imprese poiché sono costrette a sostenere elevati costi di transazione, sono meno trasparenti ed infine offrono garanzie spesso ritenute non adeguate dai potenziali finanziatori<sup>27</sup>.

Dopo aver definito le differenti modalità per poter valutare il rischio di liquidità, è necessario stabilire le misure e le protezioni volte a rendere immune l'azienda da eventi dannosi, anche piccoli, che potrebbero mettere a repentaglio la sua solvibilità a causa di crisi di liquidità<sup>28</sup>.

A tal fine è definibile una matrice (figura 1), avente come dimensioni la gravità e la frequenza degli eventuali eventi dannosi, che permette di individuare le tecniche più idonee per affrontare le situazioni problematiche inerenti la liquidità.

Esistono, dunque, quattro possibili strategie: se gli eventi dannosi sono molto gravi e poco frequenti generalmente si opta per la trasformazione dei costi volatili in costi certi (ad esempio mediante lo sfruttamento dei prodotti offerti nel mercato assicurativo); nel caso contrario si otterrà l'immunizzazione dai rischi di liquidità investendo in strumenti finanziari derivati.

Qualora, invece, l'evento dannoso sia molto grave e frequente sarà opportuno effettuare una prevenzione interna che permetta di monitorare

---

<sup>26</sup> Almeida, Campello, Weisbach (2004), The Cash Flow Sensitivity of Cash, The journal of finance 59, no. 4.

<sup>27</sup> Beck, Demirguc-Kunt (2006), Access to finance as a growth constraint, Journal of Banking & Finance 30, 2931–2943.

<sup>28</sup> Del Pozzo, Loprevite, Mazzù (2014), Il rischio di liquidità come “driver” del rischio finanziario. Un modello interpretativo basato sul tempo, Franco Angeli, p.140.



e ridurre gradualmente il rischio; anche nella situazione ad essa opposta si privilegerà una soluzione interna, caratterizzata dall'individuazione di argini (come ad esempio la ritenzione degli utili) finalizzati a fronteggiare gli eventi sfavorevoli.

Molto Gravi	Prodotti Assicurativi	Prevenzione Interna
Poco Gravi	Ritenzione Interna	Strumenti Derivati
	Poco Frequenti	Molto Frequenti

Figura 1 Matrice per la gestione della liquidità - "Data processed by the author"

## 2.5 Conclusioni

Il fabbisogno finanziario di un'impresa è fortemente influenzato dalle sue dimensioni e dallo stadio del ciclo di vita nel quale essa si trova.

In particolar modo le imprese di dimensioni minori e quelle di recente costituzione hanno un elevato fabbisogno finanziario che riescono a soddisfare con notevoli difficoltà. Infatti l'esistenza di vincoli, quali ad esempio problemi associati alla reputazione sui mercati e alle attività impegnabili come garanzia, rilevanti asimmetrie informative e risultati economici non positivi, fanno sì che tali imprese ottengano pochi finanziamenti esterni.

Ne consegue che il fabbisogno finanziario delle imprese piccole e recenti è soddisfatto prevalentemente mediante il ricorso all'autofinanziamento, costituito da tutti quei fondi forniti dagli imprenditori, dai loro familiari ed amici e dai flussi di cassa generati dalla gestione.

Sempre a causa delle difficoltà nel reperire finanziamenti esterni, le imprese piccole e recenti detengono livelli elevati di liquidità; ciò però comporta degli svantaggi non trascurabili quali, ad esempio, un maggior carico fiscale ed un elevato costo opportunità (poiché l'impresa spesso non può sfruttare progetti appetibili a causa della scelta di possedere molta liquidità).

Quando le imprese riusciranno a superare le criticità iniziali, i vincoli precedentemente esposti inizieranno ad attenuarsi e si assisterà, quindi, ad una maggiore diversificazione delle forme di finanziamento poiché le imprese potranno accedere a molti altri strumenti finanziari, quali ad esempio emissione di azioni e debito obbligazionario.

### **3. L'accesso ai mercati finanziari delle P.M.I. in Italia**

#### **3.1 Introduzione**

Le piccole e medie imprese costituiscono la struttura portante dell'economia italiana ed è, quindi, molto importante analizzare le loro principali caratteristiche finanziarie per poter comprendere lo stato di salute in cui versano.

Le p.m.i. italiane soddisfano il loro fabbisogno soprattutto mediante il ricorso all'indebitamento bancario che costituisce, dunque, il più importante canale di finanziamento. Tali imprese sono, infatti, caratterizzate da un rapporto debiti su capitale proprio (*leverage*) particolarmente elevato, sia per l'eccessivo utilizzo dell'indebitamento bancario, sia per una scarsa capitalizzazione causata dalla loro scarsa trasparenza rispetto al mercato dei capitali.

Il credito elargito dalle banche è recentemente diminuito (*credit crunch*) a causa della crisi e dei parametri restrittivi inizialmente introdotti dall'accordo Basilea III. Si è verificata, inoltre, una riduzione della quota di fabbisogno soddisfatta mediante il ricorso all'autofinanziamento ed al credito commerciale (le altre due forme tradizionali di finanziamento per le p.m.i. italiane); la crisi, infatti, ha determinato sia una riduzione dei flussi di cassa generati internamente e reinvestibili nell'azienda, che maggiori difficoltà finanziarie delle controparti venditrici.

Le possibilità di accedere ai finanziamenti da parte delle piccole e medie imprese italiane si erano, dunque, notevolmente ridotte, oltre che per tali problematiche inerenti alle forme tradizionali di finanziamento, anche per uno scarso ricorso al mercato obbligazionario e dell'*equity*.

Per incrementare l'utilizzo di tali mercati, che costituiscono per le società emittenti numerosi benefici ma che sembrerebbero essere poco adatti alle caratteristiche delle p.m.i., sono stati introdotti il mercato AIM Italia

(2008), i minibond<sup>29</sup> (2012) ed il Segmento Professionale Extra Mot Pro (2013).

AIM Italia (un mercato MTF regolato da Borsa Italiana) ed Extra Mot Pro (un mercato MTF regolato da borsa italiana e riservato ai soli investitori professionali) sono accomunati da procedure rapide e semplificate, da costi minori rispetto ai rispettivi mercati tradizionali e dalla presenza di un limitato numero di requisiti richiesti. Tali mercati, infatti, sono stati ideati per permettere alle p.m.i. italiane di quotare rispettivamente azioni e titoli di debito (minibond), ridimensionando i fattori che esercitano un'influenza negativa sulla decisione di ricorrere al mercato dei capitali e valorizzandone, al contempo, gli aspetti positivi.

È importante, infine, analizzare i risultati conseguiti a seguito dell'introduzione di AIM Italia e dei minibond.

Il mercato AIM Italia è cresciuto molto negli ultimi anni: il numero delle società quotate è aumentato di 27 volte rispetto al 2009. Tale mercato, infatti, ha permesso alle imprese quotate di trarre numerosi benefici a fronte di un costo non elevato, che solitamente non equivale a più del 10% del capitale raccolto.

I minibond, nonostante siano caratterizzati da un tasso d'interesse che risulta essere mediamente maggiore di più di 2 punti percentuali rispetto all'indebitamento bancario, si sono diffusi rapidamente tra le p.m.i. italiane. Infatti queste ultime, dal 2012 al 2017, hanno emesso 242 minibond (il 51,8% del totale) in quanto attratte dai molteplici benefici conseguibili grazie a tali titoli.

---

<sup>29</sup> Titoli di debito a medio/lungo termine emessi da società non quotate nei mercati regolamentati.

### 3.2 Le caratteristiche del fabbisogno finanziario delle PMI

Il sistema economico e produttivo italiano è incentrato sulle piccole e medie imprese. In Italia, infatti, il 99,9% delle imprese è di dimensioni medio piccole (rilevazione ISTAT 2017) poiché occupano meno di 250 persone, hanno un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro oppure hanno un bilancio totale annuo non superiore a 43 milioni di euro<sup>30</sup>.

Il fabbisogno finanziario di tali imprese è soddisfatto prevalentemente mediante il ricorso al credito commerciale, all'autofinanziamento e all'indebitamento bancario, nonostante si stia assistendo ad un recente cambiamento inerente a tale dinamica.

Il credito commerciale, che consiste in una linea di credito concessa dai fornitori ai clienti mediante la dilazione dei pagamenti, è generalmente molto utilizzato dalle piccole e medie imprese. Tale forma di finanziamento, nonostante sia piuttosto costosa, consente comunque di trarre alcuni vantaggi riconducibili sia alla possibilità di allineare le scadenze delle attività e delle passività, che all'ottenimento di fondi durante le fasi restrittive della politica monetaria per compensare la minor disponibilità di credito bancario<sup>31</sup>.

Recentemente, tuttavia, si può notare che la quota di fatturato che le p.m.i. italiane finanziano mediante il ricorso al credito commerciale si sta sempre più riducendo (figura 2).

---

<sup>30</sup> Raccomandazione 6 maggio 2003, n. 2003/361/CE.

<sup>31</sup> Chiesa, Palmucci, Pirocchi (2009), La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà, Working paper.

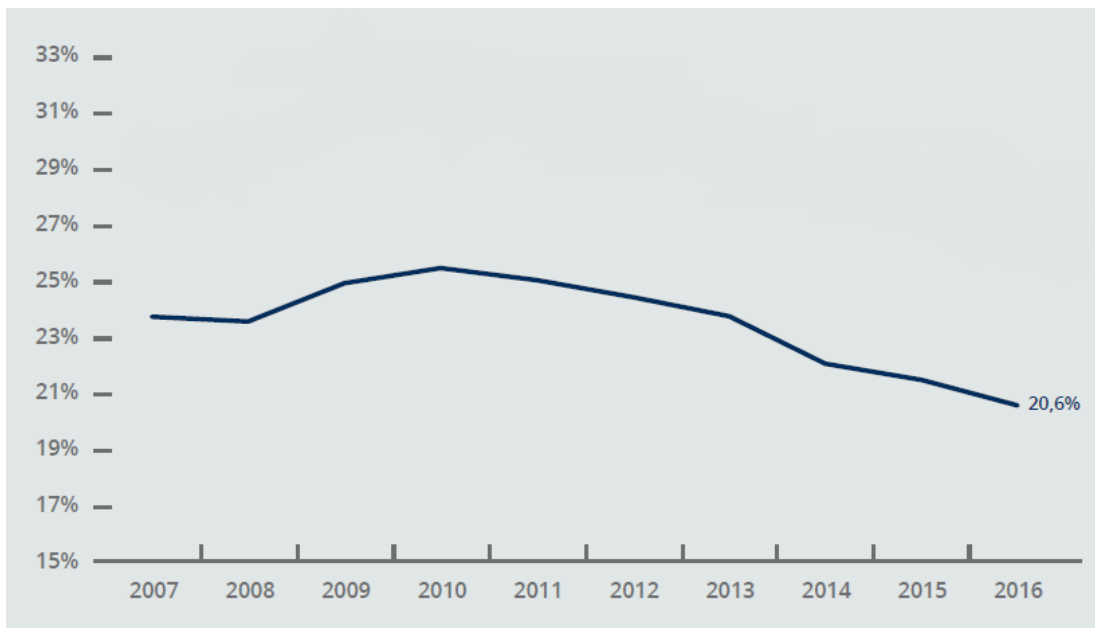


Figura 2 Credito commerciale delle PMI italiane in % rispetto al fatturato – Rielaborazione del grafico tratto da “Rapporto Cerved PMI 2017”

Nel 2016, infatti, solo il 20,6% del fatturato di tali imprese era soddisfatto sfruttando questa forma di finanziamento e tale valore percentuale è il più basso mai raggiunto a partire dal 2008. Ciò si è verificato poiché, dal 2011 in poi, il fatturato delle p.m.i. italiane sta crescendo ad un tasso annuo maggiore di quanto stia aumentando il ricorso al credito commerciale<sup>32</sup>, anche a causa delle maggiori difficoltà finanziarie delle controparti venditrici dovute alla recente crisi.

L'autofinanziamento (costituito dai flussi di cassa generati dalla gestione e da tutti i fondi stanziati dagli imprenditori, dai familiari e dai partner) riveste un ruolo ancora importante per il soddisfacimento del fabbisogno delle p.m.i. italiane, anche se negli ultimi anni la sua rilevanza si sta riducendo gradualmente a causa del decremento dei flussi di cassa generati internamente e reinvestibili nell'azienda. Tale dinamica è imputabile alla crisi iniziata nel 2008, che ha danneggiato profondamente

<sup>32</sup> Rapporto cerved pmi 2017.

le imprese, in quanto ha determinato sia un allungamento dei tempi di incasso ed una maggiore probabilità di insolvenza dei clienti aziendali, che una riduzione dei ricavi dovuta ad una minore domanda complessiva. In relazione a tale ultimo aspetto è sufficiente ricordare che il saldo percentuale tra le aziende in utile e quelle in perdita è inferiore del 10% rispetto ai livelli precedenti alla crisi<sup>33</sup>.

L'indebitamento bancario è molto utilizzato dalle p.m.i., sia perché i proprietari non vogliono incorrere nel rischio di perdere il controllo della loro azienda o non sono in grado di pianificare decisioni strategiche, sia perché tali imprese sono caratterizzate da rilevanti asimmetrie informative. Le banche, difatti, possono ridurre i fenomeni di azzardo morale e selezione avversa poiché sono specializzate nella scelta delle controparti, nella definizione dei contratti e nel monitoraggio dei loro clienti e poiché spesso erogano prestiti solo dopo aver ricevuto adeguate garanzie<sup>34</sup>.

