



Dipartimento di
Economia e Management

Cattedra
Economia Aziendale

**NUOVE FORME
DI FINANZIAMENTO
PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE**

Relatore
Prof. Maria Federica Izzo

Candidato
Federico Persiani
Matr. 208481

ANNO ACCADEMICO 2018-2019

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1. Dibattito storico e accademico sul tema	7
1.1 LA POSIZIONE TRADIZIONALE DI B. GRAHAM E L.DODD	8
1.2 LE TEORIE DI MODIGLIANI E MILLER	9
1.2.1 La proposizione “i”	9
1.2.2 La proposizione “ii”	11
1.2.3 Le teorie di m&m in presenza di imposte	14
1.2.4 Costi del dissesto.....	15
1.3 CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)	16
1.3.1 Arbitrage pricing theory (apt) e differenze con il capm.....	17
CAPITOLO 2. Le Piccole e Medie Imprese (PMI)	19
2.1 DEFINIZIONE E RILEVANZA IN AMBITO NAZIONALE E INTERNAZIONALE	19
2.2 I CRITERI DI CLASSIFICAZIONE	20
2.3 DISTRIBUZIONE DELLE PMI NEL PANORAMA NAZIONALE	22
2.3.1 Le PMI nell’era della globalizzazione	24
2.3.2 La crisi economica del 2008.....	25
2.3.3 Internazionalizzazione e crescita dimensionale come esigenza per uscire dalla crisi.....	28
CAPITOLO 3. Forme di finanziamento tradizionali	30
3.1 LE FONTI DI FINANZIAMENTO AZIENDALI	30
3.1.1 Finanziamenti a titolo di capitale proprio	30
3.1.2 Finanziamenti a titolo di capitale di terzi.....	32
3.2 RAPPORTO BANCA-IMPRESA E ACCESSO AL CREDITO BANCARIO	33
3.2.1 Valutazione del merito creditizio	35
3.2.2 Gli accordi di basilea.....	37
CAPITOLO 4. Forme di finanziamento innovative	40
4.1 I MINI-BOND	40

4.1.1 Benefici fiscali per l'impresa	41
4.1.2 Evoluzione dei mini-bond negli ultimi anni.....	42
4.2 IL CROWDFUNDING.....	44
4.3 ANALISI DEI DATI DI DISTRIBUZIONE DELLE FORME DI FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE IN ITALIA	47
CONCLUSIONE.....	49
Bibliografia e sitografia	51

INTRODUZIONE

Le crisi economiche mondiali degli ultimi anni, in particolare la crisi del 2007, hanno messo in luce le debolezze e le fragilità delle piccole e medie imprese nella capacità di reperire risorse per finanziare la propria attività. Le conseguenze della recessione si sono manifestate anche nel mercato bancario, che da sempre rappresenta la prima forma di finanziamento per le piccole e medie imprese. Il fenomeno del *credit crunch*, praticato dagli istituti bancari, ha ridotto il ricorso al credito bancario e ha spinto le stesse PMI a cambiare le scelte di finanziamento per reperire capitali, ricorrendo a forme alternative e riducendo sempre di più la dipendenza verso le banche.

Il seguente lavoro è finalizzato ad analizzare le principali difficoltà presenti durante la vita di una PMI, con particolare attenzione alla scelta delle forme di finanziamento necessarie per far sviluppare l'attività, e a comprendere le nuove possibili opportunità che l'impresa può prendere in considerazione per dipendere meno dagli istituti bancari.

È stata condotta, inizialmente, un'analisi storica sul dibattito accademico riguardante la possibilità di trovare un mix ottimale di forme di finanziamento capace di incrementare il valore di un'azienda. Lo studio è partito dalle posizioni tradizionali degli studiosi B. Graham e L. Dodd, i quali erano convinti che, in una politica imprenditoriale, la struttura finanziaria fosse fondamentale per il successo dell'impresa. Individuarono un mix ottimale di fonti di finanziamento causato dall'andamento inverso del debito e del WACC (costo medio ponderato del capitale). In seguito il fulcro del dibattito si è spostato verso gli studi degli economisti Modigliani e Miller che, rifiutando la posizione tradizionale, dimostrarono l'irrelevanza della struttura finanziaria (Debito + Equity) e che l'attenzione verso gli investimenti realizzati fosse l'unica via per incrementare il valore dell'impresa. Negli stessi anni della pubblicazione delle due preposizioni di M&M, si svilupparono nuovi metodi per il calcolo dei rischi e per avere maggiore consapevolezza su un dato investimento. I modelli in questione sono il "Capital asset pricing model" (CAPM), con cui si mettono in relazione rendimenti di un titolo con i rischi da sopportare, e l'Arbitrage Pricing Theory (APT) che mira ad individuare le possibilità di comporre un portafoglio efficiente.

Nel secondo capitolo, dopo aver analizzato la nuova legislazione e le caratteristiche che un'impresa deve possedere per essere definita PMI, ci si concentra sulla distribuzione geografica e storica delle piccole e medie imprese a livello nazionale nel corso degli anni. La crisi nazionale iniziata nel 2007 ha creato squilibri importanti nel mondo imprenditoriale, impattando fortemente sul sistema finanziario e modificando in maniera irreversibile i rapporti tra banca e impresa. Nel terzo capitolo si

mettono in evidenza le fonti di finanziamento tradizionali e, in particolare, l'attenzione viene posta sull'attuale rapporto tra credito bancario e PMI. Con gli Accordi di Basilea, infatti, si è irrigidito il sistema bancario e le imprese per poter accedere al credito bancario devono rispettare determinati criteri che spesso risultano troppo stringenti per le PMI. Proprio per questo negli ultimi anni attraverso lo sviluppo tecnologico e grazie a nuove normative nazionali si sono sviluppate forme innovative di finanziamento (quarto capitolo) a disposizione delle imprese. Tra le forme innovative analizzate vi è la diffusione dei "Minibond", che rappresenta ad oggi la tipologia di emissione più usata dalle PMI, e il "Crowdfunding", con cui l'impresa può raccogliere capitali attraverso un processo di finanziamento che inizia da persone comuni e organizzazioni interessate al progetto.

CAPITOLO 1. Dibattito storico e accademico sul tema

Nel nostro sistema economico-giuridico la figura dell'imprenditore e di conseguenza dell'impresa ha da sempre un ruolo cardine nelle attività economiche all'interno del paese. Il legislatore ne dà una definizione generale negli articoli 2082 e 2083 del codice civile e definisce l'impresa come "un'attività economica professionalmente organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi"¹. Questa fattispecie non può ovviamente riferirsi a tutte le tipologie di imprese e non è identica per tutti gli imprenditori. Il codice civile classifica le tipologie di impresa sulla base di tre criteri di distinzione: l'oggetto dell'impresa, la dimensione dell'impresa e la natura dell'imprenditore che esercita l'attività.

Questi criteri operano su piani e su dati diversi (oggetto, natura e dimensione) e si cumulano per l'identificazione di una determinata attività economica dell'imprenditore.

Dal punto di vista economico, l'obiettivo di una qualsiasi impresa deve essere quello di ottenere l'equilibrio finanziario raggiungibile nel momento in cui i costi sono coperti dai ricavi. La gestione finanziaria è un aspetto molto delicato e a volte di difficile controllo in quanto si tratta di trovare un mix corretto tra le varie fonti di finanziamento possibili. Scegliendo le giuste operazioni potrà essere raggiungibile l'obiettivo di far diminuire il rischio di insolvenza (legato ad impegni nel medio-lungo termine) e il rischio di non avere adeguata liquidità (deficit di cassa).

La scelta di adeguati strumenti finanziari è fondamentale per la sopravvivenza dell'impresa in particolare nei momenti in cui sarà presente un'inevitabile insufficienza finanziaria dovuta all'esigenza di espansione dell'attività. La gestione finanziaria in questo momento di vita dell'impresa farà la differenza e sarà determinante tra la sopravvivenza o l'estinzione dell'attività economica.

Proprio per questo uno dei temi più discussi nella storia economica all'interno del tema della ricerca di un mix di fonti di finanziamento è quello che riguarda la presenza o meno di un livello di indebitamento ottimale capace di massimizzare il valore dell'impresa.

Lo studio di Modigliani e di Miller, negli anni 50', ha rappresentato un fulcro nel dibattito arrivando a sostenere che il valore di un'impresa non dipenda dalla presenza di debito ma solamente dai profitti operativi. Ciò suggerisce quindi che il fatto di possedere un'elevata leva finanziaria o una componente di debito bassa non influisce sulla valutazione di un'impresa.

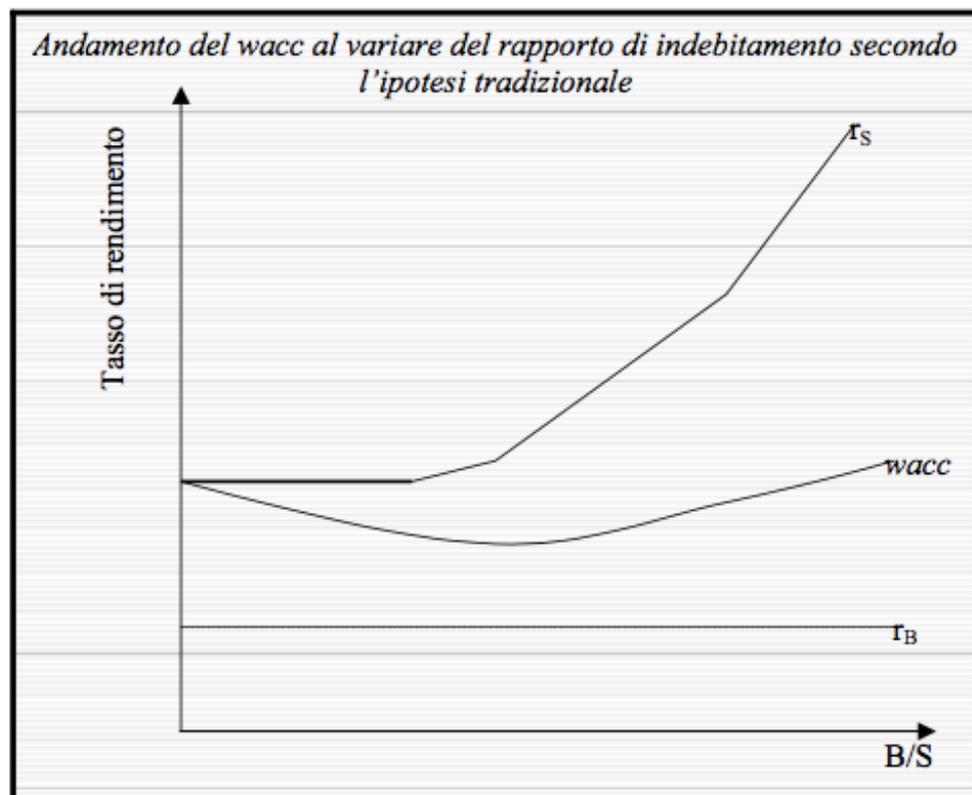
¹ Art. 2082-2083 codice civile, <https://www.diritto24.ilsole24ore.com>

1.1 LA POSIZIONE TRADIZIONALE DI B. GRAHAM E L.DODD

Prima del contributo di Modigliani e Miller, l'opinione tradizionalista era concorde nel considerare fondamentale la struttura finanziaria (capitale di rischio e debito) per la valutazione di un'impresa.

In questo senso, gli studi cardini della posizione tradizionale sono stati quelli degli economisti B. Graham e L. Dodd. La loro opera più rappresentativa è "Security Analysis", scritta nel 1934 poco dopo l'inizio della grande depressione e del crollo di Wall Street, che gettò le basi per il cosiddetto "value investing".

Gli studiosi erano convinti, infatti, che il costo dei mezzi propri (r_s) dell'impresa poteva essere considerato costante fino ad un certo livello di indebitamento (r_B), oltrepassato il quale il livello del costo di capitale subiva un'impennata a causa dell'elevato livello di debito. Per B. Graham e L. Dodd questo effetto è causato dal fatto che il rapporto azioni/utili non era influenzato dal rapporto di indebitamento presente nell'impresa. Essendo per i tradizionalisti rilevante la struttura finanziaria, si nota come all'aumentare del livello di indebitamento il WACC (costo medio ponderato del capitale) diminuisca, facendo individuare agli studiosi un mix ottimale di fonti di finanziamento.



(Figura 1, Andamento del wacc, Richard Brealey, *Principi di finanza aziendale*, McGrawHill Education, 2015)

Questa conclusione può ricavarsi dalla formula generale del WACC definito come la media dei costi delle varie fonti di finanziamento ponderata in base al peso che ciascuna fonte ha rispetto al totale della struttura finanziaria. Partendo dal presupposto che il valore totale dell'impresa $V = S + B$ il Wacc si calcola come:

$$WACC = [(S/V) * r_S] + [(B/V) * r_B]$$

in cui B = debito totale, S = capitale proprio, r_S = costo del capitale proprio, r_B = costo del debito.

Nella posizione tradizionale B (debito) viene considerato come meno costoso rispetto alla ricerca di aumentare S (equity) e da ciò, all'aumento dell'indice di indebitamento dell'impresa il WACC diminuisce. Dopo una certa soglia il WACC aumenta a causa della crescita del costo di S .

Questa diminuzione e conseguente aumento del WACC (andamento a U della curva) crea per gli studiosi del tempo una fascia ottima di indebitamento a cui l'impresa deve puntare. Non influenzando il rapporto azioni/utigli si arriverebbe ad una massimizzazione del valore dell'impresa minimizzando il WACC.

1.2 LE TEORIE DI MODIGLIANI E MILLER

Nella finanza aziendale i contributi di Modigliani e Miller costituiscono la base per la moderna struttura del capitale in particolare grazie al teorema di $M \& M^2$ ideato nel 1958.

L'idea principale riguarda il fatto che il valore complessivo di un'impresa non viene influenzata dalla struttura del capitale e in particolare dal debito e dal capitale proprio. La prima versione del teorema si basava sulla presenza di determinate condizioni e restrizioni: presenza di mercati perfettamente efficienti, nessun costo di transizione, nessuna tassa, nessun costo di fallimento diretto o indiretto, nessun soggetto presenta vantaggi informativi ed emissione da parte delle imprese solamente di debito risk free e di capitale proprio rischioso. Successivamente i due studiosi aggiunsero una seconda versione in cui si includevano tasse, costi di fallimento e informazioni asimmetriche.

1.2.1 LA PROPOSIZIONE "I"

Nella proposizione "I" si sottolinea che la struttura del capitale non influisce sul valore complessivo:

² *Capital Structure Theory*, <https://efinancemanagement.com/financial-leverage/capital-structure-theory-modigliani-and-miller-mm-approach>

$$V_U = V_L.$$

In questa uguaglianza per V_U si intende il valore dell'impresa senza leva finanziaria³ e per V_L si intende il valore dell'impresa con leva (finanziamento attraverso un mix di debito ed equity). Secondo la "I" proposizione la struttura non influisce sul valore totale poiché il valore di un'impresa è calcolato come valore attuale dei flussi di cassa futuri e non può essere modificata dalla presenza di maggior equity o maggior debito. Inoltre, in mercati perfettamente efficienti, le imprese non pagano imposte e da ciò deriva che le società con struttura del capitale con leva finanziaria al 100% non ottengono vantaggi da pagamenti di interessi deducibili dalle tasse.