Il sistema finanziario italiano è definito banco-centrico in virtù del ruolo fondamentale assunto dalle banche nel finanziare le imprese. Per avvalorare tale concetto è utile introdurre alcuni risultati di una ricerca effettuata dal “Business Week”: tra le prime mille imprese al mondo per valore di mercato, vi erano quattordici banche ed assicurazioni italiane mentre, ad esempio, in Francia, nonostante abbia un PIL ed una struttura proprietaria simile a quella italiana, ve ne erano solo sei<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Lucido, Renne (2017), Dinamiche del credito alle pmi e riflessioni operative, Fondazione nazionale dei commercialisti.

<sup>34</sup> Berger, Udell (1998), The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle, Journal of Banking & Finance 22, 613±673.

<sup>35</sup> Branca S. (2016), L'alternativa dei minibond, Aracne editrice, p.65.

È importante, inoltre, rimarcare che i debiti delle imprese italiane sono costituiti per il 66,5% da debiti bancari rispetto al 50% dell'area Euro e al 30% degli Stati Uniti e dell'Inghilterra<sup>36</sup>.

In Italia sono soprattutto le piccole e medie imprese a ricorrere all'indebitamento bancario; quest'ultimo costituisce la loro principale modalità di finanziamento in quanto rappresenta il 98% dei debiti finanziari complessivi contratti dalle p.m.i. italiane<sup>37</sup>. Tali imprese sono caratterizzate da un rapporto tra debiti su capitale proprio (*leverage*) particolarmente elevato (figura 3), non solo per un eccessivo utilizzo dell'indebitamento bancario, ma anche per una scarsa capitalizzazione.

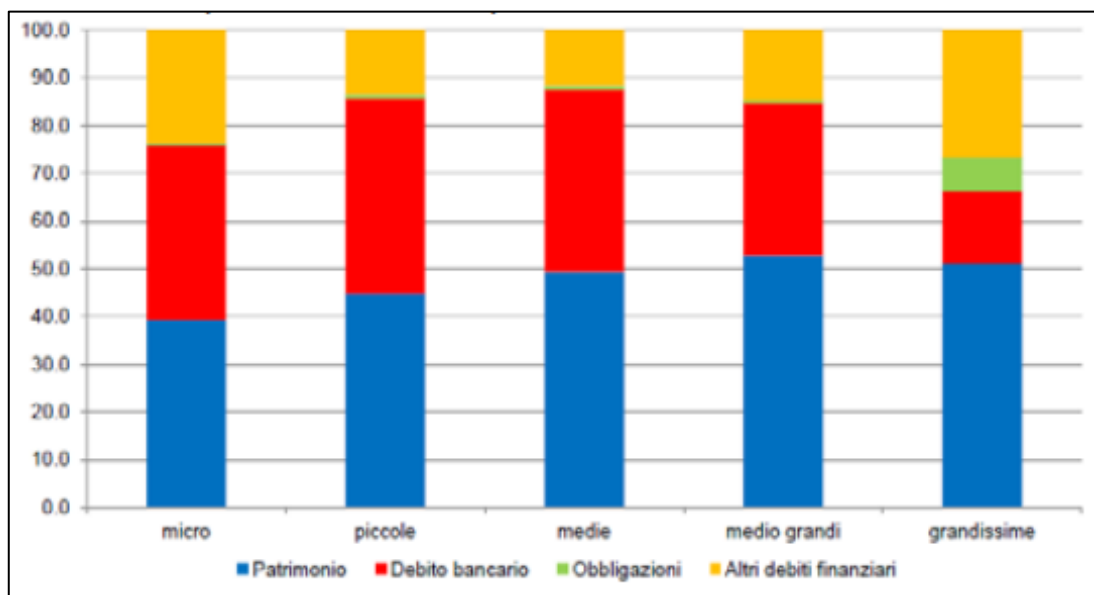


Figura 3 Composizione del passivo delle PMI italiane - "Banca d'Italia"

I proprietari delle p.m.i. italiane, infatti, sono spesso restii ad incrementare il capitale aziendale mediante l'ingresso di nuovi soci esterni. A tal proposito si può osservare un sottodimensionamento del mercato

---

<sup>36</sup> Gobbi G. (2013), Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali, VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze).

<sup>37</sup> Rapporto cerved pmi 2014.



finanziario italiano: le p.m.i., nonostante costituiscano l'ossatura del sistema economico-produttivo, rappresentano solo il 20% delle società quotate presso la Borsa Italiana.

Tale sistema finanziario banco-centrico rallenta fortemente la crescita delle p.m.i. italiane poiché esse spesso, a causa dell'indebitamento bancario, risultano essere restie ad investire in progetti rischiosi ed innovativi, in considerazione del fatto che perdono molta flessibilità in quanto sono obbligate a pagare gli interessi e a rimborsare il capitale a scadenze prestabilite. La scarsa propensione delle piccole e medie imprese nei confronti di tali investimenti è riconducibile anche al timore di perdere la proprietà dei beni concessi in garanzia alle banche, a causa di un eventuale mancato adempimento delle obbligazioni precedentemente assunte<sup>38</sup>. Inoltre le banche solitamente offrono alle imprese più innovative e meno strutturate forme di finanziamento maggiormente monitorabili (ad esempio le aperture di credito in conto corrente) poiché in tal modo riescono ad esercitare su di esse un'elevata pressione, costringendole a conseguire risultati economici positivi nell'immediato e a non focalizzarsi su piani di sviluppo a medio-lungo termine.

Un altro elemento di debolezza, insito nell'eccessivo indebitamento bancario, è costituito dalla sua marcata componente pro-ciclica poiché vi è la tendenza ad incrementare l'offerta nelle fasi positive dell'economia e a ridurla in quelle negative. Tale riduzione si verifica sia per una diminuzione della stessa offerta, che per un aumento del costo del debito (dovuto alla richiesta da parte delle banche di un tasso di interesse più elevato, per ricompensare il maggior rischio che si assumono nel

---

<sup>38</sup> Signorini L. (2015), Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia.

concedere credito)<sup>39</sup>. È noto infatti che, a causa della crisi e del conseguente andamento sfavorevole della congiuntura economica, si è verificato recentemente un rilevante fenomeno di *credit crunch*: un razionamento dei prestiti erogati dalle banche che ha determinato una ragguardevole stretta creditizia (figura 4).

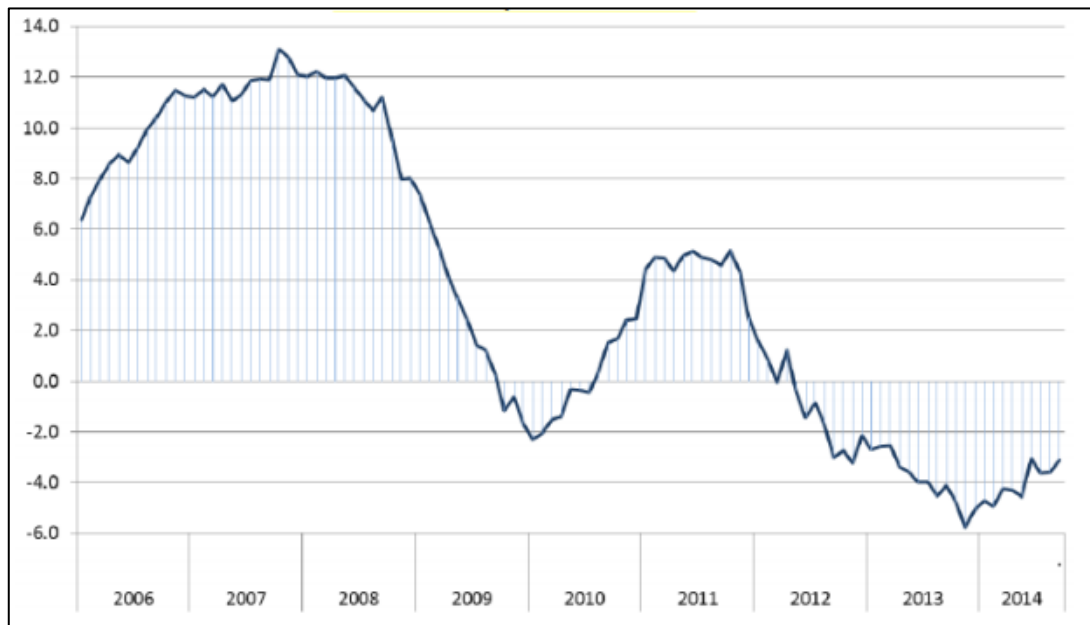


Figura 4 I prestiti bancari alle imprese (tasso variazione tendenziale) - "Banca d'Italia"

Il sistema bancario italiano ha risentito molto degli effetti deleteri della crisi. Le banche, infatti, hanno subito un contraccolpo sia dal punto di vista della redditività, che della qualità dell'attivo dello stato patrimoniale e, di conseguenza, hanno ridotto drasticamente la quantità di credito erogato, preferendo investimenti meno rischiosi come l'acquisto di titoli di stato. Le piccole e medie imprese italiane hanno sperimentato le ripercussioni più negative di tale razionamento, amplificate peraltro dal contestuale processo di fusione bancaria, poiché il 60% dei prestiti bancari richiesti da

---

<sup>39</sup> Forestieri G. (2014), I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio, Bancaria (6).

tali imprese non sono stati loro concessi<sup>40</sup>. Quindi le p.m.i. italiane, essendo state costrette a fronteggiare tale restrizione, hanno diminuito sempre più la dipendenza dal settore bancario: nel 2016 il 39% di esse non ha ricorso all'indebitamento bancario per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario<sup>41</sup>.

Tale situazione è stata resa ancor più drastica nel 2011 a seguito dell'introduzione di Basilea III, un accordo definito con l'obiettivo di incrementare la solvibilità e la solidità delle banche. Ciò ha comportato, però, l'introduzione di parametri per la concessione del credito molto restrittivi; le imprese, infatti, sono costrette a rispettare requisiti ben precisi per poter accedere al credito bancario. Basilea III ha pesantemente penalizzato le piccole e medie imprese in quanto la rischiosità di queste ultime veniva spesso sopravvalutata (a causa della loro sottocapitalizzazione), riducendo ulteriormente la loro possibilità di ricorrere all'indebitamento bancario<sup>42</sup>.

Tale fase congiunturale ha costituito un incentivo al cambiamento del sistema finanziario italiano stimolando sia la riduzione dell'indebitamento bancario, che un maggior ricorso al mercato obbligazionario e dell'*equity*. Sfruttando quest'ultimo mercato le imprese italiane non solo possono incrementare il livello di capitalizzazione, ma anche favorire l'ottenimento di ulteriori prestiti bancari, in virtù della loro maggior solidità e stabilità e del minor rapporto di indebitamento che le contraddistingue.

---

<sup>40</sup> Branca S. (2016), L'alternativa dei minibond, Aracne editrice, p.35.

<sup>41</sup> Rapporto cerved pmi 2017.

<sup>42</sup> Nel gennaio del 2014, a seguito dell'introduzione del supporting factor, gli accordi di Basilea sono stati modificati per ridurre il razionamento del credito subito dalle p.m.i., mediante l'eliminazione dei requisiti patrimoniali precedentemente introdotti per tali imprese.

### 3.3 Le forme di raccolta di mercato

Le piccole e medie imprese italiane, per poter sopravvivere e continuare a crescere, devono strutturarsi in maniera tale da ridurre l'indebitamento bancario e da incrementare il ricorso al mercato dell'*equity* ed obbligazionario, che costituiscono le principali forme di raccolta di mercato.

Per quanto riguarda il mercato dell'*equity* è necessario evidenziare che la quotazione, un processo mediante il quale si possono ottenere risorse a seguito dell'emissione e della vendita di azioni, non è soltanto un canale di finanziamento. La quotazione rappresenta, difatti, un momento di vitale importanza poiché l'impresa diviene "pubblica", in considerazione del fatto che una platea di individui inizia a nutrire interesse nei confronti della dinamica aziendale; si assiste, quindi, ad una modifica delle relazioni sia con gli stakeholder esterni (fornitori e clienti), che interni (dipendenti e manager)<sup>43</sup>.

Il vantaggio principale conseguibile mediante la quotazione sul mercato dell'*equity* consiste nell'opportunità di diversificare le fonti di finanziamento, aumentando il capitale di rischio raccolto e al contempo riducendo la dipendenza dall'indebitamento bancario. In tal modo si assiste ad una riduzione della leva finanziaria e ad un miglioramento dello *standing* creditizio: ciò consentirà la diminuzione del costo complessivo del finanziamento. La quotazione è fondamentale anche per consentire la crescita aziendale, sia perché spesso sono previsti incentivi per il management mediante piani di *stock option*<sup>44</sup>, sia perché si assiste ad un

---

<sup>43</sup> Branca S. (2016), L'alternativa dei minibond, Aracne editrice, p.47.

<sup>44</sup> Strumento finanziario derivato attribuito da una società ai propri dipendenti, generalmente dirigenti, che conferisce loro il diritto di acquistare a un determinato prezzo di convenienza azioni della società stessa entro un termine stabilito. La s.o. si configura come componente variabile del salario (Treccani).

miglioramento dell'immagine aziendale, grazie ad una maggior trasparenza, che consentirà all'impresa di attirare più facilmente finanziamenti a basso costo.