Gli studiosi rilevarono inoltre che un aumento della leva finanziaria nell'impresa conduceva ad un aumento dell'EPS (utile per azione) mentre il prezzo delle azioni rimaneva inalterato. Questo perché la variazione degli utili attesi è compensata dalla variazione del tasso a cui gli utili sono attualizzati. Per dimostrare ciò Modigliani e Miller dalla definizione di rendimento atteso delle attività dell'impresa che è uguale al rapporto fra il reddito operativo atteso e il valore di mercato di tutti i titoli.

$$\text{rendimento atteso delle attività} = r_A = \text{reddito operativo atteso} / \text{valore di mercato dei titoli}$$

Per ipotesi abbiamo visto che, trovandoci in un mercato finanziario perfetto, il livello d'indebitamento dell'impresa non modifica né il reddito operativo e né il valore di mercato dei titoli. Di conseguenza le scelte di indebitamento non influenzeranno sul rendimento atteso delle attività (r_A). In base alle scelte finanziarie e di indebitamento ciò che cambierà sarà il rendimento atteso dell'equity (r_S) che aumenterà in base al rapporto Debito/Equity.

Supponendo che un investitore detenga di un'impresa tutto l'equity e tutto il debito, egli avrà diritto a tutti i redditi operativi. Possedendo tutti i titoli della società il rendimento atteso del suo portafoglio coinciderà con r_A (rendimento atteso delle attività).

Il rendimento atteso del portafoglio sarà:

$$r_A = [(S/V) * r_S] + [(B/V) * r_B] \text{ in cui } V = S + B$$

Come visto in precedenza questa formula coincide con il Wacc. infatti il rendimento atteso delle attività di un'impresa può essere definito anche come costo medio ponderato del capitale o come costo del capitale aziendale.

³ La leva finanziaria sfrutta il solo capitale proprio per il finanziamento dell'impresa

Da questa equazione possiamo quindi esplicitare il rendimento atteso dell'equity di un'impresa che presenta un livello di indebitamento:

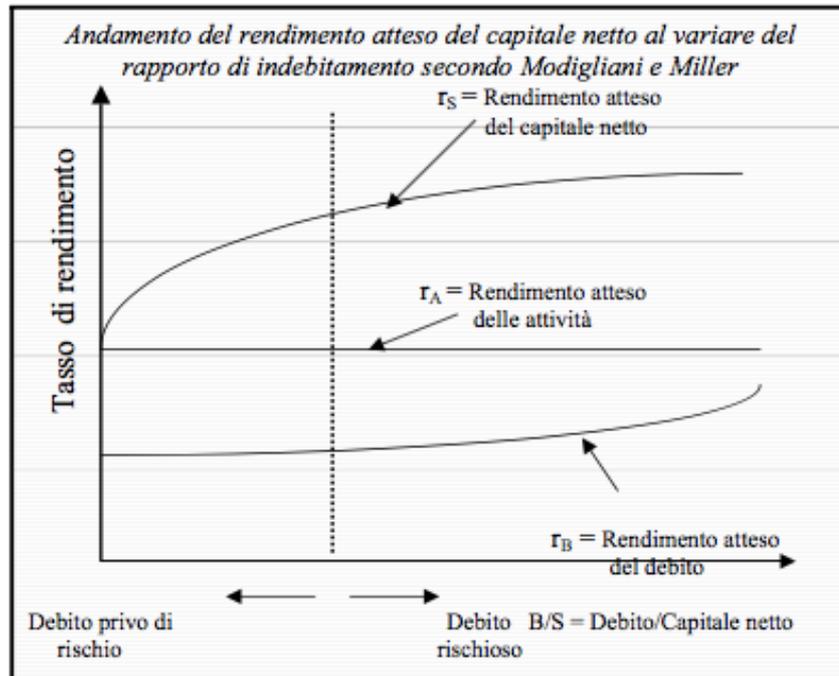
$$r_S = r_A + (r_A - r_B) * (B/S)^4$$

1.2.2 LA PROPOSIZIONE “II”

Da quest'ultima equazione ricaviamo la proposizione “II” di Modigliani e Miller: in proporzione al rapporto Debito/Equity il tasso di rendimento atteso delle azioni di un'impresa indebitata aumenta. La variazione del tasso dipende dalla differenza tra r_A (rendimento atteso del portafoglio contenenti tutte le azioni della società) e r_B (rendimento atteso del debito). Nel caso in cui questa differenza sia uguale a zero ($r_A=r_B$) ci sarà il caso in cui l'impresa non presenta livelli di debito nella propria struttura finanziaria. Quando il debito è assente gli azionisti richiederanno un rendimento pari a r_A , se è presente un certo livello di debito all'interno dell'impresa invece la richiesta del rendimento sarà uguale a $(r_A - r_B) * (B/S)$ per colmare l'aumento del rischio. Il rendimento si adegua naturalmente al rischio e questo è il motivo per cui un investitore richiederà sempre rendimenti maggiori per imprese indebitate.

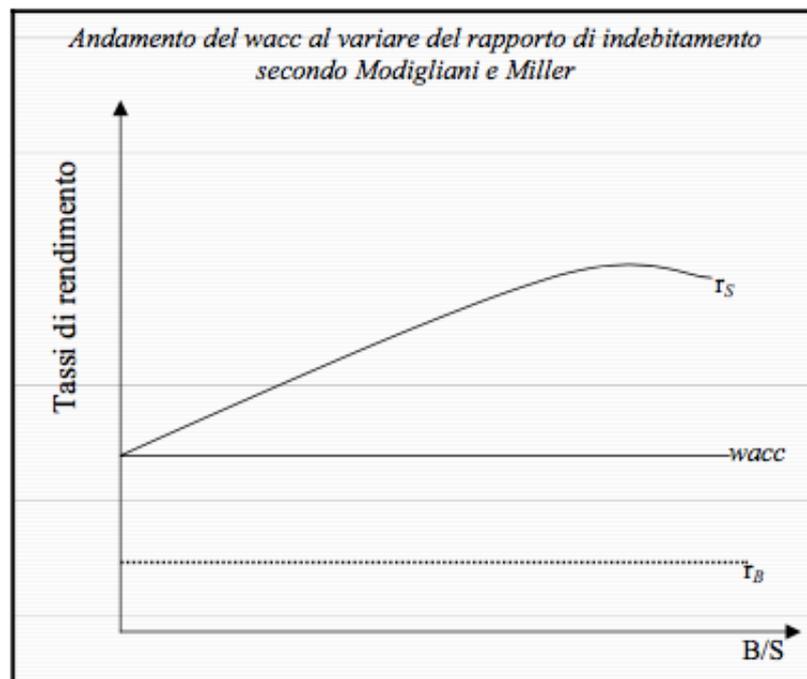
Secondo Modigliani e Miller il debito (B) viene considerato “risk free” fino ad un determinato livello e fino ad una certa soglia. Il rendimento atteso dell'equity aumenta in maniera costante fino a quel punto per poi diminuire di inclinazione a causa del trasferimento parziale dei rischi sugli investitori facendo aumentare il rendimento atteso del debito.

⁴ Applicazione della proposizione di M&M (Testo Principi di finanza aziendale di Richard Brealey, capitolo 17)

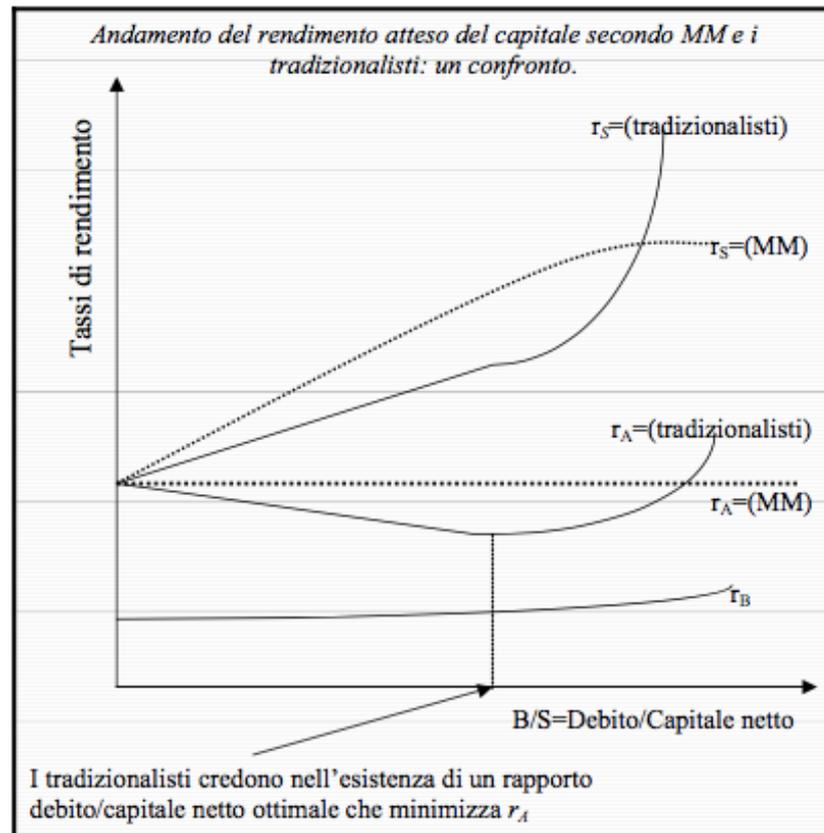


(Figura 2, Richard Brealey, *Principi di finanza aziendale*, McGrawHill Education, 2015, pag.455)

Per quanto riguarda il Wacc (costo medio ponderato del capitale) dalle teorie di M&M rimane costante al variare del livello di debito così come rimane costante il tasso d'interesse. Aumenta invece il rendimento atteso dell'equity ed arrivano ad un'importante relazione tra r_s e rischio: all'aumentare dei rendimenti attesi dell'equity è proporzionale un aumento del rischio.



(Figura 3, Richard Brealey, *Principi di finanza aziendale*, McGrawHill Education, 2015)



(Figura 4, Richard Brealey, *Principi di finanza aziendale*, McGrawHill Education, 2015, pag. 465)

Confrontando le teorie di M&M con le posizioni tradizionaliste possiamo trovare delle differenze concettuali che si ripercuotono poi nell'andamento delle funzioni nei grafici. Per i tradizionalisti la variabile di partenza è il costo del capitale proprio (r_s) e individuano una zona nel grafico che minimizzi il costo delle attività identificandosi come un rapporto ottimale di indebitamento.

Per Modigliani e Miller, invece, perde di valore la struttura finanziaria in quanto non incide sulla valutazione totale dell'impresa.

Ciò che per i tradizionalisti è il punto di partenza per i due studiosi è il punto di arrivo. Il livello di indebitamento non influenzerà il rendimento atteso delle attività ma modificherà il rendimento atteso del capitale proprio in base al rapporto Debito/Equity.

1.2.3 LE TEORIE DI M&M IN PRESENZA DI IMPOSTE

Dalle teorie di Modigliani e di Miller ne deduciamo che un'impresa, modificando la propria struttura finanziaria, modifica rendimento atteso e rischio dei titoli del portafoglio, ma lascia invariato il costo del capitale.

L'approccio iniziale di Modigliani e di Miller ha come ipotesi il fatto di considerare il sistema come privo di imposte, sia societarie che personali. Questo presupposto è chiaramente non immaginabile nel mondo reale, nel quale ogni società e impresa può essere considerata come soggetto fiscale.

In passo successivo nell'analizzare le teorie di Modigliani e di Miller riguarda il fatto di considerare nel sistema imposte societarie e personali⁵. Si riconosce, quindi, la presenza di benefici fiscali maturati dai pagamenti d'interessi e la deducibilità da parte delle imprese degli interessi pagati sui fondi presi in prestito. In questo nuovo scenario la società potrà considerare il costo effettivo del debito con inferiore rispetto al costo nominale del debito a causa delle agevolazioni fiscali di cui può usufruire. Pertanto, l'aumento del valore del debito, all'interno della struttura finanziaria, fino ad una certa soglia farà crescere il valore complessivo dell'impresa.

Questo approccio con l'introduzione delle imposte, riconosce il "risparmio fiscale" che andrà a determinare che una variazione del rapporto debito/equity inciderà sul costo medio ponderato del capitale (Wacc). Ciò significa che un aumento del debito porterà ad una diminuzione del Wacc essendo legati da un rapporto inversamente proporzionale.

Con le imposte cambia anche il modo di calcolare il costo medio ponderato del capitale (Wacc) poiché sarà d'interesse della società considerarlo come costo medio ponderato al netto delle imposte. Se consideriamo il costo del debito uguale a $r_B(1-T_C)$, in cui con T_C indichiamo l'aliquota d'imposta marginale, possiamo arrivare alla definizione del debito al netto delle imposte e di conseguenza al nuovo Wacc .

$$Wacc \text{ al netto delle imposte} = [r_B(1-T_C) * (D/V) + r_S * (E/V)]$$

Nel momento in cui l'impresa è sottoposta ad imposte, essa non vorrà solamente ridurre il debito d'imposta sui redditi, ma anche minimizzare il valore attuale di tutte le imposte. Dobbiamo differenziare tra l'aliquota d'imposta personale sugli interessi (T_P) e l'effettiva aliquota personale sul reddito da azioni (T_{PE}). Essendo gli interessi tassati nel momento in cui si realizzano, T_{PE} sarà

⁵ Modigliani e Miller in un articolo del 1958 ("The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment") introdussero il beneficio fiscale nelle loro teorie.

maggiore di T_P tanto minore è la quota dei redditi azionari che gli investitori realizzano tramite capital gain.

Fissata una determinata struttura finanziaria per l'impresa ha vantaggi nell'indebitarsi nel momento in cui $1-T_P$ sarà maggiore di $(1-T_{PE}) * (1-T_C)$ con T_C = imposta societaria.

$$\text{Vantaggio fiscale relativo del debito} = (1-T_P) / (1-T_{PE}) * (1-T_C)$$

Da questa formula se poniamo $T_{PE} = T_P$ il vantaggio del debito dipenderà solo dall'aliquota di imposta sul reddito e sarà uguale a $1/(1-T_C)$.

Un secondo caso riguarda la compensazione tra imposte personali e imposte societarie che rendono le strategie di indebitamento irrilevanti. In questo caso:

$$1-T_P = (1-T_{PE}) * (1-T_C).$$

L'ipotesi più semplice è che l'aliquota di tassazione del reddito azionario T_{PE} sia pari a zero e che l'aliquota di tassazione dei redditi d'impresa sia uguale a T_P .

1.2.4 COSTI DEL DISSESTO

Oltre alle imposte personali e societarie, un'altra complicazione che va ad influire sul valore complessivo dell'impresa sono i costi del dissesto.

Il dissesto si manifesta nel momento in cui vengono meno gli accordi fatti con i creditori, o le promesse vengono rispettate con difficoltà. Questo fenomeno si riflette sull'andamento di mercato dei titoli dell'impresa in quanto il dissesto indica che la società stia vivendo un momento di progressiva crisi che potrebbe portare anche al fallimento. Si crea all'interno dell'impresa un trade-off fra benefici fiscali dovuti all'indebitamento e i costi sostenuti per il dissesto.

In un contesto in cui il debito è moderato il valore attuale dei costi sarà molto basso, essendo le probabilità di dissesto minime, e domineranno i benefici fiscali. Nel momento in cui il debito sale, le probabilità di dissesto aumentano e cominceranno ad esserci elevati costi di dissesto che potrebbero essere pericolosi per l'impresa. È fondamentale quindi avvicinarsi il più possibile ad un ottimo in cui il VA dei risparmi fiscali viene compensato dall'incremento del VA dei costi del dissesto.

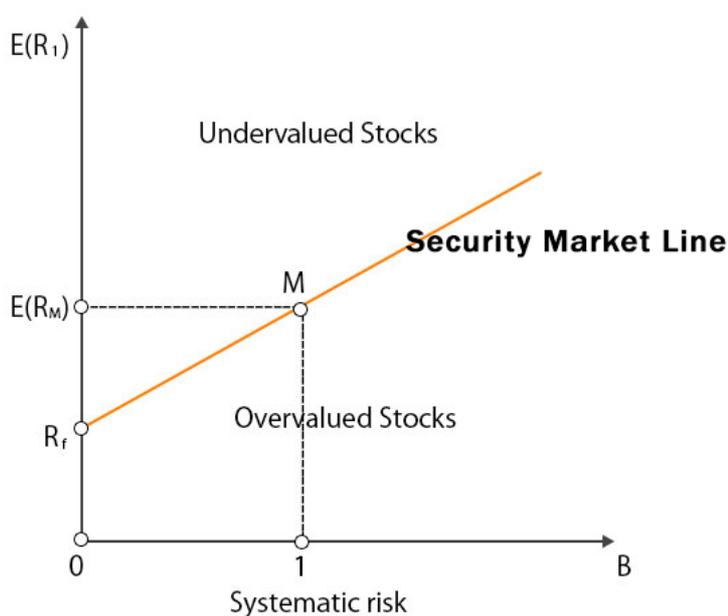
Il valore totale di un'impresa in presenza di imposte e di costi del dissesto è il seguente:

$$\text{Valore} = \text{valore finanziamento} + \text{VA beneficio fiscale} + \text{VA costi dovuti al dissesto Impresa dell'equity del debito}$$

1.3 CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)

Nello stesso periodo della pubblicazione delle proposizioni di Modigliani e Miller si sviluppò un nuovo modello di equilibrio dei mercati finanziari (il “Capital asset pricing model”), ideato da tre economisti: W. Sharpe, J. Lintner e J. Treynor. Grazie a questa intuizione imprese e investitori acquisirono una maggiore consapevolezza dell’investimento che si stava affrontando sia in termini di remunerazione che di rischi.

Il CAPM⁶ stabilisce, infatti, un’importante relazione tra il rendimento di un titolo e il suo beta, ossia il rischio sistematico. Questo rapporto tra le due grandezze è di tipo proporzionale e di conseguenza all’aumentare del fattore beta aumenta anche il rendimento dell’investimento. Ciò significa che ogni investimento si dovrebbe porre su una retta chiamata “security market line” (o linea del mercato azionario) che congiunga titoli “risk free” (con beta pari a 0) e il portafoglio di mercato (con beta pari a 1).



(Figura 5, <https://www.wallstreetmojo.com/security-market-line/>)

⁶ THE CAPITAL ASSET PRICING MODEL: THEORY AND EVIDENCE
(https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=440920)

Il premio atteso per aver investito in un titolo che non abbia rischio è pari a $r - r_f$, in cui r è il rendimento atteso e r_f è il rendimento di un titolo senza rischio (es. Buoni del Tesoro). Per esempio il premio atteso per il rischio di un investimento con un beta pari a 0,5 sarà la metà del premio atteso per il rischio di mercato.

Questa relazione può essere espressa nel seguente modo:

$$r - r_f = \beta (r_m - r_f)$$

Se ne deduce che

$$\text{tasso di rendimento atteso} = r = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Dal modello, quindi, il rendimento atteso di un titolo è formato dal rendimento di un titolo con beta pari a 0 maggiorato del premio per il rischio il quale dipende da: rischio sistematico e prezzo per il rischio (rendimento di mercato – rendimento “risk free”).

Un’importante ipotesi della teoria riguarda il fatto che l’impresa o generalmente un investitore ottiene un rendimento atteso superiore solo se accetta un rischio sistematico maggiore che non può essere eliminato tramite la diversificazione.

1.3.1 ARBITRAGE PRICING THEORY (APT) E DIFFERENZE CON IL CAPM

Il CAPM deriva da uno studio di S. Ross⁷ che punta ad analizzare le possibilità di comporre un portafoglio efficiente. Il modello in questione è l’APT (Arbitrage Pricing Theory) che parte dall’assunzione che il rendimento di un titolo dipenda principalmente da fattori macroeconomici e da fenomeni di disturbo.

I rendimenti rispetterebbero la seguente equazione:

$$\text{rendimento} = a + b_1 (r_{\text{fattore 1}}) + b_2 (r_{\text{fattore 2}}) + b_3 (r_{\text{fattore 3}}) + \dots + \text{fattore di disturbo}$$

Nella teoria generale i fattori non vengono specificati e possono riguardare diverse grandezze come tassi d’interesse, determinati prezzi ecc.

Nel modello a tre fattori, invece, i fattori si riferiscono a tre fattori in particolare: fattore mercato (rendimento dell’indice di mercato – tasso risk free), fattore dimensione (rendimento delle

⁷ Stephen Alan "Steve" Ross uno degli economisti più influenti per quanto riguarda le teorie sui modelli economici-finanziari.

azioni delle piccole imprese – rendimento delle azioni più grandi), fattore valore contabile/valore di mercato (rendimento delle azioni con alto rapporto – rendimento azioni con basso rapporto).

Per ogni azione S. Ross identifica due fonti di rischio: fattori economici e fenomeni di disturbo. I primi non possono essere eliminati dalla diversificazione mentre i secondi sono costituiti da rischi che potrebbero presentarsi e influenzare ogni singola impresa.

Il premio per il rischio di ogni singola azione, secondo la teoria, dipende dal premio per il rischio associato ad ogni fattore e dalla sensibilità delle azioni a ogni fattore (b_1, b_2, b_3 ecc.).

$$\text{Premio per il rischio delle azioni} = r - r_f = b_1(r_{\text{fattore 1}} - r_f) + b_2(r_{\text{fattore 2}} - r_f) + \dots +$$

L'Arbitrage Pricing Theory⁸, così come il CAPM, esplicita il concetto che il rendimento atteso non derivi dal rischio specifico (eliminabile con la diversificazione) ma da eventi generici che influenzano l'economia nel complesso.

Confrontando le due teorie troviamo un altro punto in comune. Possiamo pensare ai fattori dell'APT come se rappresentassero portafogli specifici di azioni e calcolare il premio atteso su ciascun portafoglio. Se il premio atteso è proporzionale al beta, il CAPM e l'APT giungerebbero alla stessa soluzione.

Tra le differenze, invece, troviamo il fatto che per il CAPM è fondamentale il portafoglio e quindi il rendimento di mercato. Nell'APT non rientra questa variabile e sarà verificabile la teoria anche solo disponendo solo di un campione di dati relativi ad attività rischiose. Di conseguenza però l'APT nella sua forma generale non ci dà la possibilità di individuare con precisione quali siano i fattori che intervengono; mentre il CAPM riunisce tutti i rischi macroeconomici sotto il rendimento del portafoglio di mercato.

⁸ CHAPTER 1: THE ARBITRAGE THEORY OF CAPITAL ASSET PRICING (STEPHEN A. ROSS, https://www.worldscientific.com/doi/abs/10.1142/9789814417358_0001)

CAPITOLO 2. Le Piccole e Medie Imprese (PMI)

2.1 DEFINIZIONE E RILEVANZA IN AMBITO NAZIONALE E INTERNAZIONALE

Le piccole e medie imprese o PMI sono una “Categoria di aziende le cui dimensioni rientrano entro limiti occupazionali e finanziari prefissati (in inglese SME, Small Medium Enterprise)”⁹. La definizione ufficiale di una PMI venne data il 6 maggio 2003 attraverso la Raccomandazione 2003/361/CE emanata dalla Commissione Europea¹⁰, che entrò in vigore sostituendo la precedente Raccomandazione 96/280/CE. L’obiettivo primario della Commissione Europea fu quello di dettare criteri ben stabiliti per definire la categoria delle PMI per evitare difformità tra diversi Paesi e molteplici definizioni che potevano creare incoerenze. L’Italia in questo senso si è adeguata alle istruzioni della Commissione Europea attraverso il Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005¹¹, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 238 del 12 ottobre 2005. Per un’impresa riuscire a rispettare i criteri e poter essere definita PMI è di fondamentale importanza per poter usufruire di misure di sostegno da parte dello Stato, incentivi, contributi pubblici, sgravi fiscali e maggiore facilità nell’accesso al credito.

Oltre a modificare i parametri di riferimento per la definizione d’impresa, la Commissione Europea ha voluto anche chiarire il concetto di micro impresa, categoria fondamentale per la creazione di nuovi posti di lavoro e per lo sviluppo imprenditoriale. A differenza della precedente normativa anche per le microimprese si sono aggiunti i limiti sul fatturato e sul totale dell’attivo dello Stato Patrimoniale, oltre al già esistente criterio sul numero di dipendenti. Queste variazioni della nuova legislazione hanno consentito, innanzitutto, di far chiarezza sulle diverse classificazioni tra le imprese ma soprattutto ha permesso ad un notevole numero di imprese di entrare a far parte della categoria delle PMI con il quale è possibile ottenere agevolazioni e attenzioni sia in ambito nazionale che europeo.

L’abbreviazione PMI si è sviluppata principalmente nell’Unione Europea e in enti

⁹ Definizione PMI, fonte Treccani (<http://www.treccani.it/enciclopedia/pmi/>)

¹⁰ Raccomandazione della Commissione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese. (<http://www.pianidisettore.it/flex/cm/pages/ServeBLOB.php/L/IT/IDPagina/728>)

¹¹ ADEGUAMENTO ALLA DISCIPLINA COMUNITARIA DEI CRITERI DI INDIVIDUAZIONE DI PICCOLE E MEDIE IMPRESE (<HTTPS://WWW.GAZZETTAUFFICIALE.IT/ELI/ID/2005/10/12/05A09671/SG>)

internazionali come le Nazioni Unite e la Banca Mondiale. In certi paesi, invece, si utilizza l'acronimo SMB, "Small or Medium sized business". Essendo un concetto prevalentemente europeo, negli Stati Uniti d'America non è presente una definizione unitaria di PMI. I criteri che definiscono le imprese statunitensi variano a seconda del settore di appartenenza e i limiti occupazionali sono fissati solitamente a soglie ben precise.

Da un punto di vista concettuale le PMI presentano delle differenze rispetto alle grandi imprese, in particolare per strategie, obiettivi, e organizzazione. Per le grandi imprese, soprattutto in quelle quotate in borsa, l'obiettivo primario a cui tutte le società puntano è il profitto. Molto spesso le scelte delle grandi imprese sono volte al profitto anche a causa dell'esigenza di distribuire dividendi ai possessori di azioni. Cosa diversa, invece, accade per le "piccole e medie imprese" in quanto il profitto può diventare un aspetto secondario rispetto agli obiettivi di crescita e sviluppo. All'interno di un Paese queste caratteristiche assumono una rilevanza per il sistema economico in termini di contributo al PIL e di sviluppo tecnologico.

In Italia i parametri di PMI vengono rispettati da 760mila società¹² e ciò identifica il Paese come un caso tipico in cui l'andamento e la diffusione delle piccole e medie imprese vanno di pari passo con la crescita economica nazionale. Questo aspetto evidenzia punti di forza e punti di debolezza che incidono sull'economia nazionale. Ovviamente possedere un notevole numero di PMI porta vantaggi in termini di dinamismo e di capacità di adattamento a condizioni che mutano velocemente. Allo stesso tempo, però, le fragilità riguardano soprattutto la minore disponibilità di capitale, sia che esso sia interno ma anche per quanto riguarda l'accesso ai finanziamenti esterni. Possedere minor disponibilità di capitale porta ad una scarsa capacità di investimento con ripercussioni nell'innovazione e nella tecnologia e conseguente divario con le imprese internazionali.

2.2 I CRITERI DI CLASSIFICAZIONE

Il numero di occupati nella nuova normativa, come nella precedente, ha un ruolo centrale nella classificazione delle imprese. Tuttavia si è ritenuto necessario abbinare a questo dato il criterio finanziario per poter dare una visione completa anche dal punto di vista dei risultati e del posizionamento rispetto ai competitor.

La divisione tra le imprese avviene differenziando tre diverse categorie (micro impresa, piccola

¹² Rapporto Cerved 2018

impresa e media impresa) che si distinguono in base a tre criteri.

Un'impresa per potersi definire "Micro impresa" deve essere costituita da meno di 10 occupati e deve avere un fatturato annuo o un totale di bilancio minore o uguale a 2 milioni di euro.

Una "Piccola impresa" è un'impresa avente meno di 50 occupati e con un fatturato annuo o un totale di bilancio non superiore a 10 milioni di euro.

La "Media impresa" è formata, invece, da meno di 250 occupati, un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro.

	<i>Micro impresa</i>	<i>Piccola impresa</i>	<i>Media impresa</i>
Dipendenti	meno di 10	meno di 50	meno di 250
Fatturato	non superiore a € 2 milioni	non superiore a € 10 milioni	non superiore a € 50 milioni
	<i>oppure</i>	<i>oppure</i>	<i>oppure</i>
Totale di bilancio	non superiore a € 2 milioni	non superiore a € 10 milioni	non superiore a € 43 milioni

I criteri di classificazione¹³ sono, quindi, gli occupati, il fatturato annuo e il totale del bilancio annuo. Ogni impresa confrontando i propri dati con le soglie stabilite potrà appartenere alla categoria delle micro, piccole o medie imprese. Bisogna considerare, inoltre, che il requisito degli occupati è obbligatorio per appartenere ad una determinata categoria mentre il criterio del fatturato è alternativo a quello del totale di bilancio. Non è previsto l'obbligo per l'impresa di soddisfare entrambi i criteri per rimanere nella sua qualificazione.

Il criterio degli occupati è, quindi, il criterio fondamentale e obbligatorio per la determinazione della categoria d'impresa. All'interno di questo troviamo diversi tipi di lavoratori che possono rientrare nella definizione di occupato e si differenziano a seconda se il personale sia impiegato a tempo pieno o parziale. Gli occupati possono essere coloro che lavorano nell'impresa a tempo determinato o indeterminato che sono regolarmente inseriti nel libro matricola dell'impresa e che sono

¹³ "Guida dell'utente alla definizione di PMI" (<file:///Users/fede/Downloads/ET0115040ITN.pdf>)

legati dal vincolo di dipendenza, a meno che non si tratti di posti in cassa integrazione straordinaria. Rientrano nella qualifica di occupati anche coloro che hanno la proprietà dell'impresa, coloro che la gestiscono e i soci che ricevono compensi per l'attività imprenditoriale. Non fanno parte della classificazione di occupati coloro che hanno un contratto di formazione o inserimento e gli apprendisti con contratto di apprendistato.

Per il conteggio degli occupati si tiene conto del dato riguardante le "Unità Lavorative Annue" (ULA) che esprime il numero di persone che hanno lavorato nell'impresa durante l'anno in questione. Nel caso in cui un dipendente non abbia lavorato tutto l'anno o abbia lavorato a tempo parziale è contabilizzato come frazione di ULA.