La scelta di non quotarsi, quindi, significa spesso rinunciare ad investimenti potenzialmente redditizi qualora l'impresa non possa vantare un adeguato livello di autofinanziamento: l'indebitamento bancario, difatti, non è lo strumento più efficace per finanziare gli investimenti innovativi in quanto essi sono contraddistinti da un'elevata riservatezza, dalla difficoltà di predirne gli esiti e da una spiccata componente immateriale (le imprese hanno meno disponibilità di *collateral*<sup>45</sup> da dare in garanzia).

Una delle principali problematiche del ricorso al mercato dell'*equity* è che esso costituisce un elemento di radicale discontinuità rispetto al tradizionale assetto di proprietà, basato sul ruolo fondamentale assunto dalla famiglia. Emerge, dunque, la necessità di distinguere con chiarezza il patrimonio aziendale da quello familiare e ciò spesso fa sì che l'imprenditore, temendo di perdere il controllo dell'impresa, preferisca non intraprendere il percorso della quotazione.

Altri fattori che esercitano un'influenza negativa sulla decisione di ricorrere al mercato dell'*equity* sono:

1. Lentezza del processo di quotazione che può durare fino a due anni, anche se in media sono sufficienti 6-8 mesi;
2. Dipendenza dall'andamento dei mercati e rischio di speculazione;
3. Pressione costante esercitata dagli investitori per il raggiungimento di risultati economici positivi nell'immediato, impedendo

---

<sup>45</sup> Giordano, Modena (2017), Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane, Consob (Discussion papers).

all'azienda di focalizzarsi su piani di sviluppo a medio-lungo termine;

4. Rilevanti oneri fiscali dovuti alla presenza di minori margini di discrezionalità nella valutazione di alcune poste di bilancio come ratei e risconti (dopo la quotazione il rapporto tra tasse e fatturato aumenta di circa il 2%<sup>46</sup>);
5. Ingenti sforzi organizzativi in quanto, ai fini della quotazione, è indispensabile un team dirigenziale motivato e capace, un livello elevato di trasparenza che consenta di enfatizzare i punti di forza dell'impresa migliorandone l'immagine ed, infine, un sistema di pianificazione e controllo in grado di assicurare la corrispondenza tra obiettivi e risultati conseguiti;
6. Predisposizione di un piano chiaro e sostenibile da sviluppare e condividere con i nuovi investitori, oltre che da giustificare passo per passo alla comunità finanziaria;
7. Costi elevati compresi tra il 3,5% e il 7% del valore complessivo dell'offerta.

In Italia, a causa di tali criticità, la quotazione è stata a lungo una scelta marginale: il rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL è nettamente inferiore rispetto agli altri paesi sviluppati (figura 5).

---

<sup>46</sup> Giordano, Modena (2017), Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane, Consob (Discussion papers).

	Canada	Germany	France	Spain	UK	Italy	Japan	Russian Federation	United States
2000	103,8%	65,1%	105,7%	84,69%	165,7%	67,3%	66,7%	0,0%	146,9%
2001	83,6%	54,9%	85,0%	74,80%	139,9%	45,4%	54,4%	0,0%	131,7%
2002	117,2%	33,0%	64,5%	65,46%	110,5%	37,7%	52,0%	0,0%	100,7%
2003	102,0%	43,1%	73,4%	80,08%	124,8%	39,2%	68,6%	0,0%	123,9%
2004	115,1%	42,4%	73,4%	87,95%	122,5%	43,9%	76,4%	0,0%	133,0%
2005	126,8%	42,0%	79,8%	82,95%	126,4%	43,1%	100,0%	0,0%	129,8%
2006	129,3%	54,5%	104,4%	104,62%	146,1%	52,8%	105,9%	0,0%	141,2%
2007	149,3%	61,2%	102,9%	121,66%	129,5%	48,7%	99,4%	0,0%	137,6%
2008	66,7%	29,6%	50,4%	58,00%	66,9%	21,8%	64,3%	0,0%	78,7%
2009	122,3%	37,8%	72,2%	95,70%	nd	30,0%	65,7%	62,3%	104,6%
2010	134,6%	41,8%	72,2%	81,84%	nd	25,2%	69,6%	62,4%	115,5%
2011	106,9%	31,5%	54,3%	69,29%	nd	19,0%	56,3%	38,6%	100,8%
2012	112,9%	42,0%	67,4%	74,26%	nd	23,2%	58,4%	38,0%	115,6%
2013	115,0%	51,7%	81,9%	81,54%	113,8%	28,9%	92,6%	34,5%	144,2%
2014	117,5%	44,9%	73,7%	71,88%	106,5%	27,5%	95,3%	19,0%	151,8%
2015	102,8%	51,1%	86,2%	65,65%	nd	nd	118,7%	29,7%	139,7%

Figura 5 Capitalizzazione di borsa in rapporto al PIL (2000-2015) – “World Bank, IBRD-IDA”

Tale dinamica è dovuta all’esiguo numero di imprese quotate in quanto il mercato dell’*equity* non sembrerebbe essere adatto alle imprese di dimensioni medio-piccole. È noto, infatti, che queste ultime costituiscono l’ossatura del sistema economico-produttivo italiano e che molto spesso decidono di non quotarsi, determinando così il sottodimensionamento del mercato borsistico italiano.

Per sopperire a tale situazione problematica, Borsa Italiana S.p.A. ha varato numerosi nuovi progetti. Il 25 settembre 2008, ad esempio, è stato costituito “AIM Italia”, un mercato MTF (Multilateral Trading Facilities) che è regolato in base alla direttiva MIFID 2 e regolamentato dalla stessa Borsa Italiana. L’introduzione di AIM Italia rappresenta uno dei principali risvolti dell’integrazione tra la Borsa Italiana ed il London Stock Exchange ed ha come obiettivo quello di offrire alle p.m.i. italiane un flusso maggiore di investimenti, provenienti in particolar modo dal

mercato borsistico inglese<sup>47</sup> (caratterizzato dalla presenza di numerosi fondi specializzati negli investimenti alle p.m.i.).

Il mercato AIM Italia, infatti, è stato ideato per sostenere la quotazione delle piccole e medie imprese italiane grazie a procedure semplificate, caratterizzate dall'assenza di requisiti minimi in termini di: *track record* di bilancio, dimensione aziendale e resoconti trimestrali.

Logicamente le imprese che si quotano su tale mercato devono, comunque, rispettare alcuni obblighi:

1. Flottante<sup>48</sup> minimo del 10%, suddiviso tra almeno cinque investitori istituzionali;
2. Assenza di vincoli inerenti la trasferibilità delle azioni;
3. Capitale operativo sufficiente per gestire la società nei primi 12 mesi dopo la quotazione;
4. Nomina di un Nomad tra i soggetti iscritti nell'apposito registro tenuto da Borsa Italiana. Tale fase costituisce un momento critico poiché sarà il Nomad, dopo aver verificato che l'impresa sia pronta ad affrontare il processo di quotazione<sup>49</sup>, a rilasciare la certificazione per l'ammissione ad AIM Italia (non è prevista nessun'altra verifica successiva da parte di Borsa Italiana);
5. Nomina di uno Specialista che garantisca la liquidità del titolo e che eviti eccessive oscillazioni dei prezzi. Esso, inoltre, stabilisce periodicamente controlli e verifiche sulle società quotate, i cui risultati sono successivamente messi a disposizione degli investitori;

---

<sup>47</sup> Peyrano L. (2009), Il mercato di Borsa per le PMI: AIM Italia, Gruppo 24 Ore, p. 58.

<sup>48</sup> Parte del capitale sociale di un'impresa effettivamente disponibile per la circolazione sul mercato azionario. (Treccani).

<sup>49</sup> Il Nomad effettua un controllo dettagliato sul management aziendale, sulle potenzialità di crescita e sul possibile esito della quotazione.



6. Redazione del documento di ammissione contenente informazioni utili riguardanti la società (attività, management, azionisti, dati economico-finanziari);
7. Lotto minimo di negoziazione pari a 1.500 euro.

In conclusione, l'AIM Italia è adatto alle p.m.i. italiane con elevato potenziale di crescita, sia perché contraddistinto da una regolamentazione flessibile e da pochi requisiti di accesso, sia perché, al contempo, consente a tali imprese di beneficiare di un'elevata visibilità, dando loro la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento.

Nel mercato obbligazionario le imprese reperiscono capitale di debito mediante l'emissione di titoli a medio-lungo termine. Gli investitori che sottoscrivono tali titoli diventano creditori dell'impresa emittente ed assumono il diritto di riscossione degli interessi e del rimborso del capitale a scadenza. Sono, dunque, solo in parte esposti al rischio d'impresa (in caso di procedura di liquidazione verranno rimborsati prima i creditori e poi, con le risorse residue, gli azionisti).

L'emissione delle obbligazioni consente alle imprese di trarre vari benefici, in quanto potranno diversificare le fonti di finanziamento (con conseguente miglioramento dello *standing* creditizio e riduzione del costo del finanziamento complessivo) e rivolgersi ad un'ampia platea di investitori. Inoltre le obbligazioni, essendo titoli a medio-lungo termine, consentono alle imprese di effettuare un *matching* tra le scadenze delle attività e delle passività, attenuando così il rischio di liquidità a cui sono esposte<sup>50</sup>.

In Italia il ricorso a tale modalità di finanziamento è aumentato cospicuamente negli ultimi anni, non solo perché le imprese possono

---

<sup>50</sup> Banfi, Pampurini (2014), I minibond per il finanziamento delle imprese: aspetti tecnici e evoluzione del mercato italiano, Osservatorio monetario Università Cattolica del Sacro Cuore (n. 3).

sfruttare tali benefici, ma anche perché sono state costrette ad affrontare una rilevante riduzione dei crediti elargiti dalle banche (*credit crunch*). Dal 2009 al 2013, durante gli anni della crisi, si è assistito infatti ad un maggior ricorso al mercato obbligazionario, con collocamenti medi annui di 30 miliardi di euro (figura 6).

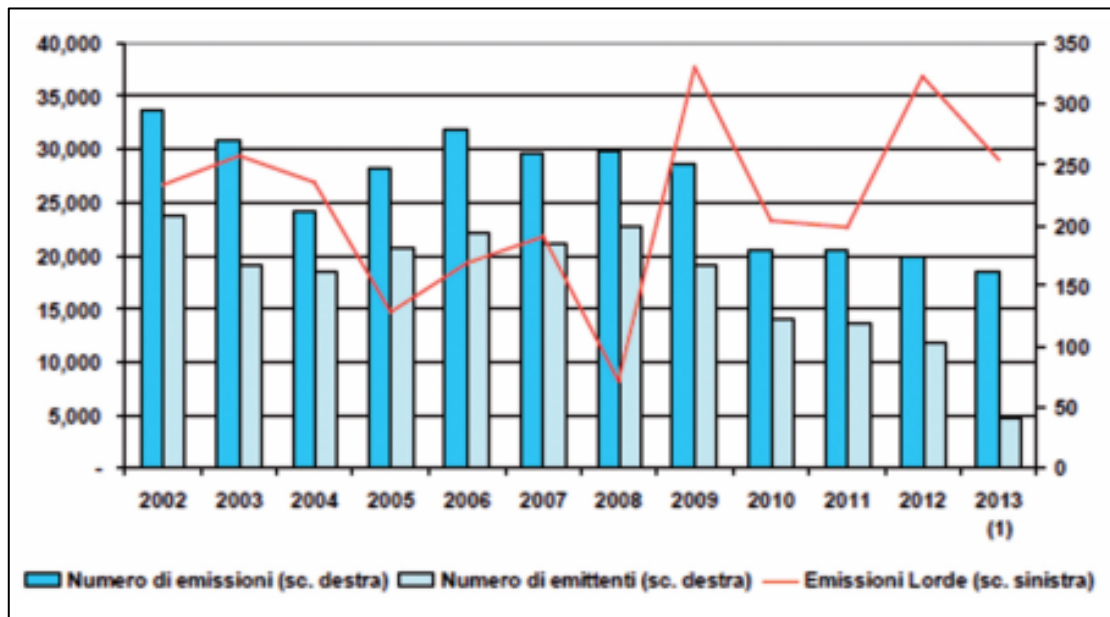


Figura 6 Obbligazioni lorde di società italiane non finanziarie – “Banca d’Italia e Dealogic”

Tale espansione, però, non è stata uniforme in quanto ha riguardato prettamente le imprese di grandi dimensioni, mentre addirittura si è verificato un calo delle emissioni, sia del numero che dell’entità, effettuate dalle piccole e medie imprese italiane<sup>51</sup>.

Tale dinamica è dovuta all’elevato costo dei titoli obbligazionari, essendo questi ultimi vantaggiosi solo per le imprese che effettuano emissioni ingenti; le p.m.i. italiane sono costrette, invece, a collocare obbligazioni dal ridotto importo unitario che risulteranno essere poco liquide. Tali titoli non saranno particolarmente appetibili per gli investitori, oltre che per il problema della scarsa liquidità, anche per lo *standing* creditizio non

<sup>51</sup> Branca S. (2016), L’alternativa dei minibond, Aracne editrice, p.75-76.

elevato delle piccole e medie imprese (generalmente poco solide e particolarmente rischiose) e per la loro opacità, poiché sono riluttanti a divulgare informazioni private riguardanti l'azienda e redigono bilanci meno dettagliati ed accurati.

Per migliorare tale situazione è stato varato il decreto legge 22 giugno 2012 n. 83 ("Decreto Sviluppo") che ha introdotto numerose misure a vantaggio delle piccole e medie imprese italiane, modificando il quadro normativo riguardante l'emissione di titoli di debito<sup>52</sup>

Gli strumenti finanziari introdotti mediante tale decreto sono i minibond: titoli di debito a medio/lungo termine, emessi da società non quotate sui mercati regolamentati<sup>53</sup>.