Per quanto riguarda il criterio del fatturato annuo, esso determina l'importo del volume di affari (vendite, prestazioni di servizi) che compongono l'attività dell'impresa al netto d'imposte connesse alla vendita, di sconti, abbuoni, dell'IVA e viene calcolato secondo le norme vigenti del codice civile. Il totale di bilancio, invece, riguarda il totale dell'attivo patrimoniale e sia questo dato sia quello del fatturato si riferiscono all'ultimo esercizio contabile.

2.3 DISTRIBUZIONE DELLE PMI NEL PANORAMA NAZIONALE

Le PMI all'interno del territorio nazionale ed europeo costituiscono la maggioranza delle imprese e rappresentano, oltre alla base per l'economia italiana, una risorsa fondamentale per l'occupazione, lo sviluppo e l'innovazione tecnologica. In Italia alla fine del 2018 sono state registrate 760 mila PMI che risultano essere il 76% del totale delle imprese italiane (996 mila) e il numero ogni anno cresce in media del 5,6%. Queste tipologie d'impresa rappresentano una componente dinamica e in continua evoluzione all'interno del sistema nazionale dando un contributo importante anche in termini di PIL. In Europa, infatti, le PMI hanno circa 88 milioni di dipendenti, mentre le grandi imprese arrivano a 43 milioni¹⁴. Questo fenomeno acquista maggior risalto soprattutto in Italia dove il numero di PMI è il doppio rispetto a quello della Francia e più del doppio rispetto a Germania, Spagna e Regno Unito rendendo così evidente il rapporto quasi proporzionale tra crescita del paese e sviluppo delle imprese.

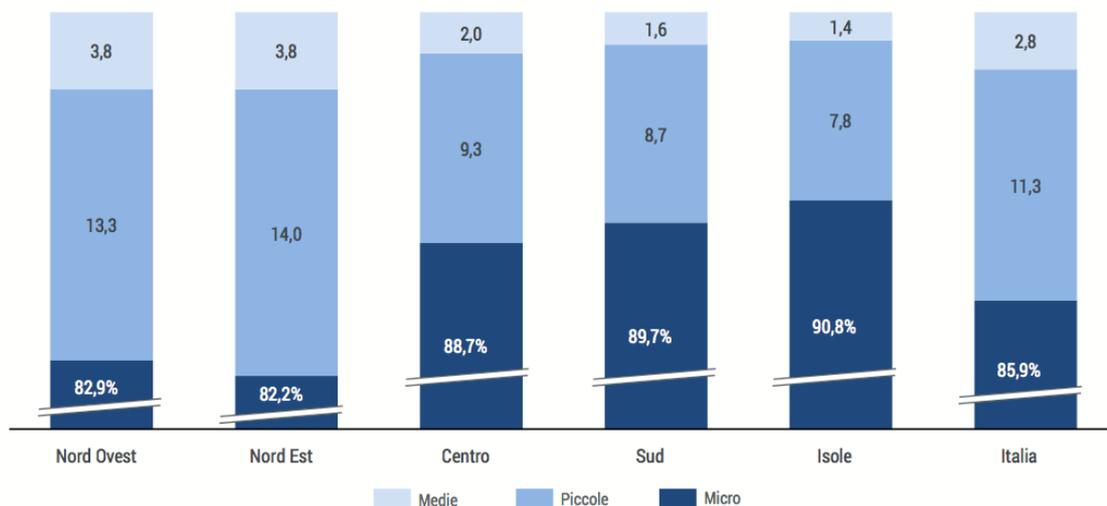
Soffermandoci sulla distribuzione delle PMI in Italia si può osservare che in determinate regioni più industrializzate è presente una maggiore concentrazione ed una maggiore efficienza d'impresa. Infatti l'80% del valore aggiunto dato dalle piccole e medie imprese all'economia nazionale viene dalle

¹⁴ Market Watch PMI (Panoramica sul mercato italiano, https://www.bancaifisimpresa.it/wp-content/uploads/2018/11/Market-watch-PMI_edizione_nov2018.pdf)

regioni del Nord-Est Centro (NEC) e in Lombardia.

Dal seguente grafico si nota inoltre il gran numero di micro imprese nelle isole (91%) a cui seguono il Sud e il Centro. Al Nord invece prevalgono le piccole e medie impresa.

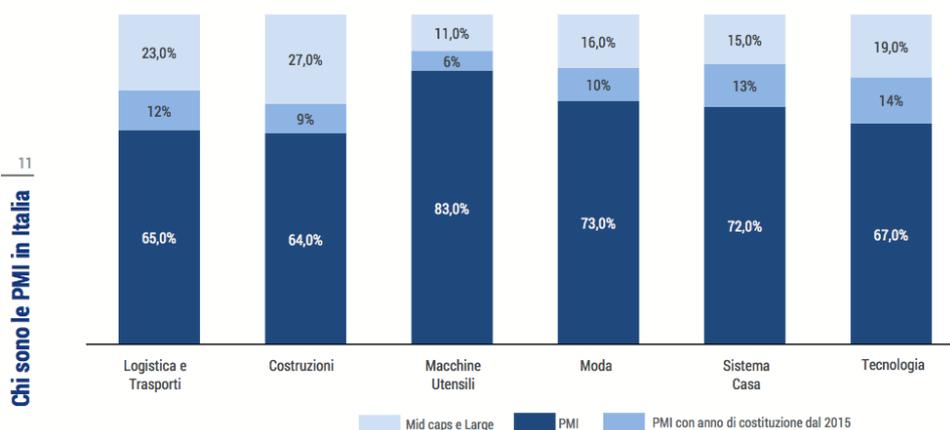
Distribuzione % PMI per macro-area e dimensione



(Figura 6, Rapporto Cerved PMI 2018)

Per quanto riguarda la distribuzione delle PMI per settore produttivo è prevalente la presenza di piccole e medie imprese nel campo delle Macchine Utensili, in cui le PMI arrivano quasi al 90%. Dal grafico è evidente anche l'elevato numero di nuove imprese nate dopo il 2015 che in media superano il 10% delle imprese totali in ogni settore.

Incidenza % numero PMI per settore



(Figura 7, Rapporto Cerved PMI 2018)

2.3.1 LE PMI NELL'ERA DELLA GLOBALIZZAZIONE

Lo sviluppo delle PMI può essere ricondotto ad un processo economico, culturale e sociale iniziato negli anni '80 identificato come "globalizzazione" che fu favorito dalla creazione di nuove tecnologie, l'abbattimento delle barriere e da particolari politiche nazionali. Questo processo nel campo economico si concretizzò nella crescente mobilità di capitali, che portò ad una finanziarizzazione delle economie, e nella creazione di rapporti commerciali tra diversi Paesi. Il sociologo Marshall McLuhan¹⁵ fu il primo a parlare di una trasformazione del sistema economico mondiale verso un "villaggio globale" nel quale si instaurava un passaggio dall'era meccanica a quella elettronica.

Tra le cause principali che portarono ad un'accelerazione del processo di globalizzazione troviamo innanzitutto la rivoluzione informatica che ha ridotto in maniera sostanziale tempi e costi di trasferimento di informazioni e velocizzato il sistema produttivo delle imprese. Altro motivo fu di tipo politico: nel 1991, infatti, vi fu la disgregazione dell'URSS che trasformò il sistema economico mondiale della fine del millennio. Con questo cambiamento vi fu una maggiore fiducia da parte dei governi e degli economisti sull'autoregolazione dei mercati. Si pensava che il mercato si autoregolasse in maniera autonoma in termini di produzione e distribuzione e che eventuali inefficienze di mercato si sarebbe eliminate naturalmente.

La globalizzazione modificò anche il fattore lavoro che, come le merci e il capitale, è stato influenzato e coinvolto nel processo. Tra gli aspetti del lavoro più influenzati dalla globalizzazione vi è sicuramente la delocalizzazione produttiva, nel quale le imprese trasferiscono il processo produttivo o parti di esso in zone in cui sono presenti vantaggi e convenienze competitive. Troviamo, talvolta, costi dei fattori produttivi inferiori, in particolare della manodopera; benefici causati dall'avvicinamento fisico in zone con mercati più dinamici e in crescita e la possibilità di usufruire di vantaggi fiscali o di finanziamenti agevolati dalle politiche locali. Questi trasferimenti delle fasi produttive delle imprese in altre aree hanno comportato delle conseguenze sia per i Paesi d'origine che in quelli di destinazione. Sul mercato dei beni il movimento della produzione ha portato per le imprese un vantaggio competitivo ed un abbassamento dei prezzi nel Paese d'origine.

Nel mercato del lavoro questo fenomeno ha causato una diminuzione della domanda di lavoro nei Paesi d'origine a svantaggio dei lavoratori più qualificati e un incremento della popolazione nei Paesi di destinazione. Inoltre nei Paesi più sviluppati la frammentazione dei processi produttivi ha

¹⁵ Herbert Marshall McLuhan, sociologo, filosofo e professore canadese, famoso per i suoi studi sulla collettività.

modificato la concezione sviluppata da Ford, rendendo dislocato e frammentato anche il mercato del lavoro. Ciò ha influito nell'aumento delle differenze salariale tra i lavoratori e di conseguenze negli status sociali e nelle scelte politiche dei governi.

Lo sviluppo delle PMI è, quindi, in parte dovuto ad un'espansione iniziata durante la seconda metà degli anni 90' e finita nei primi anni del nuovo millennio in cui l'economia mondiale ha vissuto un periodo di crescita e di sviluppo. In questo periodo si sono inserite nel commercio internazionale economie emergenti e di nuova prospettiva come Brasile e Cina, mentre le economie già sviluppate cercavano di continuare il loro sviluppo economico.

In Italia nei primi anni 2000 la struttura delle imprese era composta al 90% da imprese con meno di 250 dipendenti che rappresentavano il 47% del totale dei lavoratori nelle industrie e nelle imprese¹⁶. Rispetto al passato le PMI italiane furono influenzate dallo sviluppo di Internet e dal crescente processo di globalizzazione, dovendosi confrontare con imprese e realtà internazionali. Il successo delle PMI italiane degli anni 80' e 90' non fu replicabile negli inizi degli anni 2000 nel quale si resero evidenti problemi nel sistema imprenditoriale italiano. L'avvento di nuove economie mondiali assieme alla globalizzazione dei mercati e allo sviluppo di nuove tecnologie non permise ad imprese di ridotta dimensione, come la maggior parte di quelle italiane, di usufruire delle opportunità che offriva il processo di globalizzazione. Insieme a questo fattore vi era anche la volontà dei piccoli imprenditori di non guardare al cambiamento, elemento che per molte imprese significò perdere mercato e successo.

I rapporti sempre più costanti tra i Paesi e l'azzeramento delle distanze portarono sicuramente ad una maggiore facilità nel reperire materie prime, informazioni e fattori produttivi favorendo gli scambi commerciali. Dall'altra, però, molti Paesi che non avevano la possibilità di stare al passo con le nuove tecnologie e col nuovo sistema commerciale, rischiavano di arrivare a periodi di crisi e di recessione.

2.3.2 LA CRISI ECONOMICA DEL 2008

Dopo un periodo di entusiasmi e di crescita dal punto di vista economico negli anni 90' e nei primi anni 2000, si giunse in un periodo di crisi che iniziò nel 2007¹⁷ quando si presentò uno shock

¹⁶Rapporto Welfare Index PMI (https://www.welfareindexpmi.it/rapporto-welfare_index-pmi-2016.pdf)

¹⁷ "Le imprese italiane tra crisi e nuova globalizzazione" di Antonio Accetturo, Anna Giunta, Salvatore Rossi (<https://www.rivisteweb.it/doi/10.1430/34268>)

finanziario iniziato negli USA e che in poco tempo colpì gli altri mercati finanziari mondiali. La crisi iniziò nel momento in cui ci si rese conto della crescente insolvenza dei mutui ipotecari, con conseguente deprezzamento di una grande quantità di titoli derivati americani. Il deprezzamento coinvolse principalmente titoli legati ai prestiti immobiliari chiamati “credit default swap” che, pur rappresentando solamente il 2% dei titoli finanziari, portarono al tracollo il sistema finanziario degli USA. La crisi americana incise non poco sull’andamento dell’economia mondiale, causando un rallentamento della crescita economica e conseguente stato di recessione. Il PIL mondiale diminuì drasticamente a causa di un calo della produzione industriale dei Paesi più sviluppati, con una riduzione del commercio mondiale del 10%.

La crisi finanziaria nata negli USA non provocò enormi danni al sistema economico italiano poiché le banche italiane erano poco internazionalizzate e non presentavano in portafoglio determinati titoli responsabili della crisi. Pur non essendo stato influenzato il sistema finanziario durante la recessione del 2007, l’anno successivo una crisi delle economie reali colpì diverse economie europee con conseguenze disastrose per l’Italia. All’interno della crisi erano presenti Paesi con cui l’Italia presentava degli accordi sul mercato delle esportazioni e questo influi su diversi settori come quello manifatturiero, basato sulle esportazioni estere.

La crisi colpì duramente anche il campo delle PMI causando innumerevoli chiusure tra le piccole e medie imprese, dimostrazione di un calo drastico del PIL italiano (-1,2% nel 2008 e -5,5% nel 2009). Come mostra la tabella il saldo nel 2008 tra imprese chiuse e nuove imprese era di -2184, nello specifico con 152500 in chiusura e 130629 in apertura. Il dato risultò estremamente negativo soprattutto confrontandolo con i dati dell’anno precedente, in cui il saldo tra imprese nuove e imprese chiuse era pari a +10006 e nel 2006 di +46875. Le regioni più colpite sono state quelle del Sud Italia, in particolare la Sicilia, la Puglia e la Calabria con un saldo di -9877; mentre il settore più danneggiato è stato quello delle imprese commerciali.

	Iscrizioni	Cessazioni	Saldo
Nord Ovest	38147	42012	-3865
Nord Est	26230	33462	-7232
Centro	28356	29196	-840
Sud e Isole	37896	47773	-9877
Italia	130629	152443	-21814

(Figura 8, Distribuzione delle PMI su scala geografica, Istat)

Le grandi difficoltà delle PMI italiane nel periodo 2008-2013 sono confermate anche da elevate limitazioni da parte degli istituti bancari nella concessione di finanziamenti e prestiti. Le banche, infatti, dovendo già affrontare le difficoltà dei mercati mondiali, non avevano intenzione di esporsi eccessivamente concedendo prestiti o finanziamenti rischiosi ad imprese instabili che non davano le garanzie adeguate. Tra il 2009 e il 2013 l'erogazione di prestiti e finanziamenti diminuì del 4,1%¹⁸ a causa dell'accortezza degli istituti bancari. Per il sistema economico italiano, principalmente basato sui risultati e sulle performance delle PMI, la situazione delle imprese portò a conseguenze estremamente negative. Le difficoltà delle PMI italiane durante la crisi economica possono essere ricondotte alle caratteristiche delle stesse. Le piccole e medie imprese sono, infatti, maggiormente esposte rispetto alle grandi aziende agli effetti della crisi e questo deriva innanzitutto dalle minori dimensioni strutturali che rendono difficile l'assorbimento di difficoltà e imprevisti. Inoltre le PMI svolgono le proprie attività su determinati mercati non riuscendo a operare in maniera diversificata su diversi fornitori, clienti e rischi. Questo genera una dipendenza verso un settore o una grande impresa a cui è collegata il successo o meno dell'attività. Le grandi imprese, al contrario, riescono durante un periodo di recessione a mantenere una propria autonomia preservando lo svolgimento della propria attività. Nelle PMI spesso mancano delle figure manageriale specializzate che riescano in maniera tempestiva a trovare soluzioni e a analizzare la situazione dell'impresa. Spesso c'è la necessità da parte di piccoli imprenditori di ricercare all'esterno consulenze e figure di gestione, con conseguente diminuzione di tempestività e gestione. Il periodo di difficoltà istauratosi in Italia incise in maniera negativa sulle imprese anche per quanto riguarda l'innovazione e la ricerca, rallentando anche l'imprenditorialità giovanile.

¹⁸ <https://www.istat.it/>

Il ruolo cruciale delle PMI nell'economie nazionali e comunitarie ha creato durante gli anni 2000 un'attenzione particolare da parte delle politiche comunitarie. Nel 2008, durante la crisi economica, la Commissione Europea ha deciso venire incontro alle PMI attraverso lo "Small Business Act"¹⁹ (SBA), un piano di aiuto per determinate imprese che ancora oggi è in revisione. L'obiettivo della manovra mira principalmente alla creazione di un ambiente favorevole alle PMI attraverso dei legami tra gli interventi politici dei singoli Stati e quelli comunitari. In questo senso determinati interventi politici e amministrativi vengono sottoposti a controlli per verificare che non rechino danno alle PMI, nel caso in cui incidano negativamente sulle imprese ci si accorda con i singoli Paesi per utilizzare misure transitorie e deroghe.

Lo SBA si concentra con particolare attenzione sull'imprenditoria giovanile aiutando le PMI a sfruttare al meglio le opportunità che offre il mercato nazionale e internazionale. Si cerca in questo modo di creare un'omogeneità tra le politiche dei Paesi membri e semplificare gli obblighi burocratici verso le imprese.

2.3.3 INTERNAZIONALIZZAZIONE E CRESCITA DIMENSIONALE COME ESIGENZA PER USCIRE DALLA CRISI

La crisi economica iniziata nel 2008 ha evidenziato sempre di più i problemi delle PMI italiane nei confronti delle imprese estere e il gap nello sviluppo tecnologico. Questa situazione ha costretto molte di queste a modificare le proprie strategie e il proprio assetto strutturale per cercare di crescere in un contesto economico che è mutato rispetto al passato.

Una strategia che molte PMI stanno intraprendendo è quella di puntare sull'internazionalizzazione²⁰ dei prodotti. Cercare di svolgere la propria attività imprenditoriale anche al di fuori dei confini nazionali può dare la possibilità di usufruire di nuove opportunità di crescita e di guadagno. Per piccole e medie imprese arrivare a mercati internazionali spesso risulta complicato in termini di risorse umane e di risorse finanziarie. Proprio per questo è fondamentale realizzare manovre politiche e riforme strutturali che puntino a promuovere investimenti mirati all'internazionalizzazione. Oltre al sopracitato SBA, che ha consentito lo sviluppo di nuove PMI oltre i confini nazionali, l'Italia è intervenuta con importanti interventi per incrementare e sostenere le attività imprenditoriali

¹⁹ Small Business Act (https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Rapporto_SBA_singole.pdf)

²⁰ "La grande crisi globale: una sfida per la politica industriale e per le imprese" di Riccardo Varaldo, Lucio Lamberti (https://www.francoangeli.it/riviste/Scheda_rivista.aspx?IDArticolo=35612)

considerate di maggior successo. In particolare si introdusse il credito d'imposta del 25% sugli investimenti incrementali in R&S; un'agevolazione in termini di tassazione sui redditi derivanti da brevetti industriali, marchi commerciali e per determinate attività. In più si è prevista la possibilità di costituire nuove tipologie d'impresa chiamate "PMI innovative". Queste imprese hanno la caratteristica di svolgere la propria attività nel campo dell'IT (innovazione tecnologica).

Oltre all'internalizzazione, incentivata da agevolazioni fiscali e investimenti, si punta anche alla crescita dimensionale delle PMI italiane come strategie per la crescita del sistema economico. Questo aspetto può essere considerato come un nodo fondamentale per rilanciare alcune tipologie d'impresa e migliorare il tessuto imprenditoriale italiano. Le imprese dovrebbero migliorare la propria performance e il proprio business per cercare di stare al passo con imprese più grandi a livello internazionale.

Una possibilità, date le caratteristiche delle PMI italiane, potrebbe essere quella di aggregarsi tra di loro creando una "rete" con cui si potrebbero beneficiare di competenze e specializzazioni trasferendole alle imprese collegate. In questo modo, tramite l'aggregazione di più attività imprenditoriali, le imprese acquisiranno competitività e sviluppo tecnologico senza intraprendere investimenti troppo onerosi o costi di gestione e di risorse umane eccessivi.

CAPITOLO 3. Forme di finanziamento tradizionali

Una qualsiasi impresa, che sia una PMI o una grande azienda, può essere considerata come un sistema avente determinate caratteristiche. Innanzitutto è un sistema aperto, in quanto necessita di relazione con l'esterno e in particolare con gli altri attori del mercato di appartenenza, secondo uno schema di "input-output". L'impresa è, inoltre, un soggetto dinamico capace di modificarsi a seconda dei cambiamenti dell'ambiente che la circonda. Infine ha la caratteristica di essere un sistema complesso, composto da diversi elementi interni che si relazionano tra loro e che modificano la struttura generale dell'impresa.

Da queste caratteristiche si nota come i rapporti con soggetti esterni e interni siano di fondamentale importanza per lo svolgimento dell'attività imprenditoriale. Solitamente sistemi così complessi e articolati presentano quattro fasi che definiscono il ciclo su cui basarsi per la gestione dell'impresa. Le quattro fasi sono: finanziamento, acquisizione, trasformazione dei fattori produttivi e vendita.

Il finanziamento rappresenta la prima fase per l'avvio o per la crescita dell'attività e tramite esso si dota l'impresa di mezzi finanziari per l'acquisizione dei fattori produttivi e per il soddisfacimento di operazioni necessarie di gestione. Le forme di finanziamento, come d'altronde le imprese, sono cambiate nel corso della storia e al giorno d'oggi si possono utilizzare forme sempre più innovative che si adattano in maniera specifica alle caratteristiche di ognuna.

Per quanto riguarda le PMI, nonostante lo sviluppo tecnologico, le forme di finanziamento tradizionali sono ancora le più utilizzate; in particolare i rapporti con istituti bancari o investitori istituzionali.

3.1 LE FONTI DI FINANZIAMENTO AZIENDALI

Ogni impresa necessita di mezzi finanziari adeguati per lo svolgimento delle attività. Tra le forme più comuni troviamo sicuramente le forme di finanziamento tradizionali che si possono dividere in finanziamenti a titolo di capitale proprio (o Equity) e finanziamenti a titolo di capitale di terzi.

3.1.1 FINANZIAMENTI A TITOLO DI CAPITALE PROPRIO

I finanziamenti a titolo di capitale proprio sono solitamente i primi finanziamenti che l'impresa riceve, rappresentando l'apporto di capitale sociale dei proprietari, dei soci o dell'imprenditore a seconda della tipologia di attività. Questo tipo di capitale viene definito anche capitale di rischio e, in

base al tipo di società, assumerà determinate caratteristiche. Infatti nelle S.p.a l'apporto di capitale proprio è rappresentato dalla distribuzione di azioni o titoli azionari a colui che ha conferito. Nelle società di persone, invece, il capitale di rischio viene apportato da coloro che hanno la proprietà o dai soci.

Questo tipo di finanziamento, caratterizzato dalla presenza di capitale di rischio, non comporta al conferente garanzie di guadagno in quanto la remunerazione dipenderà dal successo e dal raggiungimento di obiettivi da parte dell'impresa. Nel caso di andamento negativo, il capitale di rischio potrebbe ridursi o annullarsi comportando una perdita d'esercizio. Inoltre una caratteristica importante dell'apporto di capitale proprio riguarda la non presenza di scadenze predeterminate, poiché l'equity risulta inserito nell'attività a tempo indeterminato.

All'interno delle tipologie di finanziamento a titolo di capitale proprio è presente anche l'autofinanziamento²¹. Questa strategia permette di non dover utilizzare finanziamenti di terzi, come il ricorso ad istituti bancari, ma anzi permette all'impresa di produrre all'interno le risorse necessarie per la gestione.

Per comprendere al meglio il concetto di autofinanziamento dobbiamo, innanzitutto, differenziare due aspetti importanti: il concetto di risorsa finanziaria e di risorsa monetaria. Questa differenza è fondamentale all'interno di un'azienda per attuare una strategia di autofinanziamento efficace. Una risorsa finanziaria diventa una vera e propria risorsa per l'impresa nel momento in cui si trasforma in una di tipo monetario. Un esempio classico è quello dei crediti che rappresentano una risorsa finanziaria fino al momento della riscossione, in seguito si trasformano in una risorsa monetaria. Per molte imprese la presenza di elevate risorse finanziarie che, però, non si tramutano in corrispettive risorse monetarie è causa di fallimenti e di decrescita dell'attività.

Questa fonte di finanziamento si basa sul reinvestimento all'interno della società degli utili non distribuiti che vanno ad accrescere il patrimonio netto aziendale. Per il calcolo dell'autofinanziamento considerano determinati elementi non monetari interni dell'impresa. La formula per il calcolo è la seguente:

$$\text{AUTOFINANZIAMENTO} = \text{utili non distribuiti} + \text{ammortamenti} + \text{accantonamenti} - \text{utilizzi di accantonamenti.}$$

²¹Definizione di Autofinanziamento, fonte Treccani
(http://www.treccani.it/enciclopedia/autofinanziamento_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

Per poter richiedere un finanziamento tramite capitale proprio si deve possedere una determinata posizione amministrativa all'interno della società o dell'impresa e aver versato parte del capitale sociale. Nel caso in cui l'attività imprenditoriale sia sotto forma di società, il capitale sociale è diviso in azioni e coloro a cui spetta la decisione sul capitale proprio sono i soci (art.2479 codice civile). Per eseguire un apporto di capitale è presente l'obbligo di allegare una relazione di un revisore legale all'atto costitutivo dell'impresa (art. 2465 codice civile). All'interno della relazione si devono indicare i conferimenti in denaro o in natura apportati, i criteri adottati e la dimostrazione che la valutazione dei beni conferiti sia almeno pari al valore attribuito al capitale sociale.

Questo tipo di finanziamento può presentare comunque dei lati negativi e degli svantaggi. Innanzitutto l'apporto di capitale proprio può in certi casi andare a modificare le riserve legali e straordinarie, fattore che va a influenzare la struttura e la stabilità societaria. Un altro aspetto negativo riguarda coloro che apportano conferimenti. Nel caso di fallimento, infatti, i soci vedranno il rimborso del capitale conferito solamente in modo postergato rispetto ai creditori terzi e stesso trattamento ci sarà per quanto riguarda i profitti.

3.1.2 FINANZIAMENTI A TITOLO DI CAPITALE DI TERZI

Un'impresa per ricevere risorse finanziarie può ricorrere, come nella gran parte dei casi avviene, anche a finanziamenti a titolo di capitale di terzi provenienti dall'esterno. Le PMI italiane, considerando le caratteristiche dimensionali e finanziarie, utilizzano come fonte di finanziamento principale l'autofinanziamento ma soprattutto il credito bancario.

Quest'ultimo rappresenta il tipico esempio di apporto esterno di capitale verso l'impresa e concorre in media ad un terzo delle passività totali in una PMI.

Il finanziamento con fonti esterne si manifesta in capitale di credito o in debiti finanziari, nei quali l'impresa acquisisce una posizione di debito verso l'ente esterno. Possedere determinati debiti finanziari porta a possedere obblighi patrimoniali, che consistono nel rimborso e nel pagamento di interessi, e conferiscono diritti di credito.

All'interno della categoria riguardante l'indebitamento bancario, possiamo distinguere il debito a breve termine da quello a lungo termine. Nel primo l'impresa ha un obbligo di rimborso che può variare dai 12 ai 18 mesi e presenta una molteplicità di possibili operazioni come l'apertura di un credito attraverso conto corrente, acquisizione di sconti sui crediti o il pagamento anticipato su ricevute bancarie. Per quanto riguarda i finanziamenti a lungo termine, la banca mette a disposizione una predeterminata somma di denaro che l'utente può utilizzare e che può rimborsare in più anni, avendo la forma di un contratto di mutuo. La durata del finanziamento influisce su alcune

caratteristiche del debito. Infatti la rischiosità è direttamente proporzionale all'arco temporale, così come il tasso d'interesse dell'operazione che rappresenta il costo del finanziamento.

Un tipo particolare di rapporto con la banca riguarda il “leasing finanziario”²² che consiste in una forma a lungo termine utilizzato dalle imprese per non acquistare in modo diretto le immobilizzazioni. Questo contratto viene costituito da un istituto apposito che consente l'utilizzo di un determinato bene, che può essere sia mobile che immobile, dietro pagamento di un canone periodico. La proprietà dell'oggetto del contratto di leasing non appartiene all'impresa ma anzi rimane all'istituto e alla fine del periodo di utilizzo l'impresa potrà decidere di acquistare il bene pagando il corrispettivo prezzo.

3.2 RAPPORTO BANCA-IMPRESA E ACCESSO AL CREDITO BANCARIO

In un'economia come quella italiana assume particolare importanza il rapporto tra banche e imprese, in particolare perché ogni PMI per lo sviluppo dell'attività necessita di continui rapporti con istituti bancari. Analizzando i rapporti di credito tra banche e piccole e medie imprese italiane, si nota la volontà da parte degli imprenditori di possedere debiti bancari a breve termine per rispondere immediatamente alle spese ordinarie dell'attività. Questa caratteristica del credito bancario pone le imprese ad un'elevata vulnerabilità causata dalle fluttuazioni dei tassi a breve termine e con conseguente diminuzione di risorse finanziarie stabili nel medio/lungo periodo. Anche il ruolo delle banche cambia in base alle caratteristiche del debito. Molto spesso infatti gli istituti bancari, nel rapporto con le PMI, si occupano di garantire un sostegno finanziario alle attività ordinarie delle imprese piuttosto che incentivare progetti di sviluppo e di crescita attraverso finanziamenti nel medio/lungo periodo.

I rapporti tra impresa e banca non terminano nel momento dell'erogazione del finanziamento ma hanno una continuità nel tempo. Il debito finanziario, infatti, si va ad inserire all'interno del rischio d'impresa. In questo senso il tasso d'interesse stabilito dalla banca oltre a rappresentare l'equilibrio tra la richiesta dell'impresa e la domanda, va a descrivere la natura del debitore e la sua rischiosità.

Uno dei problemi principali di questo rapporto riguarda l'asimmetria informativa. I creditori e la banca non riescono a possedere le stesse informazioni oggettive o soggettive rispetto alle imprese e possono crearsi svantaggi per chi non riesce a reperirle. Per informazioni oggettive si intendono le scelte che l'impresa effettuerà in termini di investimenti futuri, mentre le informazioni soggettive permettono alla banca di conoscere le capacità dell'impresa di far fronte ai debiti.

²² “Il leasing finanziario: profili contabili, fiscali e gestionali” di M. Bonacchi e M. Ferrari.

Le banche per affrontare questo gap di conoscenza con i manager dell'impresa tendono ad aumentare i tassi d'interesse, portando spesso a preferire il ricorso a fonti interne piuttosto che a quelle esterne.