Per quanto riguarda le obbligazioni, la più grande novità è costituita dalla deroga ai limiti previsti dal codice civile: mentre in precedenza potevano emettere obbligazioni per un importo complessivo superiore al doppio del capitale sociale (più le riserve) solo le imprese quotate sui mercati regolamentati, o solo qualora le obbligazioni eccedenti tale limite fossero offerte esclusivamente ad investitori professionali (sottoposti a vigilanza prudenziale), con il Decreto Sviluppo tale possibilità è concessa anche alle società non quotate. Ciò, però, è possibile solo nel caso in cui le obbligazioni vengano emesse su un mercato regolamentato o su un MTF o se vengano offerte esclusivamente ad investitori qualificati.

Inoltre con il Decreto Sviluppo, per incrementare il numero delle obbligazioni emesse rendendole meno costose, sono stati introdotti benefici fiscali che avvantaggiano sia le imprese emittenti (deducibilità

---

<sup>52</sup> La disciplina non riguarda quelle imprese che hanno meno di dieci dipendenti e il cui fatturato o bilancio annuo non superi i 2 milioni di euro (le così dette microimprese).

<sup>53</sup> I minibond si suddividono in obbligazioni, cambiali finanziarie ed obbligazioni partecipative e subordinate.

degli interessi passivi e deducibilità immediata dei costi di emissione), che gli investitori (esenzione della ritenuta sugli interessi).

Nel febbraio 2013 è stato costituito il Segmento Professionale “Extra Mot Pro”, un mercato MTF riservato ai soli investitori professionali, per consentire alle piccole e medie imprese italiane di quotare i propri strumenti di debito su un mercato ad esse dedicato.

Borsa Italiana ha ideato tale mercato con l’obiettivo di coinvolgere maggiormente gli operatori internazionali per quanto riguarda il finanziamento delle p.m.i., in quanto ad essi è concessa la possibilità di smobilizzare facilmente e rapidamente gli investimenti, riducendo così il rischio di liquidità a cui sono esposti. Tale dinamica avvantaggia anche le imprese emittenti poiché, in virtù del minor rischio, le obbligazioni saranno caratterizzate da tassi di interesse non troppo elevati e quindi il costo dell’emissione risulterà essere limitato.

L’Extra Mot Pro risulta essere sufficientemente flessibile in quanto, rappresentando come detto in precedenza un compromesso tra rischio e rendimento, facilita l’incontro tra domanda ed offerta di mezzi finanziari<sup>54</sup>.

Tale mercato è stato ideato per le p.m.i. e dunque esse possono accedervi facilmente, sia perché è caratterizzato da requisiti d’accesso ed obblighi informativi ridotti, sia perché la procedura di quotazione è rapida e semplificata. Per l’emissione dei minibond, infatti, è sufficiente rispettare pochi requisiti iniziali, riguardanti la pubblicazione ed il deposito dei bilanci degli ultimi due esercizi (di cui almeno l’ultimo deve essere obbligatoriamente sottoposto a revisione legale) e la presentazione di un documento di ammissione. Quest’ultimo deve contenere le seguenti

---

<sup>54</sup> Arlotta, Bertolotti, Calvani, Negozio, Fici, Liberatore, Pasquetti, Pesaro, Scialdone, Salvatici, Venturini (2014) La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Franco Angeli, p.88-90.

informazioni: persone responsabili, fattori di rischio, informazioni sull'emittente, struttura organizzativa, azionisti, informazioni finanziarie, caratteristiche degli strumenti emessi ed, infine, ammissione alle negoziazioni<sup>55</sup>.

L'ammissione alla quotazione è effettuata presentando un'apposita domanda (in base al modello fornito da Borsa Italiana) e lo stesso documento di ammissione. La procedura successiva è estremamente rapida poiché Borsa Italiana avrà a disposizione sette giorni per rigettare o accogliere la domanda e, in quest'ultimo caso, dovrà stabilire entro due giorni la data di negoziazione.

Dopo aver terminato con successo tale procedura, le società emittenti devono rispettare altri pochi requisiti: pubblicare il bilancio assoggettato a revisione legale, comunicare il *rating* (qualora sia disponibile) ed, infine, diffondere informazioni riguardanti il prezzo, le cedole, l'ammortamento ed i casi di rimborso anticipato<sup>56</sup>.

In conclusione, tali misure sono state ideate per incrementare le emissioni di obbligazioni da parte delle p.m.i. italiane in quanto ciò consente loro: una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento, una minore dipendenza dall'indebitamento bancario, l'accesso diretto al mercato di capitali e l'incontro con un'ampia platea di investitori finanziari.

---

<sup>55</sup> Tali informazioni rappresentano solo alcune di quelle richieste dalla direttiva 2003/71/CE.

<sup>56</sup> Banfi, Pampurini (2014), I minibond per il finanziamento delle imprese: aspetti tecnici e evoluzione del mercato italiano, Osservatorio monetario Università Cattolica del Sacro Cuore (n. 3).

### 3.4 Ammontare e costo delle forme di finanziamento

Per verificare se l'introduzione di AIM Italia e dei minibond abbia soddisfatto le aspettative iniziali e se i risultati di tali strumenti possano essere ritenuti soddisfacenti, è necessario analizzarne i costi e l'entità.

Il mercato AIM Italia è stato costituito per favorire la quotazione delle p.m.i. italiane, in virtù di costi più contenuti rispetto a quelli del mercato principale di Borsa Italiana (MTA). Tale dinamica è riconducibile sia ad una procedura di quotazione più rapida, la cui durata media è di tre-quattro mesi (non di sei-otto mesi come presso l'MTA)<sup>57</sup>, sia ad un minor numero di intermediari richiesti (Nomad e Specialista).

Il costo complessivo della quotazione, che solitamente non equivale a più del 10% del capitale raccolto<sup>58</sup>, è costituito da:

1. Costo di collocamento dei titoli, crescente all'aumentare della dimensione della società emittente e dell'entità dell'offerta. Dunque si tratta di un costo variabile, il cui valore mediamente oscilla tra il 3% ed il 6% del capitale raccolto, che viene corrisposto al broker per ricompensare la sua attività di collocamento dei titoli;
2. Costi fissi, necessari per la remunerazione di tutti i soggetti coinvolti nel processo di quotazione. Il loro impatto sul costo totale è tanto maggiore quanto più è bassa la valutazione della società.

Il mercato AIM è stato introdotto in Italia con l'obiettivo di emulare i risultati dell'omonimo mercato inglese, che nel 2017 poteva vantare la presenza di ben 960 imprese quotate ed una capitalizzazione di 106 miliardi di sterline<sup>59</sup>.

---

<sup>57</sup> Informazione tratta da: "L'offerta di Borsa Italiana per le PMI".

<sup>58</sup> Peyrano L. (2009), Il mercato di Borsa per le PMI: AIM Italia, Gruppo 24 Ore, p. 145.

<sup>59</sup> AIM statistics 6/08/2018 – London Stock Exchange.

Il mercato AIM Italia è ancora lontano dal raggiungere tali risultati anche se recentemente si sta assistendo ad una sua rilevante crescita. Il numero delle società quotate, infatti, è aumentato di ben 27 volte, passando da 4 nel 2009 a 108 nel 2018 (figura 7).

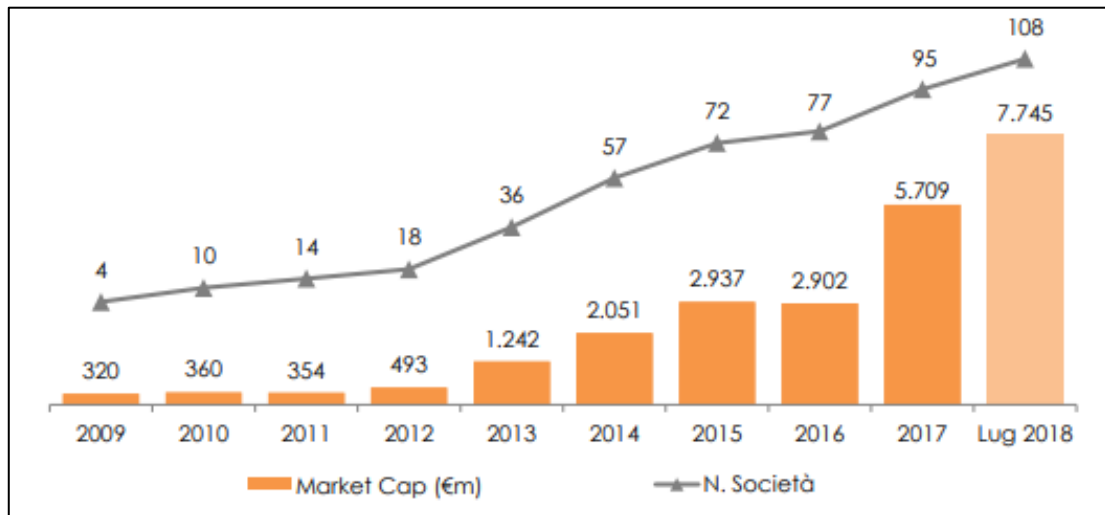


Figura 7 Evoluzione N. società e Capitalizzazione "Osservatorio AIM Italia"

A testimonianza di tale espansione, risulta importante ricordare che nel 2018 sono state già effettuate 16 IPO e complessivamente, dal 2008 ad oggi, il capitale raccolto su tale mercato è pari a 4 miliardi di euro, di cui 3,5 miliardi provenienti da IPO e 558 milioni da operazioni sul mercato secondario.

Sono, inoltre, evidenti i benefici esistenti per le p.m.i. quotate poiché il 74% di esse ha beneficiato di una crescita dei ricavi ed il 64% dell'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Un miglioramento si rileva anche da un punto di vista della governance, in considerazione del fatto che le società con amministratori indipendenti sono aumentate fino a divenire il 97% di tutte le società quotate sul mercato AIM Italia. A trarre beneficio da tale maggiore solidità delle p.m.i. sarà in parte anche la collettività, in quanto l'occupazione è

creciuta del 12% rispetto al 2016 grazie all'assunzione di circa 18 mila dipendenti<sup>60</sup>.

Il recente sviluppo del mercato AIM Italia è in parte dovuto all'introduzione, con la legge di Bilancio 2017, dei P.I.R (Piani Individuali di Risparmio): una nuova forma di risparmio fiscalmente incentivato volto ad incrementare i flussi di investimenti verso le piccole e medie imprese. I P.I.R., infatti, devono investire almeno il 21% del denaro raccolto nelle p.m.i. italiane quotate e ciò ha permesso ad AIM Italia, in considerazione del fatto che i fondi P.I.R. detengono già una quota pari al 23% del flottante su tale mercato, di beneficiare di una maggiore liquidità e di un più elevato numero di investitori specializzati<sup>61</sup>.

Per quanto riguarda i minibond, è necessario evidenziare che la loro convenienza dipende dalla presenza dei seguenti costi di collocamento<sup>62</sup>:

1. Corrispettivo pagato all'*advisor* per ricompensare la sua assistenza durante tutto il processo di quotazione. Spesso è corrisposto solo in caso di successo dell'operazione (*success fee*) e si attesta tra l'1% e il 3% del valore complessivo dell'emissione;
2. Costi legali per la gestione della documentazione sia in sede di ammissione che di quotazione. Assumono un valore che varia dallo 0,5% allo 0,75% del valore nominale dell'emissione;
3. Costi di revisione riconducibili all'obbligo, in capo alla società emittente, di sottoporre a revisione almeno l'ultimo dei due

---

<sup>60</sup> Lambiase A. (2018), Le principali evidenze: risultati, liquidità e governance, Osservatorio AIM Italia.

<sup>61</sup> Osservatorio AIM Italia 2018 – IR Top Consulting.

<sup>62</sup> Branca S. (2016), L'alternativa dei minibond, Aracne editrice, p.132-134.



bilanci pubblicati. L'ammontare di tali costi varia da 5 mila a 15 mila euro annui in base al fatturato delle imprese;

4. Costo di quotazione obbligatorio solo per le imprese non quotate qualora decidano di intraprendere tale percorso. Borsa Italiana ha, comunque, stabilito che tale onere dovesse essere molto ridotto, di appena 2500 euro, per incentivare nuove quotazioni;
5. Spese di *rating* comprese tra i 10 mila e i 20 mila euro annui. Il *rating* non è obbligatorio anche se spesso le imprese emittenti preferiscono che sia loro assegnato per mostrare la propria solidità ed attrarre quanti più investitori possibili.

I minibond sono caratterizzati non soltanto dalla presenza dei costi di collocamento, che complessivamente variano dal 2,5% al 4% del valore nominale dell'emissione<sup>63</sup>, in quanto ad essi si devono aggiungere anche gli interessi corrisposti agli investitori. Il tasso di interesse è il risultato della negoziazione tra emittente ed investitore e dipende da molti elementi, quali: *rating* dell'emittente, *spread* sui finanziamenti bancari, eventuali garanzie e caratteristiche del titolo. Di solito il tasso di interesse dei minibond è compreso tra il 6% ed il 9% del valore nominale dell'emissione e, dunque, risulta essere particolarmente elevato sia per coprire il rischio di default dell'impresa emittente, sia per la ristrettezza del mercato che rende molto difficile la liquidazione di tali titoli.