Nel relazionarsi con le imprese, per far diminuire le asimmetrie informative, le banche possono utilizzare anche due diversi modelli: *relationship-banking* e *transactional-based*²³.

Nel primo modello la banca si pone l'obiettivo di creare una relazione a lungo termine con l'impresa basata su un costante scambio di informazioni qualitative e quantitative, con il quale si analizzano le potenzialità e il valore dell'azienda. Il secondo modello mira, invece, alla misurazione del rapporto rischio/rendimento attraverso uno studio delle informazioni di tipo quantitativo come bilanci, garanzie e dati dell'impresa. La difficoltà nel reperire informazioni da parte delle banche concerne in particolare nei confronti delle piccole e medie imprese. Reperire dati e informazioni dalle grandi aziende è molto più agevole in quanto nella maggior parte dei casi vi è l'accesso diretto tramite il sito Internet ai dati aziendali o, comunque, esistono obblighi informativi a carico di queste aziende. Questo va a sottolineare ancora di più l'aspetto della fiducia e della trasparenza che si deve avere tra banca e piccola impresa, come stabilito dal modello del *relationship-banking*.

L'impresa per spingere la banca a concedere il credito può utilizzare le garanzie come strumento per far diminuire il rischio finanziario posto a capo del concedente. Le garanzie risultano fondamentali per una realtà come quella delle PMI, in quanto presentano una bassa capitalizzazione che potrebbe portare gli istituti bancari ad essere maggiormente avversi al finanziamento.

Questo strumento sussiste nel momento in cui si crea l'impegno di rispettare il debito e si lega all'obbligazione. Le garanzie a disposizione dell'impresa possono essere di tre tipi e si differenziano dal soggetto garante.

La prima tipologia è di tipo personale e consiste nell'intervento di un soggetto, molto spesso rappresentato da un socio, che si impegna a concedere il rimborso in caso di ritardo nei pagamenti o inadempimento della società. Non comporta nessuna azione nel caso in cui il debitore rispetta i termini e i tempi prestabiliti. Un esempio di garanzia personale è la fideiussione. Il secondo strumento di garanzia è di tipo reale. Solitamente il soggetto che si impegna è la società stessa, che mette a disposizione uno o più beni mobili o immobili come garanzia del debito ottenuto dalla banca. Si parla in questo caso di pegno o ipoteca, strumenti che abbassano il rischio di insolvenza nel caso in cui il debitore non riuscisse a pagare.

²³ "Relationship e transactional banking models" di Cinzia Dabrassi Prandi (<https://www.unibs.it/sites/default/files/ricerca/allegati/Paper52.pdf>)

Il terzo e ultimo strumento di garanzia è di tipo collettivo. In questo caso i soggetti garanti sono organismi collettivi (chiamati Confidi o Consorzi di garanzia²⁴) che hanno il compito di proteggere e sostenere determinate PMI nell'affrontare l'accesso al credito bancario. Questi organismi stipulano accordi direttamente con l'istituto bancario al fine di prendere sotto la propria protezione imprese che, senza un adeguato sostegno, avrebbe scarsa forza patrimoniale e contrattuale.

Nel momento in cui il debitore non fosse in grado di rispettare i termini stabiliti, la banca ha la possibilità di recuperare totalmente il credito concesso in base al valore attribuito al bene oggetto di garanzia. È compito dell'istituto bancario andare, quindi, a svolgere una valutazione basata su un'analisi patrimoniale del bene per poter recuperare il credito senza incorrere in perdite causate dall'inadempimento.

3.2.1 VALUTAZIONE DEL MERITO CREDITIZIO

Lo svolgimento dell'esercizio di credito da parte delle banche rappresenta un elemento molto importante nell'attività bancaria. L'esistenza di rischi di credito e di insolvenza della controparte comportano necessariamente una selezione da parte della banca delle imprese che realmente presentano un merito creditizio.

Un soggetto che richiede un finanziamento viene considerato meritevole solamente dopo aver superato determinati processi di controllo da parte della banca basati sulle caratteristiche dell'impresa e sulla reale efficacia delle garanzie offerte. Nel caso in cui non si vedano rispettare i limiti preposti dalla banca, la richiesta del debito sarà negata.

Lo "screening" nei confronti del debitore non si esaurisce, però, nel momento in cui si reputa adeguato il merito creditizio ma ha una continuazione per tutto il periodo di fido. La situazione di un cliente è in continua evoluzione a causa di cambiamenti ambientali e di mercato e proprio per questo la credibilità dell'impresa potrebbe deteriorarsi nel tempo diventando insufficiente per i criteri bancari.

Il rischio di credito, quindi, risulta attenuato da una costante e specifica attività di monitoraggio della banca nei confronti dei clienti. Generalmente questo tipo di rischio è associato ad una relazione che lega il tasso di perdita attesa (ELR), il tasso di insolvenza (EDF) e il tasso di perdita in caso di insolvenza (LGD).

La perdita attesa è calcolabile dalla seguente relazione:

²⁴ Consorzio di garanzia (<https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/consorzio-garanzia.html>)

$$ELR = EDF * LGD$$

Questa equazione dipende dal fatto che EDF si origina da merito creditizio dell'impresa e LGD dalle caratteristiche del contratto stipulato e dalle garanzie preposte. La banca inoltre esegue due tipi di analisi per considerare il rischio di credito.: la prima riguarda la cosiddetta "probability of default" (probabilità di inadempienza) e la seconda è un'indagine sul valore atteso di recupero delle garanzie in caso di insolvenza.

Nel momento in cui si riceve una richiesta di debito da parte di un'impresa, la prima valutazione da fare riguarda i libri contabili, con particolare interesse per il rendiconto finanziario. È un'analisi di tipo quantitativo in cui si esaminano i flussi di entrata e di uscita e si paragonano con la richiesta di prestito. Osservando la struttura di un rendiconto finanziario ci si accorge della suddivisione dei "cash flow" in flussi operativi, flussi che derivano da attività di investimento e flussi derivanti da attività di finanziamento. L'ammontare di queste risorse finanziarie può incidere sulla decisione di stipulare il contratto o meno. Le banche, solitamente, desiderano che i rimborsi del debito non avvengano con la vendita di attività di investimento o con l'accesso ad ulteriori forme di indebitamento. Proprio per questo i flussi riguardanti le attività operative dell'impresa sono una componente importante per la valutazione del merito creditizio essendo la risorsa principale per i pagamenti all'istituto bancario.

Assieme allo studio del rendiconto finanziario, le banche adottano anche strumenti di analisi per determinare le possibilità di "default" basate su indici di bilancio. Questi consentono di osservare l'andamento dell'impresa in una visione di medio/lungo periodo e di poter confrontare diverse realtà dello stesso settore. Essendo un'analisi comparativa non esistono valori definiti ottimali, in quanto l'andamento dell'analisi si basa sul confronto di diverse imprese.

Una tipologia di indici di bilancio si basa su una risorsa fondamentale per un'attività imprenditoriale: la liquidità. Questa risorsa è sintomo di elevata affidabilità del debitore in quanto potrà sopportare costi e spese straordinarie. Possedere, però, un'eccessiva quantità di liquidità comporta dei costi basati sul mancato utilizzo di questa risorsa in investimenti.

I principali indici di liquidità²⁵ sono:

$$INDICE DI LIQUIDITA' = \text{Attività correnti} / \text{Passività correnti}$$

$$INDICE DI LIQUIDITA' PRIMARIA = (\text{Attività correnti} - \text{scorte}) / \text{passività correnti}$$

²⁵ *Principi di finanza aziendale* di Richard Brealey

Un'altra tipologia di indici, che possono essere utili alle banche per valutare in maniera più specifica la performance, si basa sulle attività. Troviamo in questa categoria:

$$PERIODO MEDIO D'INCASSO = (\text{crediti verso clienti} * 365) / \text{vendite a credito}$$

$$GIACENZA SCORTE = (\text{scorte} * 365) / \text{costo del venduto}$$

$$VENDITE SU CAPITALE CIRCOLANTE = \text{vendite} / \text{capitale circolante}$$

$$VENDITE SU IMMOBILIZZAZIONE = \text{vendite} / \text{immobilizzazioni}$$

$$VENDITE SU TOTALE ATTIVITA' = \text{vendite} / \text{totale attività}$$

Gli indici che riguardano la liquidità e le attività sono solamente alcuni degli strumenti di analisi di una banca. Esistono, infatti, anche gli indici riguardanti l'indebitamento e la solvibilità e i più usati sono il ROE e il ROA. A prescindere da quali indici si utilizzano, pur fornendo dati e informazioni molto utili per conoscere la situazione dell'impresa, esistono delle limitazioni importanti da dover considerare. Le aziende, infatti, possiedono caratteristiche diverse e trovare valori degli indici che siano considerati come punto di riferimento è complicato. Inoltre i dati ricavati su un'impresa possono essere non veritieri nel caso in cui, per esempio, le attività agiscano su più mercati e questo comporta problemi nell'identificazioni di indicatori medi veritieri. È importante, quindi, analizzare gli indici delle imprese ricordandosi degli elementi che possano influire sul valore numerico, così da non arrivare a conclusioni errate sulle valutazioni delle aziende.

3.2.2 GLI ACCORDI DI BASILEA

Il requisito dell'adeguatezza patrimoniale è divenuta una questione sempre più cruciale nella vigilanza delle banche e in generale nell'intermediazione finanziaria. Nel corso degli anni questo aspetto ha assunto anche una rilevanza in ambito internazionale arrivando ad essere oggetto nel 2008 dei cosiddetti "Accordi di Basilea"²⁶.

²⁶ *Economia degli intermediari finanziari*, Mc Graw Hill

Questa nuova legislazione andava a sostituire l'Accordo del Comitato del 1988 con cui, per fare fronte ai rischi di credito, si sono adottati strumenti per la gestione dell'insolvenza e obblighi patrimoniali minimi. I limiti riguardavano soprattutto lo schema di ponderazione per classificare le imprese in base al rischio. Con il vecchio sistema l'utilizzo di uno stesso sistema di ponderazione andava a colpire e penalizzare le imprese più virtuose mettendolo alla pari con quelle con rischio più alto. In più questo sistema non riusciva a stare al passo con l'evoluzione degli strumenti finanziari e considerava solamente la componente del rischio di credito.

Con l'introduzione degli "Accordi di Basilea" la nuova struttura legislativa si sviluppa in tre pilastri che riguardano: requisiti di capitali, processi di controllo e regolamentazione del mercato.

Il primo pilastro²⁷ stabilisce dei requisiti patrimoniali minimi fissando il valore dell'8% delle attività ponderate per il rischio (come la precedente legislazione) e introducendo anche il rischio di mercato e il rischio operativo. Gli intermediari finanziari godono con questo accordo di sistemi di controllo dei requisiti patrimoniali più sensibili con cui si raggiunge una valutazione più specifica della singola impresa.

Con il secondo pilastro acquistano più potere le Autorità di Vigilanza che oltre a controllare che siano verificati i requisiti minimi, avranno il compito di applicare determinate politiche più specifiche per la valutazione e la gestione dei rischi.

Il terzo pilastro affronta la questione riguardante la regolamentazione e disciplina del mercato. Lo scopo, infatti, è quello di coniugare i requisiti minimi espressi nel primo pilastro con i controlli del secondo attraverso obblighi informativi verso il pubblico.

L'introduzione di queste nuove regole all'interno della legislazione sull'adeguatezza patrimoniale ha portato ad inevitabili ripercussioni nel campo della valutazione del credito di un'impresa e la principale conseguenza è stata l'evoluzione del fenomeno del "credit crunch". Consiste in una diminuzione del denaro al prestito o un aumento del costo del credito da parte dell'istituto bancario, rappresentato dal tasso d'interesse, causato dall'innalzamento del pericolo di insolvenza.

Prendendo in considerazione il caso dell'Italia, i severi criteri di valutazione patrimoniale e quelli riguardanti il merito creditizio stanno riducendo le possibilità, per un'impresa di modeste dimensioni, di accedere a determinate opportunità da parte delle banche. Inoltre ogni anno la Banca d'Italia pubblica i risultati di una valutazione che interessa i maggiori istituti bancari del Paese con cui si mettono stringenti pressioni sulle banche nella concessione di finanziamenti e crediti. Questi risultati

²⁷ "Il rapporto Banca-Impresa- Alla luce di Basilea 2" di Camillo Marcolini

vengono poi esaminati a livello europeo da un comitato (CERS²⁸) per valutare le capacità degli istituti bancari nel fronteggiare andamenti di recessione finanziari e per valutare il rischio sistematico generale del sistema.

²⁸ Il Comitato europeo per il rischio sistematico è un'agenzia dell'UE con sede a Francoforte responsabile della vigilanza del sistema finanziario comunitario.

CAPITOLO 4. Forme di finanziamento innovative

Le modalità con cui le imprese reperiscono fonti di finanziamento si sono altamente modificate nel corso degli ultimi anni. Un fattore che ha inciso in questo cambiamento è sicuramente lo sviluppo del “credit crunch” che ha spinto le imprese a ricercare nuove fonti per coprire il fabbisogno finanziario e a ridurre le dipendenze dal credito bancario.

Alcune tipologie d’imprese hanno ricorso all’emissione di titoli obbligazionari come complemento del debito bancario. Questo tipo di finanziamento deve essere preceduto da una fase in cui si sviluppa il piano strategico formato da obiettivi e modalità di impiego delle risorse. Una volta chiariti questi punti, si deve inquadrare il tipo di finanziamento più adeguato per gli obiettivi aziendali.

4.1 I MINI-BOND

I “Mini-bond” sono ad oggi la forma di debito tramite emissione più utilizzata dalle PMI. Nel sistema legislativo non si fa riferimento a questo tipo di debito ma ormai è di comune usanza utilizzare questo termine per strumenti di questo tipo e l’emissione è consentita a Società per azioni, Società a responsabilità limitata e da Società Cooperative. La crisi del 2008 ha espanso il mercato dei Mini-bond a causa delle restrizioni per l’accesso al credito bancario e, con l’introduzione di nuove forme innovative di finanziamento, il legislatore ha considerato anche società minori come possibili emittenti di Mini-bond²⁹.

L’elemento chiave per la crescita di questi strumenti finanziari è il “Decreto Sviluppo”³⁰ del 2012 con cui si è data la possibilità alle imprese di investire in questa forma di finanziamento anche se non sono quotate, nei limiti stabiliti dal codice civile. L’emissione deve avvenire obbligatoriamente nei mercati regolamentati a meno che essi diano il diritto di acquisto o di sottoscrivere azioni. Le imprese devono affidarsi a determinati enti, come banche o imprese d’investimento, che possano assistere durante l’emissione e il collocamento dei titoli. Per le società non quotate è stato, inoltre, tolto il vincolo di non poter emettere obbligazioni per una quantità totale superiore al doppio del capitale sociale, delle riserve disponibili e delle riserve legali. Questi limiti, che non erano già presenti per le società quotate, rappresentavano un ostacolo importante per le PMI per quanto riguarda investimenti e progetti per incentivare lo sviluppo dell’impresa.

²⁹ “I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazione, capitale di rischio” di Giancarlo Forestieri.

³⁰ Decreto Sviluppo 2012 approvato in CM il 15 giugno 2012 e in vigore dal 26 giugno. Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 147

Questo tipo d'investimento porta a determinati vantaggi e svantaggi per coloro che ne usufruiscono. Tra i vantaggi troviamo la possibilità di rimborsare l'ammontare ottenuto attraverso due possibili alternative: interamente alla scadenza del periodo dell'investimento o tramite l'utilizzo di un piano di ammortamento con suddivisione dell'ammontare in rate. Un altro vantaggio è dato dalla possibilità di sfruttare i Mini-bond senza l'obbligo di dare garanzie, fattore utilissimo per imprese di piccole dimensioni. Tra gli svantaggi è presente il rischio di dover pagare l'intera somma anticipatamente nel caso di mancato pagamento delle cedole pattuite nel piano di ammortamento.

4.1.1 BENEFICI FISCALI PER L'IMPRESA

Tra i principali motivi per cui un'impresa decide di emettere questo tipo di titoli obbligazionari vi sono i consistenti vantaggi fiscali³¹ a loro connessi. Intraprendendo un'emissione di Mini-bond, l'impresa avrà la possibilità di ottenere una deduzione degli interessi passivi da pagare, nel limite del 30% del proprio risultato operativo lordo. Questa deducibilità vale solamente per i Mini-bond emessi in mercati regolamentati o nel caso siano affidati ad investitori professionali che non possiedano più del 2% dell'investimento intrapreso.

Dal 2012, inoltre, si è introdotta l'imposta sostitutiva dello 0,25% anche per gli emittenti di bond. Questa imposta apparteneva in passato solamente alle banche e rappresenta una sostituzione più agevolata alle comuni imposte di bollo, di registro e per il catasto. Possono accedere all'imposta sostitutiva le PMI che presentano nell'emissione un finanziamento garantito da terzi un'ipoteca o qualunque garanzia collegata con il collocamento dei Mini-bond sul mercato.

Oltre che per gli emittenti, le agevolazioni possono riguardare anche coloro che li sottoscrivono. Per questi soggetti è presente l'esenzione del regime di ritenuta d'acconto del 26% su interessi e altri proventi. Questo vantaggio risulta importante soprattutto per banche e istituti assicurativi.

Sulle singole operazioni di sottoscrizioni di Mini-bond intermediari finanziari o banche possono richiedere a garanzie fino al 50% del valore nominale del bond o fino al 30% nel caso in cui i Mini-bond siano con un rimborso unico finale.

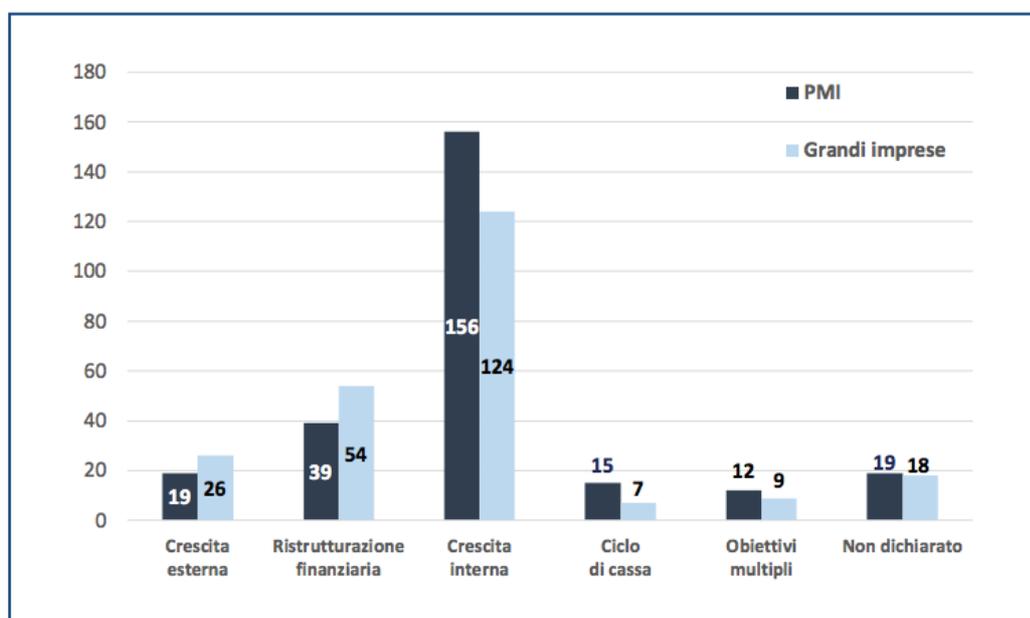
³¹ "I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i Minibond" di R. Culicchi, J. Puna

4.1.2 EVOLUZIONE DEI MINI-BOND NEGLI ULTIMI ANNI

Il mercato dei Mini-bond ha avuto un grande sviluppo a partire dal 2012³², anno in cui vi sono state le maggiori novità con l'introduzione del "Decreto Sviluppo". Analizzando le imprese che collocano questi titoli obbligazionari sul mercato possiamo identificare, alla fine del 2018, 498 imprese italiane che utilizzano questa forma di finanziamento alternativa. Di queste più del 50% riguardano imprese che rispettano i requisiti per essere identificate come PMI. Per quanto riguarda il settore di appartenenza delle imprese emittenti, è presente una grande maggioranza nel campo manifatturiero (41% del totale) ma è stato osservato un aumento della varietà di settori rispetto al passato che continuerà a crescere nel corso degli anni.

Nella distribuzione degli emittenti dal punto di vista geografico e territoriale è sempre più netta la superiorità delle imprese del Nord rispetto a quelle del Centro-Sud. Un ruolo primario appartiene soprattutto alla Lombardia, che presenta ben 50 emittenti, ma sono in crescita le imprese del Piemonte e del Sud.

Tra i motivi più frequenti nell'intraprendere questa forma di finanziamento emerge la voglia di ristrutturare le passività dell'impresa, alimentare strategie di crescita esterna e la volontà di accrescere il capitale circolante usufruendo agevolazioni fiscali. L'analisi dei motivi che spingono un'impresa ad emettere Mini-bond non si basa su indicazioni di bilancio, ma su dichiarazioni dei singoli rappresentanti delle società.

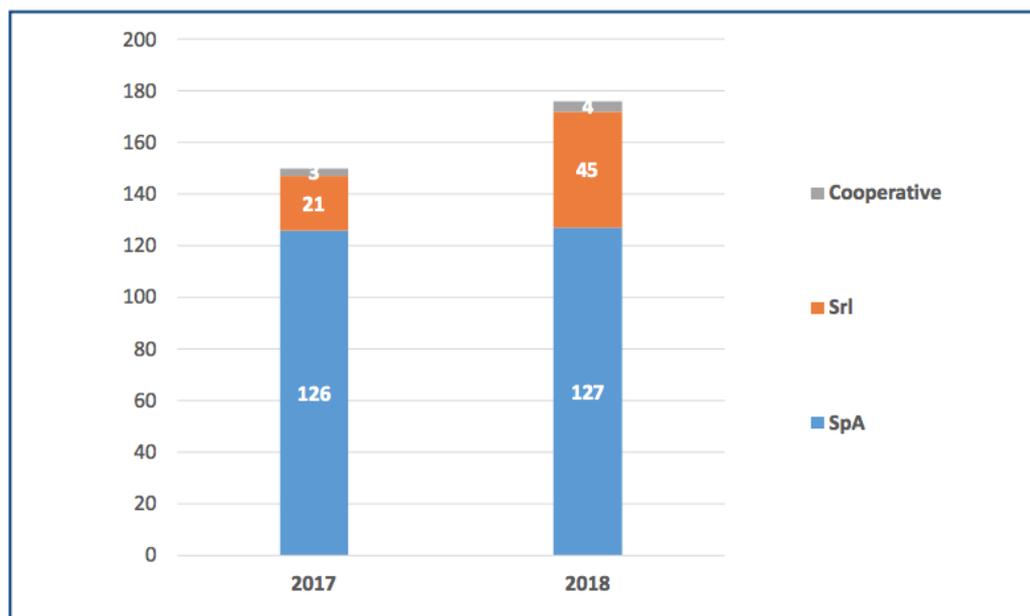


(Figura 9, 5° report italiano sui Mini-Bond, pag.34)

³² 5° Report Italiano sui Minibond

Dal grafico si nota la predominanza della crescita interna come motivo principale per l'emissione, sia per le PMI e che per le imprese di grandi dimensioni.

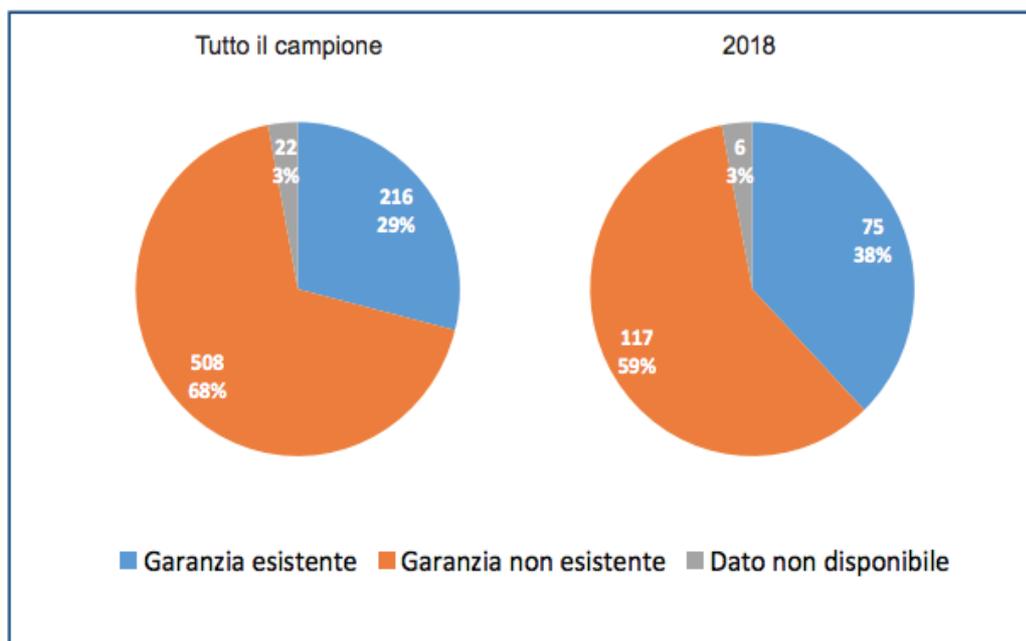
Osservando il totale delle imprese emittenti di Mini-bond, tra le imprese che rispettano i requisiti per essere una PMI e le imprese che non lo sono, la distribuzione delle tipologie nel 2018 è illustrata nel seguente grafico e afferma che: 127 società emittenti sono considerate S.p.a, 45 società a responsabilità limitata (aumento del 14% rispetto all'anno precedente) e 4 società cooperative.



(Figura 10, 5° report italiano sui Mini-Bond, pag.27)

L'andamento del 2018 ha registrato importanti sviluppi nel mercato dei Mini-bond, con un aumento delle imprese emittenti e nello specifico un incremento del numero di Srl.

Considerando un campione di imprese che emettono Mini-bond, il 5° report sui Mini-bond ha voluto anche analizzare la presenza di garanzie rappresentate da ipoteche, pegni o fidejussioni. Si è notata una crescita nell'utilizzo di garanzie nel 2018 a causa, soprattutto, del coinvolgimento di soggetti pubblici capaci di supportare le imprese.



(Figura 11, 5° report italiano sui Mini-Bond, pag.52)

Le garanzie sono utilizzate in particolare nei mercati delle grandi imprese e negli investimenti a lungo termine. Nelle PMI, invece, a causa delle modeste dimensioni strutturali e delle minori capacità economiche, la presenza di garanzie verso gli investitori risultano talvolta eccessivamente gravose.

Per il futuro ci si può aspettare una costante crescita del mercato dei Mini-bond, come è avvenuta dal 2012 ad oggi. In questi ultimi anni lo sviluppo ha introdotto nuovi emittenti sul mercato e ha portato a miglioramenti, non solo quantitativi, ma anche qualitativi. Ad oggi i Mini-bond sono utilizzati da imprese con caratteristiche completamente diverse e per una grande varietà di operazioni, il che rende questo mercato sempre più appetibile per imprese sempre più varie.

Inoltre, in molti Paesi, l'idea futura è quella di allargare la possibilità di collocamento dei Mini-bond anche a piccoli risparmiatori, con il quale un investitore avrà la possibilità di supportare la “startup” o l'impresa attraverso capitale di rischio tramite piattaforme di “Crowdfunding”.

4.2 IL CROWDFUNDING

Tra le nuove forme di finanziamento che si stanno instaurando all'interno del sistema delle PMI è presente il finanziamento tramite “Crowdfunding”³³ (termine composta da “crowd”, “folla”, e “funding”, finanziamento”).

È un nuovo modo di reperire risorse finanziarie alternativo al comune prestito bancario intrapreso, nella maggior parte dei casi, da imprese di modesta dimensione o nate da breve tempo. Attraverso questo finanziamento, l'impresa ha la possibilità di raccogliere il denaro necessario tramite

³³ Articolo de “La Stampa” (“Le aziende si finanziano sempre di più con il Crowdfunding”).

un processo di condivisione di sforzi tra persone e organizzazioni. Ha la caratteristica di avere come punto di partenza le comuni persone della società e presenta le caratteristiche di un “micro-finanziamento”.

Il ruolo chiave, con cui si è data la possibilità a questa nuova forma di finanziamento di svilupparsi, è stato l’entrata di Internet nella vita quotidiana di tutti noi cittadini. Al giorno d’oggi le persone hanno sempre più la possibilità dare il proprio contributo a zero costi essendo state eliminate le barriere che ostacolavano il dialogo tra persone di tutto il mondo. Da ciò ne deriva una possibile aggregazione su passioni o interessi comuni che per un’impresa può significare attirare possibili investitori. Il crowdfunding sfrutta proprio questo fattore per attirare più persone possibili per lo sviluppo di un’idea o di un prodotto attraverso finanziamenti che partono dalle persone stesse.

Molte imprese trovano questa nuova forma di finanziamento di successo in quanto mira al raggiungimento di risorse finanziari senza ricorrere ad istituti bancari. Negli ultimi anni sono stati raccolti da nuove imprese e da startup oltre 33,3 milioni di euro, di cui 20 sono arrivati nel 2018³⁴ e i numeri sono in continuo aumento per il futuro.

Questo sviluppo è stato favorito sia da politiche per incentivare il Crowdfunding³⁵, come l’estensione dell’“equity crowdfunding” anche per PMI, e sia grazie all’entrata di nuovi business e nuovi portali in grado di dare possibilità di successo alle imprese.

Esistono, come ogni forma di finanziamento, dei vantaggi nell’intraprenderla e degli svantaggi inevitabili. Il Crowdfunding porta, sicuramente, il consumatore ad una maggiore partecipazione all’attività dell’impresa, rendendolo parte integrante della stessa. Affidarsi a queste piattaforme dà anche la possibilità di ridurre spese economiche nel settore del marketing e delle pubblicità. Infatti il continuo contatto con i clienti e l’abbattimento delle frontiere mette l’impresa in una posizione di grande visibilità nei confronti dei consumatori. Tra gli svantaggi, però, troviamo una perdita di conoscenze specifiche e una mancanza di esperienza nel settore causata dall’affidamento delle possibilità di successo ai consumatori. Inoltre un aspetto potenzialmente negativo riguarda il pensiero di possibile sfruttamento e tradimento da parte del cliente, invogliato, spesso, ad interessarsi all’idea solo per avere un ritorno economico.