Al contempo i vantaggi conseguibili mediante il ricorso ai minibond sono numerosi: tempistiche rapide dell'operazione (circa 4 mesi); avvicinamento agli investitori istituzionali dovuto all'accesso sul mercato dei capitali; diversificazione delle fonti di finanziamento per ridurre la dipendenza dall'indebitamento bancario e per allineare le scadenze delle

---

<sup>63</sup> Arlotta, Bertolotti, Calvani, Negozio, Fici, Liberatore, Pasquetti, Pesaro, Scialdone, Salvatici, Venturini (2014) La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Franco Angeli, p. 69.

attività e delle passività; maggiore visibilità con conseguente miglioramento dell'immagine aziendale<sup>64</sup>.

Grazie a tali benefici è possibile comprendere il rapido sviluppo del mercato dei minibond in Italia. Nel 2017 vi sono state, infatti, 170 emissioni effettuate da 137 imprese (alcune di esse hanno collocato più minibond), mentre nel 2016 le società emittenti erano state solo 90. Complessivamente, dal 2012 al 2017, 326 imprese hanno emesso minibond, di cui 162 sono p.m.i. (49,7%); invece nel 2017 quest'ultima tipologia di imprese ha collocato il 56,2% dei titoli totali (a testimoniare l'appetibilità sempre più elevata dei minibond per le piccole e medie imprese italiane).

Da un punto di vista delle emissioni, esse sono state 170 nel 2017 (di cui 147 sotto i 50 milioni di euro), mentre nel 2016 erano state 110 (di cui 94 sotto i 50 milioni).

Le emissioni complessivamente effettuate dal 2012 in poi sono state 467, di cui il 51,8% è stato effettuato dalle p.m.i., percentuale che è aumentata fino a raggiungere l'attuale 58,8%, a testimonianza della sempre maggior diffusione dei minibond tra le p.m.i. (figura 8).

I minibond sono contraddistinti da un tasso d'interesse che risulta essere mediamente maggiore di più di 2 punti percentuali<sup>65</sup> rispetto all'indebitamento bancario; ciò fa sì che i minibond siano utilizzati soprattutto per finanziare processi di crescita interna (nel 63% dei casi) piuttosto che per una ristrutturazione delle passività<sup>66</sup>.

---

<sup>64</sup> Branca S. (2016), L'alternativa dei minibond, Aracne editrice, p. 156-157.

<sup>65</sup> Branca S. (2016), L'alternativa dei minibond, Aracne editrice, p.164.

<sup>66</sup> Osservatorio Mini-Bond 4° Report italiano sui Mini-Bond.

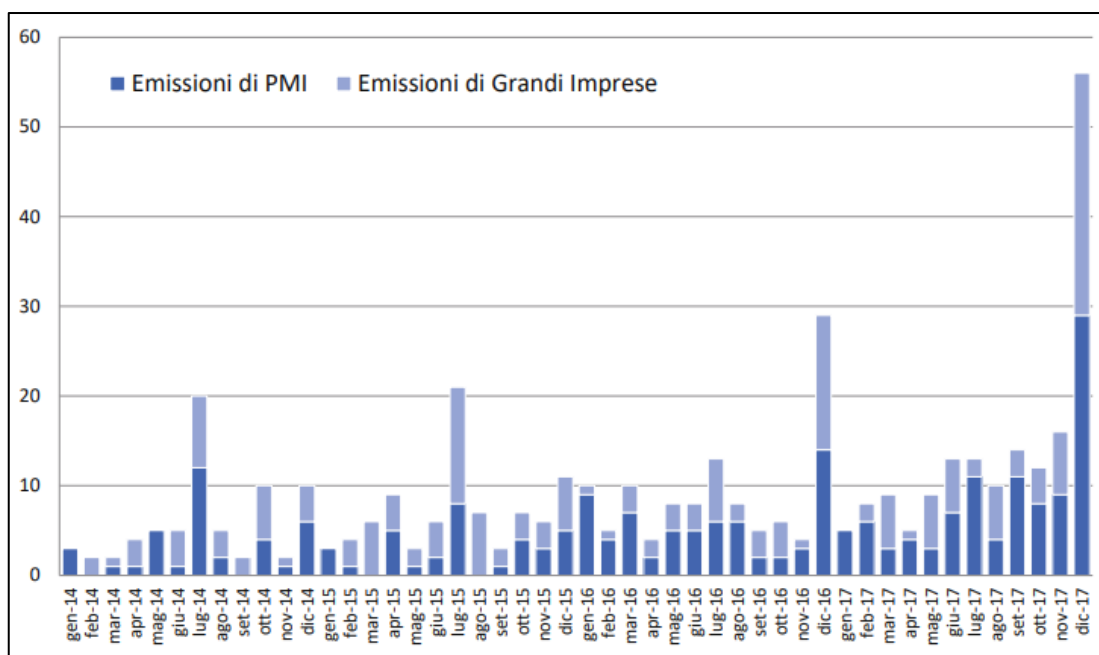


Figura 8 Emissioni di mini-bond, rispetto alla dimensione dell'impresa emittente – “4° REPORT ITALIANO SUI MINI-BOND”

La diffusione dei minibond potrebbe aumentare ulteriormente grazie ad un maggior coinvolgimento degli investitori istituzionali. In tal modo, difatti, tali titoli diventerebbero più convenienti e meno costosi per le imprese emittenti, in quanto caratterizzati da una maggior liquidità e domanda.

Si potrebbe assistere così ad un aumento del numero e dell'entità delle emissioni dei minibond, in considerazione del fatto che uno dei principali limiti alla diffusione di tali titoli è costituito dal numero troppo limitato di investitori. Vi sono, infatti, diverse categorie di investitori che risultano essere ancora assenti o mal rappresentate, come i fondi pensione, le casse previdenziali e le assicurazioni (che sembrano focalizzarsi quasi esclusivamente su emissioni sopra 50 milioni di euro)<sup>67</sup>.

<sup>67</sup> Osservatorio Mini-Bond 4° Report italiano sui Mini-Bond.

### 3.5 Conclusioni

Le piccole e medie imprese italiane sono da sempre contraddistinte da un eccessivo ricorso all'indebitamento bancario, che rappresenta il 98% dei debiti finanziari complessivamente contratti da tali imprese, e ciò rallenta il loro processo di crescita.

I prestiti bancari, difatti, non sono lo strumento migliore per coprire gli investimenti innovativi, in quanto questi ultimi necessitano di un'elevata flessibilità e riservatezza, e sono contraddistinti dalla difficoltà di predirne gli esiti e da una spiccata componente immateriale; tali aspetti, infatti, non sono propriamente compatibili con la natura stessa dei prestiti bancari.

Un'altra debolezza, insita nell'indebitamento bancario, è rappresentata dalla riduzione dell'offerta nelle fasi negative dell'economia. Durante la crisi si è, infatti, verificato un rilevante fenomeno di riduzione del credito elargito dalle banche (*credit crunch*)<sup>68</sup>.

Le autorità italiane hanno tentato di sfruttare tale situazione negativa per stimolare un maggior ricorso al mercato obbligazionario e dell'*equity*.

In passato le piccole e medie imprese italiane hanno sfruttato poco tali mercati, nonostante i vantaggi conseguibili grazie ad essi (diversificazione delle fonti di finanziamento, miglioramento dello *standing* creditizio, crescita aziendale, allineamento delle scadenze di attività e passività, maggior visibilità), in quanto ritenevano fossero adatti solo ad imprese di dimensioni più grandi.

Per affrontare tale situazione e con l'obiettivo di avvicinare le p.m.i. italiane al mercato dei capitali, sono stati costituiti sia il mercato AIM Italia (nel 2008), che i minibond (nel 2012). Entrambi sono risultati essere particolarmente adatti alle caratteristiche delle p.m.i. italiane, grazie alla

---

<sup>68</sup> Il 60% dei prestiti bancari richiesti dalle p.m.i. italiane non sono stati loro concessi.

presenza di procedure semplificate e di costi non elevati, e ciò ha permesso di conseguire risultati in linea con le aspettative iniziali.

## **4. Soluzioni di finanza innovativa per PMI ad elevato potenziale: la piattaforma ELITE**

### **4.1 Introduzione**

Il progetto Elite rappresenta una delle iniziative istituite da Borsa Italiana per favorire lo sviluppo e l'internazionalizzazione delle piccole e medie imprese italiane. Elite è una piattaforma di servizi integrati riservata alle p.m.i. meritevoli, con ampi margini di crescita e che rispettino requisiti ben precisi di fatturato, risultato operativo e utile di esercizio.

Il progetto Elite, suddiviso in tre fasi (*get ready, get fit, get value*) che si focalizzano rispettivamente su cambiamenti culturali, implementazione delle linee guida e visibilità, ha come obiettivo principale quello di ridurre la distanza tra gli investitori e le imprese ammesse alla piattaforma, incentivando in particolar modo i processi di quotazione.

L'impatto di Elite sulle p.m.i. italiane è stato rilevante in quanto l'appetibilità di tale piattaforma è aumentata rapidamente perché le imprese partecipanti, come è emerso dall'analisi effettuata su un campione, hanno conseguito risultati interessanti in termini di utile di esercizio, fatturato e redditività. Ciò è avvenuto anche grazie alla collaborazione dei numerosi partner di Borsa Italiana, che hanno fornito strumenti finanziari adeguati ed hanno rappresentato uno stimolo per l'attuazione dei cambiamenti necessari. Le società Elite sono divenute, quindi, più attraenti per gli investitori, rendendo così possibile un percorso finalizzato all'apertura sul mercato dei capitali. Tali imprese hanno effettuato 13 IPO e 44 emissioni obbligazionarie, evidenziando un trend di apertura sul mercato dei capitali reso possibile dall'accesso privilegiato al network di operatori partner di Borsa Italiana e dal confronto con le società quotate.

Sempre con l'obiettivo di favorire la crescita delle p.m.i., Borsa Italiana ha introdotto anche gli elite basket bond, un nuovo strumento di finanziamento che consente a tali imprese di beneficiare della presenza di un tasso cedolare non elevato, soprattutto se relazionato alle loro ridotte dimensioni, e di ottenere anche altri numerosi vantaggi (soddisfacimento delle necessità di finanziamento a medio e lungo termine, standardizzazione della struttura finanziaria, ricorso a forme di finanziamento alternative, maggior coinvolgimento degli investitori).

Gli elite basket bond sono titoli garantiti da obbligazioni emesse (con medesima durata e tasso di interesse) da società Elite e sottoscritte da un *special purpose vehicle* che provvederà a trasformarle in un'unica tipologia di titoli; quest'ultimi verranno successivamente collocati presso una platea di investitori istituzionali mediante la piattaforma Elite.

La prima emissione di elite basket bond è stata effettuata nel dicembre del 2017 da 10 società Elite che hanno dovuto pagare un tasso cedolare del 4,3% e costituire un fondo per il *credit enhancement*, una garanzia fornita in forma mutualistica per coprire le eventuali insolvenze delle imprese emittenti.

## **4.2 La piattaforma ELITE, principali caratteristiche ed evidenze**

Borsa Italiana ha istituito nel 2012 il progetto Elite per favorire lo sviluppo manageriale ed organizzativo delle piccole e medie imprese italiane. Borsa Italiana, con Elite, non ha voluto costituire un nuovo mercato o un nuovo segmento<sup>69</sup>, ma una piattaforma di servizi integrati che permetta alle p.m.i. aderenti di crescere ed internazionalizzarsi, affrontando con

---

<sup>69</sup> Arlotta, Bertolotti, Boccia, Negozio, Pesaro, Venturini (2012), Elite ed AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane, Franco Angeli, p.25.

successo le nuove dinamiche della competizione globale caratterizzata da un contesto territoriale sempre più ampio ed in continuo cambiamento<sup>70</sup>.

Grazie ad Elite, infatti, le imprese ottengono le competenze industriali, finanziarie ed organizzative necessarie per vincere le sfide sui mercati internazionali in quanto migliorano così la propria visibilità, competitività e capacità di attrarre nuovi investitori.

Borsa Italiana, per favorire i processi di crescita ed internazionalizzazione delle p.m.i. aderenti alla piattaforma Elite, si è avvalsa della collaborazione di numerosi ed importanti partner, provenienti sia dal settore pubblico che dal mondo finanziario.

Il contributo ad Elite del settore pubblico si realizza mediante l'intervento del MEF (Ministero dell'Economia e delle Finanze) e di Confindustria; il progetto, in tal modo, diviene più credibile e sostenibile e, al contempo, garantisce maggior supporto alle iniziative delle p.m.i. più meritevoli mediante il superamento ed il soddisfacimento delle loro principali problematiche e necessità.

I partner finanziari di Borsa Italiana sono numerosi (Associazione Bancaria Italiana, Fondo Strategico Italiano, SACE, SIMEST, il Fondo Italiano di Investimento) e la loro partecipazione ad Elite garantisce l'impegno del settore finanziario a fornire strumenti adeguati per la crescita delle piccole e medie imprese italiane, tenendo conto delle loro specifiche esigenze.

La piattaforma Elite è stata ideata esclusivamente per le imprese meritevoli e con ampi margini di crescita; esse, dunque, devono rispettare i seguenti requisiti:

---

<sup>70</sup> Arlotta, Bertolotti, Calvani, Negozio, Fici, Liberatore, Pasquetti, Pesaro, Scialdone, Salvatici, Venturini (2014) La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Franco Angeli, p.125.



1. Fatturato superiore a 10 milioni di euro oppure a 5 milioni di euro purché nell'ultimo periodo amministrativo vi sia stata una crescita superiore del 15%;
2. Risultato operativo maggiore del 5% del fatturato;
3. Utile di esercizio dell'ultimo bilancio maggiore di zero e regolarmente approvato.

Borsa Italiana può, comunque, consentire l'accesso alla piattaforma Elite anche ad imprese che non rispettino tali requisiti dopo aver condotto una verifica dettagliata su: l'andamento macroeconomico, le caratteristiche del settore, la presenza di eventuali circostanze aziendali straordinarie o temporanee ed, infine, il recente ingresso nel capitale di un investitore istituzionale<sup>71</sup>.

Le aziende che possiedano i requisiti richiesti ed intendano partecipare ad Elite devono inoltrare a Borsa Italiana una domanda costituita dalla seguente documentazione: descrizione del profilo societario, presentazione del piano industriale con gli obiettivi di sviluppo e le compatibilità finanziarie e, infine, ultimo bilancio depositato. Un apposito comitato di valutazione, indipendente da Borsa Italiana, analizzerà tale domanda e stabilirà se la società possa essere ammessa al Progetto<sup>72</sup>.

Elite è caratterizzato da un programma che si suddivide in tre fasi: *get ready*, *get fit* e *get value*.

La prima fase (*get ready*) ha come obiettivo principale quello di realizzare un profondo cambiamento culturale per favorire una migliore visibilità, efficienza e produttività dell'impresa partecipante. Tale fase ha una durata

---

<sup>71</sup> De Angelis, Peyrano (2012), Nuove iniziative per la crescita e lo sviluppo delle PMI italiane: il progetto Elite, Università Bocconi.

<sup>72</sup> Pavesi F. (2014), L'espansione del Progetto Elite per le Pmi, Finanza & Credito.

media di 6 mesi ed è contraddistinta da quattro moduli (percorsi di crescita e di internazionalizzazione, cultura aziendale e governance al servizio della crescita, impatto della crescita sul ruolo del responsabile amministrativo e sui sistemi di pianificazione e controllo, reperimento delle risorse finanziarie e corporate communication<sup>73</sup>) mediante i quali manager di successo ed esperti aiutano l'impresa a definire sistemi evoluti di pianificazione e controllo, di gestione e di comunicazione strategico-finanziaria, di organizzazione interna e di reporting<sup>74</sup>.

La seconda fase (*get fit*) è caratterizzata dall'implementazione di tutti i cambiamenti e delle linee guida ideati nella fase precedente e, inoltre, dalla definizione di: strategia, *business plan*, adeguati meccanismi di trasparenza, *company profile*, relazioni semestrali e idonei sistemi di *corporate governance*.

In tale fase l'impresa è affiancata dall'Elite Team, un gruppo di tutor (*advisor* legali e esperti di pianificazione, di controllo di gestione e di comunicazione finanziaria) che le consentono di conseguire standard elevati e di ottenere una struttura omologa a quella delle società quotate<sup>75</sup>. Alla fine della fase *get fit* verrà rilasciato il "Certificato di qualità Elite" che attesta l'idoneità dell'impresa a poter intraprendere l'ultima fase<sup>76</sup>.

La terza fase (*get value*) si focalizza sulla visibilità dell'impresa partecipante nei confronti della comunità finanziaria nazionale ed internazionale, con l'obiettivo di assicurare un miglioramento

---

<sup>73</sup> Vedi par 4.3.

<sup>74</sup> Brigante, Fazzini (2013), Il progetto Elite: analisi delle best practices italiane, Amministrazione & Finanza.

<sup>75</sup> Colombo, S. (2014), Elite per la crescita delle pmi. Un bilancio sulla piattaforma creata da Borsa Italiana nel 2012, MyAdvice Rivista di formazione finanziaria.

<sup>76</sup> Arlotta, Bertolotti, Calvani, Negozio, Fici, Liberatore, Pasquetti, Pesaro, Scialdone, Salvatici, Venturini (2014) La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Franco Angeli, p.126.

dell'immagine aziendale e del posizionamento nei confronti dei clienti, dei fornitori e degli altri stakeholders. I vantaggi conseguibili sono suddivisibili in tre principali categorie<sup>77</sup>: *business matching* (confronto con le altre imprese facenti parte della piattaforma Elite e con le società quotate), *networking* (visibilità sulle piattaforme web di Borsa Italiana e accesso ai Partner Equity Markets<sup>78</sup>) ed infine *funding* (accesso ai fondi di private equity, come il Fondo Italiano di Investimenti<sup>79</sup>, ed a importanti investitori professionali sia nazionali che stranieri).

Lo scopo finale del progetto Elite è di consentire, in qualità di facilitatore finanziario, una diminuzione della distanza esistente tra imprese partecipanti ed investitori a prescindere dalla quotazione sul mercato azionario, anche se spesso le imprese decidono di intraprendere tale ultimo percorso in quanto possono sfruttare numerose agevolazioni:

1. Domanda di ammissione semplificata in quanto contraddistinta dall'assenza sia del QMAT (*quotation management admission test*) che del piano industriale;
2. Tempistiche più rapide per la procedura di ammissione;
3. Assenza della dichiarazione dello sponsor sull'informativa, sul controllo di gestione e sugli organi amministrativi.

Qualora l'impresa partecipante al progetto Elite presenti la domanda di ammissione per la quotazione sul mercato azionario dopo che siano trascorsi più di 6 mesi dal rilascio del "Certificato di qualità Elite", Borsa

---

<sup>77</sup> Arlotta, Bertolotti, Calvani, Negozio, Fici, Liberatore, Pasquetti, Pesaro, Scialdone, Salvatici, Venturini (2014) La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Franco Angeli, p.126-127.

<sup>78</sup> Partner Equity Markets di Borsa Italiana sono importanti banche, studi legali e società di revisione che, collaborando con la stessa Borsa Italiana, favoriscono lo sviluppo del sistema imprenditoriale italiano, affiancando le piccole e medie imprese italiane in ogni fase del loro ciclo di vita.

<sup>79</sup> Fondo Italiano di Investimenti è stato costituito con l'obiettivo di favorire la crescita delle piccole e medie imprese italiane, con particolare attenzione alla tecnologia e all'innovazione.

Italiana accetterà tale domanda solo in seguito alla presentazione di tutte le ulteriori informazioni fondamentali ai fini della quotazione<sup>80</sup>.

Le imprese decidono spesso di quotarsi non soltanto per le agevolazioni previste ma anche perché, in tal modo, possono continuare il processo di crescita iniziato con la precedente partecipazione al progetto Elite.

Grazie alla quotazione si assiste, infatti, ad un miglioramento della diversificazione delle fonti di finanziamento, dell'immagine aziendale e della trasparenza e ad una minor dipendenza dall'indebitamento bancario; tutto ciò consentirà all'impresa di migliorare la sua governance ed il suo standing creditizio, attraendo così più facilmente finanziamenti ad un costo inferiore e proseguendo il suo percorso di crescita.

### **4.3 L'impatto della piattaforma ELITE sulle p.m.i. italiane**

Le imprese ammesse alla piattaforma Elite sono caratterizzate da aspetti comuni in quanto devono rispettare dei requisiti ben precisi<sup>81</sup>. Un'impresa, infatti, può partecipare ad Elite solo se dimostra di essere sufficientemente credibile e meritevole e, dunque, deve essere caratterizzata da un *track record* di risultati positivi (crescita, marginalità, fatturato), da un solido posizionamento, da un progetto di crescita realistico e ben definito, ma soprattutto da una forte motivazione necessaria per la realizzazione di profondi cambiamenti organizzativi, manageriali e culturali<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup> Brigante, Fazzini (2014), Il progetto Elite alla prova dei fatti. Novità e potenzialità attraverso l'analisi dei bilanci, Amministrazione & Finanza.

<sup>81</sup> Vedi par 4.2.

<sup>82</sup> Colombo, S. (2014), Elite per la crescita delle pmi. Un bilancio sulla piattaforma creata da Borsa Italiana nel 2012, MyAdvice Rivista di formazione finanziaria.

Un altro aspetto che accomuna le imprese partecipanti ad Elite è che, essendo generalmente di dimensioni medio-piccole<sup>83</sup>, spesso decidono di ricorrere a tale piattaforma dopo aver intrapreso un progetto di crescita poiché temono di non riuscire a progredire ulteriormente, in considerazione del fatto che le risorse finanziarie, accumulate internamente o ottenute mediante i canali tradizionali di finanziamento, spesso non risultano essere sufficienti per il soddisfacimento delle esigenze connesse alla crescita aziendale. Proprio in considerazione di quest'ultimo aspetto e dell'importanza del ruolo assunto dalle p.m.i. nel sistema produttivo italiano, la piattaforma Elite ha avuto un grande successo: si è passati dalle 48 società ammesse nel 2012 alle 915 attuali (figura 9), e di queste ben 582 sono italiane.

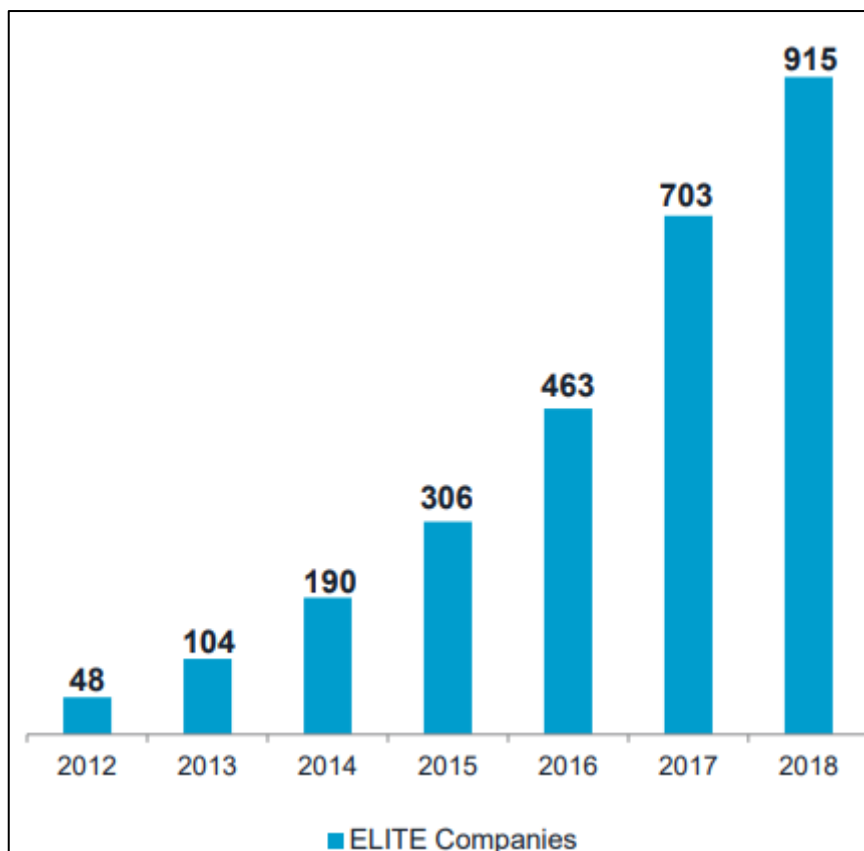


Figura 9 Numero società Elite – Elite Connecting Companies whit capital

<sup>83</sup> Il 63% delle società Elite è di dimensioni medio-piccole.

La rapida espansione del progetto è stata resa possibile grazie agli interessanti risultati conseguiti dalle società Elite a seguito della loro ammissione. Dall'analisi di un campione composto da 41 imprese italiane partecipanti<sup>84</sup> emerge, difatti, che la situazione in cui si trovano tali imprese è migliorata sensibilmente, mostrando un trend di crescita avvenuto dopo la loro ammissione ad Elite.

Lo studio è stato condotto analizzando alcuni importanti indicatori finanziari: il risultato di esercizio, il fatturato, e gli indici di redditività.

Per quanto riguarda il risultato di esercizio si è rilevato che, dopo l'ammissione ad Elite, è aumentato in media del 56% e, al contempo, il 95% delle società analizzate ha conseguito un utile. È necessario inoltre evidenziare che quest'ultimo valore percentuale è stato raggiunto anche perché il 50% delle società che avevano subito una perdita l'anno precedente all'ammissione sono riuscite a conseguire un risultato di esercizio positivo l'anno seguente.

Per quanto riguarda il fatturato si riscontra un aumento medio del 29%, con i risultati più rilevanti conseguiti dalle imprese appartenenti al settore ICT (*Information and Communication Technologies*) in quanto il fatturato di tali imprese è aumentato del 41,2%. Queste ultime imprese hanno potuto vantare anche una crescita rilevante dell'utile di esercizio che è aumentato, infatti, di ben 2,19 volte rispetto ai valori precedenti all'ammissione alla piattaforma Elite.

L'ICT risulta essere, dunque, uno dei settori più rappresentativi di Elite non soltanto perché le imprese partecipanti hanno raggiunto risultati brillanti in termini di fatturato ed utile di esercizio, ma anche perché è più probabile che riescano ad essere ammesse al progetto in quanto esso è stato ideato principalmente per le p.m.i. con ampi margini di crescita e con

---

<sup>84</sup> Le imprese che compongono il campione sono elencate in appendice.

progetti di sviluppo ed innovazione realistici e ben definiti, caratteristiche spesso riscontrabili in imprese appartenenti proprio al settore ICT. Quindi si può facilmente comprendere per quale motivo ben il 16% delle imprese partecipanti ad Elite si occupi di informatica e telecomunicazioni (figura 10), mentre le imprese che in Italia appartengono al settore ICT rappresentano solo il 2,34% delle imprese totali.