Entrando nello specifico, la tipologia di Crowdfunding più diffusa è sicuramente l’“Equity Crowdfunding”. Attraverso questa modalità il cittadino ha la possibilità di investire su un nuovo progetto o un’impresa innovativa che mira ad espandersi nel mercato. Investire in queste idee significa

³⁴ 3° Report italiano sul CrowdInvesting.

³⁵ “THE GEOGRAPHY OF CROWDFUNDING” (AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI, AVI GOLDFARB).

ricevere in cambio quote, in base al capitale conferito, e diventare di conseguenza soci. Come ogni investimento, il ritorno economico è variabile e dipende dalla performance dell'impresa; nel caso in cui l'impatto sia positivo, l'investitore acquisirà un profitto proporzionale alla quota in possesso, se invece l'impresa risulta fallimentare, l'investitore vedrà perdere tutto o parte dell'investimento.

Una novità importante è stata l'apertura dell'Equity Crowdfunding³⁶ a tutte le PMI innovative e non solo verso le start-up innovative. Grazie a questa innovazione, i possibili beneficiari di questa forma di finanziamento aumentano e si offre la possibilità ai cittadini di scegliere di investire in una ampia varietà d'impres. I dati dimostrano che, grazie all'ampliamento, l'Equity Crowdfunding nel 2019 stia raccogliendo oltre 82 milioni di euro (Osservatorio CrowdInvesting), mentre nel 2018 ne erano stati raccolti 36.

L'Italia è stato il primo Paese a regolare questo tipo di finanziamento per le start-up innovative e in seguito a tutte le PMI. Le normative nascono tutte dal "Decreto 2.0" in cui si regolamentavano i processi di finanziamento per le start-up innovative e l'intento era quello di incentivare la crescita di imprese che potevano dare uno slancio importante all'economia nazionale ed avente per oggetto progetti di sviluppo tecnologico per un determinato settore. Dal 2017, con l'allargamento a tutte le PMI, gli articoli di riferimento sono contenuti nella "Raccolta di capitali di rischio da parte di imprese e start-up innovative tramite portali online". Questi articoli discendono tutti dal "Decreto 2.0" e sono state emessi dalla Consob. L'Unione Europea ha inoltre aiutato le piattaforme di equity crowdfunding con l'introduzione di un certificato che dia la possibilità alle imprese di ottenere finanziamenti da qualsiasi cittadino dell'UE.

Oltre all'equity crowdfunding, le imprese possono usufruire di altri tre finanziamenti che hanno come base quella di ricevere capitali dai cittadini: il Lending-based crowdfunding, il Donation-based crowdfunding, e il Reward-based crowdfunding³⁷. Hanno tutti la caratteristica di differenziarsi dall'Equity crowdfunding in quanto non sono regolamentati da normative come il "Decreto Crescita 2.0" ma non essendo finanziamenti con un alto tasso di rischio, tendono ad autoregolamentarsi. Nel Donation-based crowdfunding, infatti, non sono presenti alti rischi, poiché è rappresentato da una donazione da parte del cittadino senza pretendere ritorni economici. In questo caso è fondamentale l'emotività e il coinvolgimento che l'impresa riesce a trasmettere. Nel Reward-based crowdfunding, allo stesso modo, l'investimento non ha profitti tangibili ma presenta dei vantaggi verso chi investe in

³⁶ <https://www.ilsole24ore.com/art/equity-crowdfunding-come-funziona-cinque-punti-AExvsMcD> (Il Sole 24 ore).

³⁷ "CROWDFUNDING: THE NEW FRONTIER FOR FINANCING ENTREPRENEURSHIP?"
(https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2157429)

termini di riconoscimenti o sconti. Infine nel Lending-based crowdfunding le caratteristiche sono quelle di un prestito di capitale senza intermediazione bancaria ma con l'affidamento del capitale ad una piattaforma online che si occuperà di far incontrare la domanda e l'offerta. In questo caso l'impresa, oltre a pagare gli interessi del prestito, dovrà dare delle garanzie al creditore per ridurre al minimo il caso di inadempimento e il finanziamento avrà la supervisione della Banca D'Italia.

4.3 ANALISI DEI DATI DI DISTRIBUZIONE DELLE FORME DI FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE IN ITALIA

L'avvento nell'economia italiana di queste nuove forme di finanziamento ha creato nel sistema imprenditoriale un aumento significativo di nuove imprese e in particolare di PMI, contribuendo ad una leggera crescita negli investimenti.

Questo risveglio imprenditoriale non corrisponde però ad una proporzionale crescita dei prestiti da parte degli istituti bancari. Le innovazioni, in termini di forme di finanziamento, hanno determinato per molte imprese un cambiamento nel ricorso al debito esterno e un maggiore utilizzo di forme innovative diverse dal canale bancario. Per quanto riguarda le grandi imprese, la scelta di prescindere dal ricorso bancario è un fenomeno che da molti anni è presente a causa dei cambiamenti dei tassi d'interesse che hanno causato minori convenienze nell'intraprendere tale strada. È, invece, più inconsueto l'allontanamento dal credito bancario da parte delle PMI, che da sempre utilizzano questa forma tradizionale come prima risorsa di finanziamento. Ad oggi quasi il 40%³⁸ delle PMI non fa ricorso al canale bancario, preferendo forme di finanziamento innovative come per esempio il Crowdfunding, e, confrontando i dati con quelli di 10 anni fa, la percentuale di queste imprese è aumentata del 10%³⁹.

Rimane, comunque, un discreto numero di imprese che scelgono di dipendere in maniera non forte dal credito bancario (20%) ed altre 58mila imprese che scelgono, invece, di legarsi in maniera intensa con il canale bancario, con finanziamenti che vanno a rappresentare tra il 10% e il 50% del bilancio aziendale. Rispetto a 10 anni fa anche il numero di imprese fortemente dipendenti si è modificato, passando da più del 10% a meno del 5% di imprese.

³⁸ Rapporto Cerved 2018

³⁹ Market Watch 2018, "Panoramica sul mercato italiano" (https://www.bancaifisimpresa.it/wp-content/uploads/2018/11/Market-watch-PMI_edizione_nov2018.pdf)

L'indebolimento dei prestiti bancari sono stati causati in parte dallo sviluppo innovativo di forme come il leasing e il factoring, ma in particolare dalla crescita delle emissioni di titoli obbligazionari. In Europa, dall'analisi del Cerved del 2018, questo canale ha interessato oltre il 25% dei finanziamenti esterni delle imprese e in Italia poco sotto il 16%. Oltre all'aspetto quantitativo, ciò che ha interessato l'Italia sono state le innovazioni in termini qualitativi. Con l'introduzione di particolari corporate bond (in particolare i Mini-bond), l'accesso al mercato obbligazionario è stato aperto anche a realtà di modeste dimensioni strutturali e finanziarie. Dal 2012, con l'avvento del Decreto Sviluppo, al 2016 sono state compiute più di 450 emissioni di Mini-bond, di cui la maggior parte con valori sotto ai 50mln.

Tra le emittenti, su quasi 330 imprese, più del 50% sono identificate come PMI.

CONCLUSIONE

Lo sviluppo tecnologico e il processo di globalizzazione ha portato alla luce nuove forme per la raccolta di capitali, il che rende il tema sulla scelta delle forme di finanziamento ancora più importante per lo sviluppo di un'attività. Tutto questo è stato accompagnato da una sempre più selettiva concessione dei prestiti da parte delle banche e da un'evoluzione della valutazione creditizia.

Dall'analisi condotta risulta chiaro che il peso dei prestiti sul totale delle fonti di finanziamento e il continuo cambiamento dei rapporti banca-impresa, abbiano reso il modello di finanziamento tradizionale inadeguato per lo sviluppo dell'impresa nel medio-lungo termine.

L'introduzione di emissioni obbligazionarie, con particolare riferimento ai Mini-Bond, potrebbe rappresentare una valida e potenziale alternativa al finanziamento bancario, in quanto ci si riferisce anche a micro-impresе o PMI non quotate con adeguati requisiti di solvibilità. L'intento di promuovere questo strumento innovativo è partito soprattutto dal Governo, spingendo le imprese ad utilizzare i Mini-Bond attraverso forme di agevolazione fiscali. Bisogna, comunque, riconoscere che il ricorso a questa forma di finanziamento presenta ancora delle criticità dovute ad una bassa trasparenza informativa nei confronti di chi sceglie di investire.

Tra le possibili soluzioni vi può essere quella di introdurre l'assegnazione di un rating come ulteriore garanzia per chi investe in termini di merito creditizio dell'emittente.

Per le PMI e, in particolare, per le start-up innovative, un'importante soluzione per reperire capitali risulta essere quella del Crowdfunding. Non è ancora molto diffuso tra le imprese ma può rappresentare una delle migliori possibilità per fare a meno del canale bancario. Può essere una vera e propria opportunità per imprese che presentano una forte propensione alla crescita e con progetti che sono ritenuti di sviluppo e richiesti sul mercato. Inoltre un altro elemento di forza è la facilità di accesso alle piattaforme di Crowdfunding e la bassa soglia di accesso all'investimento.

L'analisi condotta ci suggerisce, infine, che le varie forme di finanziamento devono essere prese in considerazione in base alle caratteristiche dell'impresa. È chiaro come nel mercato dei Mini-Bond ci si possa inserire nel caso in cui si abbia un'attività già ben posizionata sul mercato e con l'obiettivo di reperire capitali per portare a termine progetti di sviluppo e mantenimento della quota di mercato. Nel caso del Crowdfunding, invece, le necessità di intraprendere questa forma innovative possono appartenere ad imprese che mettono sul mercato un progetto nuovo e innovativo ma al tempo stesso rischioso, caratteristiche che spesso portano ad evitare il canale bancario come finanziamento principale.

Bibliografia e sitografia

Richard Brealey, *Principi di finanza aziendale*, McGrawHill Education, 2015.

Franco Modigliani, Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Association, 1959.

Eugene F. Fama, Kenneth R. French, CAPM, *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*, Journal of Economic Perspectives, Volume 18, Number 3, 2004, pp 25–46.

Kent L. Womack, Ying Zhang, *Understanding Risk and Return, the CAPM, and the Fama-French Three-Factor Model*, 2003.

Riccardo Varaldo, Lucio Lamberti, *La grande crisi globale: una sfida per la politica industriale e per le imprese*, Franco Angeli, 2009.

Carlo Arlotta, Franco Bertoletti, Claudio Calvani, Elisabetta Coda Negozio, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, Spac, incentivi allo sviluppo*, Franco Angeli, 2016.

Giuseppe Scellato, Elisa Ughetto, *Real effects of private equity investments: Evidence from European buyouts*, Journal of Business Research, Volume 66, Issue 12, December 2013, pp 2642-2649

John Paglia, Maretno A. Harjoto, *The Effects of Private Equity and Venture Capital on Sales and Employment Growth in Small and Medium Sized Businesses*, Journal of Banking and Finance, Vol. 47, 2014, pp. 177-197.

Antonio Accetturo, Anna Giunta, Salvatore Rossi, *Le imprese italiane tra crisi e nuova globalizzazione*, Questioni di Economia e Finanza- Occasional Papers, Banca d'Italia – Eurosystem, Gennaio 2011, n.86.

Marcello Bofondi, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, Questioni di Economia e Finanza- Occasional Papers, Banca d'Italia – Eurosystem, 2017, n.375

M. Bonacchi e M. Ferrari, *Il leasing finanziario: profili contabili, fiscali e gestionali*, Books and Book Chapters - Economics and Management, 2007.

Ross Stephen, *The arbitrage theory of capital asset pricing*, Journal of economic theory, n. 13, 1976, pp. 341-360.

Giancarlo Giudici, Cristina Rossi-Lamastra, Ricardo Nava, Chiara Verecondo, *Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?* SSRN Electronic Journal, October 2012.

Ajay K. Agrawal, Christian Catalini, Avi Goldfarb, *The Geography of Crowdfunding*, NBER Working Paper, n. 16820, 2011.

Roberto Culicchi e Juljan Puna, Hogan Lovells Studio Legale, *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds*, Capital markets, Approfondimenti, 2014.

Marcolini Camillo, *Il rapporto banca-impresa alla luce di Basilea 2*, Editrice Le Fonti, 2008.

5° Report italiano sui Mini-Bond, Osservatorio Mini-Bond, Politecnico di Milano, School of management, febbraio 2019.

Commissione Europea, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, Unione europea, 2015.

Riccio Sandra, *Le aziende si finanziano sempre di più con il Crowdfunding*, La Stampa, 2018.

Francesca Pierri, Alberto Burchi, Elena Stanghellini, *La capacità predittiva degli indicatori di bilancio: un metodo per le PMI*

Forestieri Giancarlo, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazione, capitale di rischio*, 2014, da <http://www.bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf>

Borad Sanjay Bulaki, *Capital Structure Theory*, da <https://efinancemanagement.com/financial-leverage/capital-structure-theory-modigliani-and-miller-mm-approach>

Magnani Alberto, *Equity Crowdfunding, come funziona in 5 punti*”, Il Sole 24 ore, da <https://www.ilsole24ore.com/art/equity-crowdfunding-come-funziona-cinque-punti-AExvsMcD>

Rapporto Cerved PMI 2018, da <https://know.cerved.com/wp-content/uploads/2018/11/PMI-2018-intero.pdf>

OECD (2014), *Financing SMEs and Entrepreneurs 2014*, an OECD Scoreboard, OECD Publishing, http://dx.doi.org/10.1787/fin_sme_ent-2014-en.

Strumenti di finanziamento per le imprese: tipologie, da <https://fiscomania.com/strumenti-di-finanziamento/#le-tipologie-di-fonti-di-finanziamento-aziendali>

Finanziare le imprese in Italia e in Europa, da <https://www.assolombarda.it/servizi/credito-e-mercati-finanziari/monografie/finanziarie-le-imprese-in-italia-e-in-europa>

Treccani, Definizione PMI da <http://www.treccani.it/enciclopedia/pmi/>.

3° Report italiano sul CrowdInvesting, Osservatori Entrepreneurship & Finance, Politecnico di Milano, da <https://www.crowd-funding.cloud/it/crowdinvesting-il-3-report-italiano-su-crowdfunding-equity-lending-e-real-estate-del-polimi-1233.asp>

Panoramica sul mercato italiano, da https://www.bancaifisimpresa.it/wp-content/uploads/2018/11/market-watch-pmi_edizione_nov2018.pdf.

Commissione DEL 6/5/2003, *Raccomandazione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, da

<http://www.pianidisettoe.it/flex/cm/pages/ServeBLOB.php/L/IT/IDPagina/728>.

Gazzetta ufficiale, *Adeguamento alla disciplina comunitaria dei criteri di individuazione di piccole e medie imprese* da <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2005/10/12/05A09671/sg>.

Banca IFIS, *Market Watch PMI (Panoramica sul mercato italiano)* da

https://www.bancaifisimpresa.it/wp-content/uploads/2018/11/Market-watch-PMI_edizione_nov2018.pdf.

Rapporto Welfare Index PMI 2016 da https://www.welfareindexpmi.it/rapporto-welfare_index-pmi-2016.pdf.

Distribuzione PMI da <https://www.istat.it/>.

Ministero dello sviluppo economico, *Small Business Act. Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel secondo semestre 2015 e nel primo semestre 2016. Rapporto 2016* da https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Rapporto_SBA_singole.pdf.

Treccani, *Autofinanziamento* da

http://www.treccani.it/enciclopedia/autofinanziamento_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.