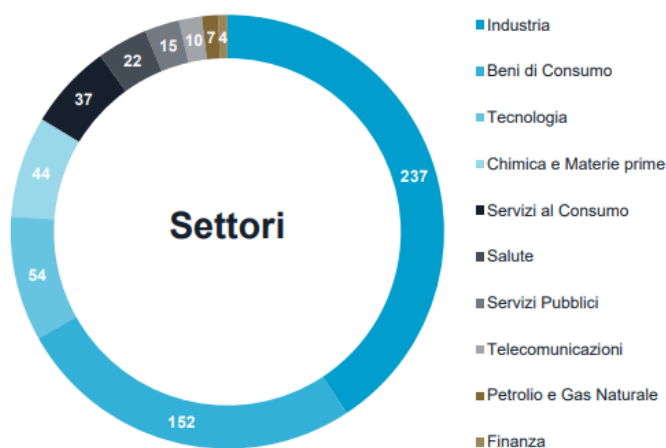


Figura 10 Suddivisione in settori delle società Elite italiane – Elite Connecting Companies whit capital

Per quanto riguarda gli indici di redditività si è rilevato un aumento del ROS, del ROA, del ROE e del ROI, rispettivamente pari al 38,58%, 48,26%, 50,58% e 56,54%, e dunque le imprese partecipanti analizzate risultano essere mediamente più redditizie a seguito dell'ammissione ad Elite. Ne consegue che tali imprese sono divenute più attraenti per gli investitori, oltre che per la loro maggior redditività, anche perché hanno intrapreso un percorso finalizzato all'apertura sul mercato dei capitali. Esse infatti hanno potuto beneficiare, grazie ad Elite, sia di un accesso privilegiato al network di operatori che collaborano con Borsa Italiana sui mercati finanziari, sia dell'avvicinamento e del confronto con le società quotate che fungono da modello a cui ispirarsi; ciò ha consentito loro di effettuare 13 IPO (per un valore complessivo di 470 milioni di euro) e 44

emissioni obbligazionarie (per un valore complessivo di 930 milioni di euro). Difatti anche se lo scopo principale di Elite è quello generico di ridurre la distanza esistente tra le p.m.i. italiane e gli investitori indipendentemente dalla quotazione, molte imprese partecipano a tale progetto soprattutto per poter poi accedere con più facilità e rapidità al mercato obbligazionario e dell'*equity*.

Il progetto Elite è divenuto molto appetibile per le piccole e medie imprese italiane in quanto, oltre a favorire l'avvicinamento al mondo degli investitori, permette di conseguire anche altri numerosi vantaggi, suddivisibili in tre categorie principali:

1. Stimolo ai cambiamenti. Le imprese devono partecipare, durante la fase *get fit*, a quattro moduli affinché possano crescere nel medio periodo, anche grazie al coinvolgimento di manager di successo e di esperti che li affiancano durante tale processo formativo. Il primo modulo si focalizza sulla crescita dimensionale interna ed esterna, sulle innovazioni di prodotto e processo e sulle strategie di internazionalizzazione. Il secondo modulo tenta di facilitare il superamento dell'impostazione tradizionale della governance familiare, ponendo fine ad una delle principali criticità delle piccole e medie imprese italiane. Il terzo ed il quarto modulo, invece, si focalizzano su aspetti della crescita più prettamente finanziari poiché evidenziano rispettivamente quanto siano importanti la funzione amministrativo-finanziaria e la modalità di reperimento delle risorse<sup>85</sup>.
2. Visibilità. La piattaforma consente alle p.m.i. partecipanti di beneficiare di una visibilità molto elevata, nei confronti della

---

<sup>85</sup> Brigante, Fazzini (2014), Il progetto Elite alla prova dei fatti. Novità e potenzialità attraverso l'analisi dei bilanci, Amministrazione & Finanza.



comunità finanziario-imprenditoriale sia domestica che internazionale, a cui difficilmente avrebbero potuto accedere senza Elite, poiché solitamente solo le società quotate possono vantare una tale visibilità. Per le società Elite è stata ideata, infatti, un'apposita area web, caratterizzata dalla presenza di: link al sito internet, video di presentazione e company profile, principali informazioni. Inoltre queste società sono costantemente monitorate per verificarne la reputazione ed il posizionamento sul web. Il grado massimo di visibilità si otterrà, comunque, solo dopo che verrà rilasciato il "Certificato di Qualità Elite", mediante il quale vengono identificate le aziende che hanno intrapreso il percorso di crescita e sviluppo richiesti<sup>86</sup>.

3. Sostegno di partner. Borsa Italiana, nel gestire il progetto Elite, si avvale della collaborazione di numerosi partner provenienti dal mondo finanziario; essi forniscono alle piccole e medie imprese ammesse alla piattaforma strumenti adeguati per le loro specifiche esigenze di crescita. Tra i partner finanziari, particolare importanza è assunta da SACE<sup>87</sup> e SIMEST<sup>88</sup>. SACE, infatti, mette a disposizione numerosi servizi (assicurazione del credito, tutela degli investimenti, garanzie finanziarie, factoring) che permettono alle piccole e medie imprese di migliorare la loro competitività, performance e solidità. SIMEST, invece, si concentra soprattutto sui cambiamenti culturali per permettere alle imprese di crescere e

---

<sup>86</sup> Arlotta, Bertolotti, Boccia, Negozio, Pesaro, Venturini (2012), Elite ed AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane, Franco Angeli, p.26.

<sup>87</sup>SACE è una società per azioni del gruppo italiano Cassa Depositi e Prestiti, specializzata nel settore assicurativo-finanziario.

<sup>88</sup> SIMEST è la società del Gruppo Cassa depositi e prestiti che dal 1991 sostiene la crescita delle imprese italiane attraverso l'internazionalizzazione della loro attività. E' controllata al 76% dalla SACE ed è partecipata da primarie banche italiane e associazioni imprenditoriali.

di internazionalizzarsi, grazie ad un miglioramento della trasparenza e della efficienza gestionale<sup>89</sup>.

#### **4.4 Gli elite basket bond**

Borsa Italiana, in collaborazione con Banca Finint, ha recentemente introdotto gli elite basket bond, un nuovo strumento di finanziamento volto a fornire capitale di debito alle piccole e medie imprese meritevoli che aderiscono alla piattaforma Elite. Tali imprese possono crescere ulteriormente in quanto, grazie agli elite basket bond, riescono a raccogliere capitale mediante strumenti di finanziamento alternativi rispetto a quelli tradizionali.

Gli elite basket bond sono titoli garantiti da obbligazioni, emesse da società aderenti al progetto Elite e caratterizzate obbligatoriamente dalla medesima durata e tasso di interesse, ma non dallo stesso ammontare e garanzie.

Fondamentale è il ruolo assunto dallo *special purpose vehicle* (SPV), in quanto esso provvederà a sottoscrivere le obbligazioni emesse ed a trasformarle in un'unica tipologia di titoli (il cui importo è dato dalla somma del valore delle singole obbligazioni sottoscritte) che verranno successivamente collocati presso una platea di investitori istituzionali mediante la piattaforma Elite<sup>90</sup>.

---

<sup>89</sup> Brigante, Fazzini (2014), Il progetto Elite alla prova dei fatti. Novità e potenzialità attraverso l'analisi dei bilanci, Amministrazione & Finanza.

<sup>90</sup> Albano, Desantis, Focarelli, Giuli, Galdiero, Nicelli, Reedtz, Salati, Savino, Trionfetti (2018), Il Progetto ELITE di Borsa Italiana: la partnership con ANIA, Ufficio studi Ania.

La società emittente e lo *special purpose vehicle* dovranno stipulare tre contratti affinché possano concludere la transazione:

1. Il contratto di sottoscrizione consiste nella definizione di termini e condizioni delle obbligazioni e nell'assunzione dell'impegno, da parte della SPV, per quanto riguarda la sottoscrizione delle obbligazioni emesse ed il pagamento del relativo prezzo di sottoscrizione;
2. Il pegno irregolare stabilisce le caratteristiche principali del *credit enhancement*, definendone lo scopo, le modalità di costituzione, di applicazione, di remunerazione e di rimborso;
3. L'accordo tra creditori del *credit enhancement* si focalizza sulle altre caratteristiche principali del *credit enhancement*, stabilendone le modalità di reperimento e di utilizzo.

Analizzando i contratti stipulati tra l'emittente e lo *special purpose vehicle* si può comprendere l'importanza che ricopre il *credit enhancement* nel contesto degli elite basket bond.

La finalità del *credit enhancement* è quella di coprire le eventuali insolvenze, sia per quanto riguarda la quota interessi che la quota capitale, utilizzando prima quei fondi forniti dall'emittente inadempiente e poi, qualora essi non siano sufficienti, prelevando la restante parte necessaria pro rata dai fondi messi a disposizione delle altre società emittenti. Il *credit enhancement* consiste, dunque, in una garanzia fornita in forma mutualistica dalle stesse società emittenti che consente di migliorare il merito creditizio dei titoli e, al contempo, di limitare il rischio di tali imprese ai fondi da loro versati, che comunque non dovranno superare il 15% del valore della singola obbligazione<sup>91</sup>.

---

<sup>91</sup> Brugnera, Crespan (2018), Strumenti alternativi di finanziamento per le imprese, Banca Finint.

Il *credit enhancement* deve essere versato alla data dell'emissione obbligazionaria e remunerato semestralmente, mentre verrà rimborsato dalla SPV solo dopo che le obbligazioni siano ammortizzate al 50%.

La prima emissione di elite basket bond è stata effettuata il 12 dicembre 2017 da dieci aziende partecipanti ad Elite (Damiano, Irritec, L. Molteni & C. dei F.lli Alitti, MEP SpA, Objectway Group, Officine Metallurgiche G. Cornaglia, Peuterey, Radio Dimensione Suono, Svas Biosana e Tecnocap) che hanno emesso minibond, per un ammontare complessivo di 122 milioni di euro, contraddistinti dalle seguenti caratteristiche: tipologia *callable*<sup>92</sup>, durata decennale, rimborso *amortizing*<sup>93</sup> e cedola del 4,3%.

L'*arranger* di tale operazione è stata Banca Finint mentre EBB Srl, un veicolo di diritto italiano, ha svolto il ruolo di SPV in quanto ha sottoscritto tutti i titoli e successivamente li ha collocati presso la Banca Europea degli Investimenti (BEI) e la Cassa Depositi e Prestiti, che hanno sottoscritto rispettivamente il 50% e il 33% del collocamento. I titoli residui sono stati, invece, acquistati da investitori privati fra cui Zenit SGR e Banca IFIS<sup>94</sup>.

Per poter comprendere le motivazioni principali che hanno indotto le dieci società Elite elencate precedentemente ad emettere elite basket bond, è necessario confrontare il tasso cedolare di tali titoli con quello delle obbligazioni corporate emesse in Italia nel medesimo periodo e con durata

---

<sup>92</sup> Obbligazioni a tasso fisso nelle quali l'emittente si riserva la facoltà di rimborsare in anticipo il capitale.

<sup>93</sup> Modalità di rimborso di un finanziamento in cui i pagamenti sono effettuati a rate (composte da capitale e interessi) fino alla scadenza e al rimborso integrale del debito.

<sup>94</sup> Osservatorio Mini-Bond 4° Report italiano sui Mini-Bond.

simile<sup>95</sup>. Nell'ultimo trimestre del 2017 cinque imprese non finanziarie<sup>96</sup> hanno emesso obbligazioni societarie con durata compresa tra sette e dieci anni; queste obbligazioni sono contraddistinte da un tasso cedolare medio del 3,9% che, dunque, risulta essere inferiore di 0,4 punti percentuali rispetto a quello degli elite basket bond (4,3%). È importante, però, sottolineare che sarebbe sbagliato sostenere la minor convenienza degli elite basket bond per le imprese emittenti in quanto, per poter delineare un quadro esaustivo della situazione, si devono considerare altri aspetti determinanti, focalizzando l'analisi anche sull'ammontare emesso e sulla durata del titolo.

Il valore di emissione medio di tali obbligazioni corporate è stato di 300 milioni di euro mentre quello complessivo degli elite basket è stato di appena 122 milioni di euro e, dunque, ognuna delle 10 società Elite ha emesso mediamente solo 12,2 milioni di euro. Queste ultime società sono, difatti, di dimensioni medio-piccole e quindi, qualora decidessero di effettuare emissioni singolarmente, sarebbero costrette a collocare titoli dal ridotto importo, poco liquidi ed appetibili per gli investitori; questi ultimi chiederebbero quindi alle p.m.i. tassi di interesse ben più elevati del 4,3%, anche considerando che il tasso di interesse medio dei minibond è compreso tra il 6% ed il 9% del valore dell'emissione.

Per quanto riguarda la durata, è importante evidenziare che delle cinque società non finanziarie che hanno emesso obbligazioni nell'ultimo trimestre dello scorso anno, solo Superstrada Pedemontana Veneta SpA ha effettuato un'emissione con scadenza a dieci anni (di durata uguale a quella degli elite basket bond); tale emissione è caratterizzata da un tasso

---

<sup>95</sup> Dati estratti dalla piattaforma Bloomberg e successivamente rielaborati.

<sup>96</sup> FIS SpA, Saipem SpA, Salini Impregilo SpA, Ferrovie dello Stato Italiane SpA, Superstrada Pedemontana Veneta SpA.

cedolare del 8%, molto maggiore del tasso in base al quale sono state determinate le cedole degli elite basket bond.

Si può quindi concludere che, nonostante il tasso cedolare degli elite basket bond sia stato superiore a quello delle obbligazioni corporate emesse da società italiane non finanziarie nel medesimo periodo e con durata simile, tale nuova tipologia di titoli non è stata economicamente svantaggiosa per le dieci imprese emittenti. Comunque queste ultime hanno effettuato tale emissione oltre che per la convenienza economica anche per trarre numerosi altri vantaggi<sup>97</sup>:

1. Soddisfacimento delle necessità di finanziamento a medio e lungo termine per permettere l'implementazione dei piani di sviluppo, di crescita e di innovazione;
2. Realizzazione di una struttura finanziaria standardizzata indipendente dal tipo di impresa e dal settore di appartenenza;
3. Ricorso a forme di finanziamento alternative rispetto a quelle tradizionali;
4. Maggior coinvolgimento degli investitori sia privati che istituzionali.

## **4.5 Conclusioni**

La piattaforma Elite ha avuto un forte impatto sulle piccole e medie imprese italiane, divenendo sempre più appetibile in virtù degli incoraggianti risultati conseguiti dalle società partecipanti in termini di fatturato, utile di esercizio e redditività. Infatti le imprese ammesse ad Elite nel 2012 erano appena 48 mentre oggi sono divenute 915, a testimonianza di una rapida e continua espansione di tale progetto, verificatasi soprattutto per l'opportunità concessa alle p.m.i. di avvicinarsi

---

<sup>97</sup> Brugnera, Crespan (2018), Strumenti alternativi di finanziamento per le imprese, Banca Finint.

al mercato dei capitali. Tale percorso di apertura sul mercato dei capitali, favorito dall'accesso privilegiato al network di operatori partner di Borsa Italiana e dal confronto con le altre società quotate, ha permesso alle società Elite di effettuare 13 IPO (per un valore complessivo di 470 milioni di euro) e 44 emissioni obbligazionarie (per un valore complessivo di 930 milioni di euro).

L'obiettivo principale del progetto Elite è, dunque, quello di consentire alle p.m.i. partecipanti sia di ridurre la distanza esistente con gli investitori, sia di reperire con più facilità nuovo capitale.

Borsa Italiana, per perseguire con maggiore intensità tale obiettivo, ha istituito anche gli elite basket bond, un nuovo strumento di finanziamento volto a fornire capitale di debito, mediante canali alternativi rispetto a quelli tradizionali, alle p.m.i. meritevoli che aderiscono alla piattaforma Elite. Le imprese che emettono elite basket bond possono beneficiare della presenza di un costo non elevato, di un maggior coinvolgimento degli investitori sia privati che istituzionali e, infine, della presenza del *credit enhancement*, una garanzia fornita in forma mutualistica dalle società emittenti che consente di limitare il rischio, migliorando il merito creditizio dei titoli.

## 5. Conclusioni

Le difficoltà che le piccole e medie imprese affrontano per soddisfare il loro fabbisogno finanziario sono dovute all'esistenza di numerosi vincoli, essendo tali imprese generalmente caratterizzate da rilevanti asimmetrie informative, da risultati economici non positivi e da problemi associati alla reputazione sui mercati e alle attività impegnabili come garanzia.

Per il soddisfacimento del fabbisogno finanziario le p.m.i. italiane hanno tradizionalmente sfruttato poco il mercato dei capitali in quanto ritenevano non fosse adatto ad imprese di dimensioni minori poiché caratterizzate da uno scarso *appeal* finanziario e dall'incapacità di promuovere in maniera convincente la validità dei propri progetti. Di conseguenza tali imprese hanno soddisfatto e continuano a soddisfare il loro fabbisogno soprattutto mediante il ricorso all'indebitamento bancario che costituisce, dunque, la loro più importante forma di finanziamento.

Ne consegue che la situazione finanziaria delle p.m.i. italiane è peggiorata molto durante la recente crisi economica, non soltanto per la riduzione del credito elargito dal sistema bancario (*credit crunch*) causata dai parametri restrittivi inizialmente previsti dall'accordo Basilea III e dalla congiuntura economica sfavorevole, ma anche per la minore quota di fabbisogno soddisfatta mediante il ricorso alle altre due forme tradizionali di finanziamento, l'autofinanziamento ed il credito commerciale.

Le autorità italiane hanno tentato di sfruttare tale situazione sfavorevole per stimolare un maggior ricorso al mercato obbligazionario e dell'*equity*, favorendo il passaggio da un sistema finanziario bancocentrico ad uno disintermediato che consenta alle imprese di dimensioni minori di raccogliere capitale mediante canali di finanziamento alternativi al credito bancario. Difatti è stata ampliata la gamma degli strumenti disponibili per il finanziamento delle p.m.i., offrendo maggiori opportunità sia sul mercato dell'*equity* che su quello obbligazionario.



Lo scopo principale della tesi è stato quello di analizzare tali opportunità, descrivendo in particolar modo le peculiarità dei minibond e del mercato AIM Italia, ideati per permettere alle p.m.i. italiane di quotare rispettivamente titoli di debito ed azioni. Entrambi sono risultati essere particolarmente adatti alle caratteristiche delle p.m.i. in quanto, grazie alla presenza di procedure semplificate e di costi non elevati, hanno ridimensionato i fattori che esercitano un'influenza negativa sulla decisione di ricorrere al mercato dei capitali, valorizzandone al contempo gli aspetti positivi. In considerazione di ciò i risultati raggiunti, a seguito dell'introduzione di queste due nuove opportunità, sono complessivamente soddisfacenti: il numero delle società quotate su AIM Italia è aumentato di 27 volte rispetto al 2009, mentre le emissioni di minibond sono passate dalle 101 del 2014 alle 467 attuali.

È stato, inoltre, analizzato il progetto Elite che rappresenta un'ulteriore opportunità concessa alle piccole e medie imprese italiane per permettere loro di avvicinarsi al mercato dei capitali. Elite è una piattaforma di servizi integrati che, grazie ad un percorso di cambiamento culturale e manageriale, consente alle piccole e medie imprese partecipanti di ridurre la distanza esistente con gli investitori e di reperire con più facilità nuovo capitale.

La piattaforma Elite è divenuta sempre più appetibile per le p.m.i. italiane e, infatti, le imprese ammesse sono aumentate rapidamente, passando dalle 48 del 2012 alle 915 attuali. L'espansione di tale progetto è avvenuta a seguito degli incoraggianti risultati conseguiti dalle società partecipanti (confermati dallo studio del campione analizzato) e dell'avvicinamento al mondo degli investitori, favorito anche dall'introduzione degli elite basket bond che rappresentano nuovi titoli ideati per permettere alle società Elite di reperire finanziamenti in maniera alternativa. Tali titoli sono garantiti in forma mutualistica da obbligazioni emesse da società Elite e

permettono a queste ultime di beneficiare della presenza di un costo non elevato (soprattutto in relazione alle loro limitate dimensioni) e di un maggior coinvolgimento degli investitori sia privati che istituzionali.

In conclusione è importante evidenziare quanto le novità introdotte dalle autorità italiane siano state fondamentali per offrire maggiori opportunità alle piccole e medie imprese sia sul mercato dell'equity, che su quello obbligazionario. In tal modo è stato possibile rilanciare la competitività delle p.m.i. italiane, precedentemente colpite gravemente dalla crisi economica, permettendo loro di reperire con maggiore facilità e rapidità nuovo capitale affinché riescano a superare due delle loro principali criticità finanziarie: la sottocapitalizzazione e l'eccessivo ricorso all'indebitamento bancario.

## Fonti Bibliografiche

- Albano, Desantis, Focarelli, Giuli, Galdiero, Nicelli, Reedtz, Salati, Savino, Trionfetti (2018), *Il Progetto ELITE di Borsa Italiana: la partnership con ANIA*, Ufficio studi Ania.
- Almeida, Campello, Weisbach (2004), *The Cash Flow Sensitivity of Cash*, The journal of finance 59, no. 4.
- Arlotta, Bertoletti, Boccia, Negozio, Pesaro, Venturini (2012), *Elite ed AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane*, Franco Angeli, p.25-26.
- Arlotta, Bertoletti, Calvani, Negozio, Fici, Liberatore, Pasquetti, Pesaro, Scialdone, Salvatici, Venturini (2014) *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Franco Angeli, p. 88-90, 125-127, 129-130.
- Banfi, Pampurini (2014), *I minibond per il finanziamento delle imprese: aspetti tecnici e evoluzione del mercato italiano*, Osservatorio monetario Università Cattolica del Sacro Cuore (n. 3).
- Beck, Demirguc-Kunt (2006), *Access to finance as a growth constraint*, Journal of Banking & Finance 30, 2931–2943.
- Berger, Udell (1998), *The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, Journal of Banking & Finance 22, 613±673.
- Branca (2016), *L'alternativa dei minibond*, Aracne editrice, p.35, 47, 65, 75-76, 132-134, 164.
- Brealey, Myers, Allen, Sandri (2015), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, pp. 80-81.

- Brigante, Fazzini (2013), *Il progetto Elite: analisi delle best practices italiane*, Amministrazione & Finanza.
- Brigante, Fazzini (2014), *Il progetto Elite alla prova dei fatti. Novità e potenzialità attraverso l'analisi dei bilanci*, Amministrazione & Finanza.
- Brugnera, Crespan (2018), *Strumenti alternativi di finanziamento per le imprese*, Banca Finint.
- Carpenter, Petersen (2002), *Is the growth of small firms constrained by internal finance?*, *The Review of Economics and Statistics* 84(2): 298–309.
- Cerved (2017), Rapporto cerved pmi, disponibile su [www.cerved.it](http://www.cerved.it)
- Chiesa, Palmucci, Pirocchi (2009), *La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà*, Working paper.
- Colombo (2014), *Elite per la crescita delle pmi. Un bilancio sulla piattaforma creata da Borsa Italiana nel 2012*, MyAdvice Rivista di formazione finanziaria.
- Dalocchio, Salvi (2011), *Finanza aziendale 1. Finanza ordinaria*, Egea.
- De Angelis, Peyrano (2012), *Nuove iniziative per la crescita e lo sviluppo delle PMI italiane: il progetto Elite*, Università Bocconi.
- Del Pozzo, Loprevite, Mazzù (2014), *Il rischio di liquidità come “driver” del rischio finanziario. Un modello interpretativo basato sul tempo*, Franco Angeli, pp.105-106, 140-142.
- Di Majo, Pazienza, Triberti (2005), *Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso*, Ricerca promossa dalla Associazione Nazionale fra le Banche Popolari: «Le banche popolari nel localismo dell'economia italiana».

- Faulkender M. (2002), *Cash holding among small business*, SSRN Electronic Journal.
- Ferreira, Vilela (2004), *Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries*, *European Financial Management* 10 (2), 295–319.
- Fiori, Tiscini (2014), *Economia aziendale*, Egea, pp. 132-133.
- Forestieri (2014), *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, *Bancaria* (6).
- Giacosa (2015), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, pp.65-76.
- Giordano, Modena (2017), *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, Consob (Discussion papers).
- Gobbi (2013), *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze).
- Lambiase (2018), *Le principali evidenze: risultati, liquidità e governance*, Osservatorio AIM Italia.
- Lewis (2015), *Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee*, Afme.
- Lucido, Renne (2017), *Dinamiche del credito alle pmi e riflessioni operative*, Fondazione nazionale dei commercialisti.
- Miller, Orr (1966), *A model of the demand for money by firms*, *Quarterly Journal of Economics* 80, 413–415.

Opler, Pinkowitz, Stulz, Williamson (1999), *The determinants and implications of corporate cash holdings*, Journal of Financial Economics 52, 3-46.

Osservatorio Mini-Bond, 4° Report italiano sui Mini-Bond, disponibile su [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Pavesi (2014), *L'espansione del Progetto Elite per le Pmi*, Finanza & Credito.

Peyrano (2009), *Il mercato di Borsa per le PMI: AIM Italia*, Gruppo 24 Ore, p. 58, 145.

Quagli (2015), *Bilancio di esercizio e principi contabili*, Giappichelli, pp. 91-92.

Rapacciuolo (2018), *Strumenti creati in Italia per sviluppare i canali di finanziamento non bancario delle imprese*, Centro Studi Confindustria.

Signorini (2015), *Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia.

Wangervoort (2003), *Are finance constraints hindering the growth of SME's in Europe?*, EIB PAPERS Volume 8 N° 2.

## **Appendice**

Alcas

Berto's SpA

BIT 4ID

Borri

BSP Pharmaceuticals S.p.A.

Bucci Automations

Carcano Antonio S.p.A.

Clouditalia

COG

Com Cavi Multimedia

COMAS - COSTRUZIONI MACCHINE SPECIALI - S.P.A.

Convert Italia Spa

Diesse Diagnostica Senese

ETT S.p.A.

FAEDA

Fami Srl

FARMALABOR

Fluid-o-Tech Srl

Geoclima

Gut Edizioni S.p.A.

Gnutti Cirillo Spa

Horsa

ICI Caldaie S.p.A.

IDT

Irinox

LIMONTA

LUMSON

Magis

Manuli Rubber Industries

MEP

MPG Manifattura Plastica

Noos Srl

PERSICO Spa

Plastik Group

Preventpcb

Radio Dimensione Suono

Saima

Samo Industries

Sampierana

Somec Group

Tecnofar S.p.A.