

LUISS



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale

Metodi di finanziamento per le Piccole e Medie Imprese

Prof. Pierluigi Murro

RELATORE

Paolo Carrassi
Matr. 209971

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

METODI DI FINANZIAMENTO PICCOLE E MEDIE IMPRESE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1: PICCOLE E MEDIE IMPRESE	6
1.1 Requisiti piccole e medie imprese.....	6
1.2 Impatto delle PMI sull'economia italiana.....	8
1.3 Incentivi e agevolazioni previste dallo Stato	10
CAPITOLO 2: METODI DI FINANZIAMENTO PMI	14
2.1 Principali metodi di finanziamento PMI	14
2.2 Metodi di finanziamento alternativi per le PMI.....	16
2.2.1 I <i>minibond</i>	17
2.2.3 Il crowdfunding	21
2.2.4 L'invoice trading.....	28
2.2.5 Il direct lending	31
2.2.6 Le Initial Coin Offerings.....	34
2.2.7 Il private equity	37
2.2.8 L'AIM Italia	40
2.3 I Fondi Europei	43
CAPITOLO 3: ANALISI DEL MERCATO ITALIANO DEI MINIBOND	47
3.1. Le imprese emittenti.....	47
3.2 Le emissioni.....	51
CONCLUSIONI	60
BIBLIOGRAFIA	62
SITOGRAFIA	63

INTRODUZIONE

Nel presente elaborato saranno esaminati i diversi metodi attraverso i quali le piccole e medie imprese possono finanziarsi.

Le piccole e medie imprese sono definite dalla Raccomandazione n. 2003/361/Ce della Commissione Europea che ne stabilisce dimensione, fatturato e totale in bilancio. In particolare, quest'ultima, in base ai criteri determinati, classifica le piccole e medie imprese definisce e le differenzia in microimprese, piccole imprese e medie imprese.

Le PMI rappresentano la fonte principale del sistema produttivo italiano ed europeo, sia dal punto di vista del numero delle imprese presenti nel territorio sia in riferimento al tasso di occupazione, rappresentano infatti il 92% delle imprese operanti in Italia e l'85% degli occupati.

Pertanto, godono sia di agevolazioni dal punto di vista fiscale sia di incentivi economici.

Lo Stato italiano infatti, con il Decreto-legge 3-2015 e la Legge n. 232/2016 (Legge di stabilità 2017) offre una serie di agevolazioni e incentivi dedicati principalmente allo sviluppo delle PMI. Tuttavia, oltre agli strumenti offerti dallo Stato le imprese devono far fronte alla necessità della raccolta di capitale per la gestione del fabbisogno finanziario. Questa necessità può essere risolta tramite la richiesta di credito bancario, ma la crisi finanziaria del 2007 e il conseguente *credit crunch*, ovvero una stretta creditizia delle banche, ha causato molte restrizioni nell'offerta di credito dalle banche alle imprese.

L'analisi che ci proponiamo di effettuare in questo elaborato, quindi focalizza l'attenzione sui metodi così detti "alternativi" di finanziamento, tale denominazione deriva dal fatto che questi metodi vengono usati dalle PMI in alternativa al classico metodo del credito bancario. Essi sono rappresentati da una serie di strumenti che consentono alle imprese di ricorrere il meno possibile all'indebitamento bancario, il quale risulta sia molto difficile da ottenere sia può avere dei costi maggiori rispetto a questi strumenti.

L'elaborato è strutturato in tre capitoli.

Nel **primo capitolo** vengono definite le piccole e medie imprese a partire dalla Raccomandazione 96/280/CE del 3 aprile 1996, la quale per la prima volta fa riferimento alle PMI definendole in

modo unitario sul territorio europeo, all'ultima Raccomandazione n. 2003/361 della Commissione Europea che definisce i criteri con i quali vengono individuate le PMI. Successivamente viene analizzato l'impatto che queste hanno sul territorio italiano sia dal punto di vista del numero di imprese sia da quello degli occupati. Infine, sono descritti i vari incentivi e le agevolazioni fiscali introdotte dallo Stato italiano dedicate alle piccole e medie imprese.

Il **secondo capitolo** si propone di studiare i vari metodi di finanziamento classici e alternativi delle piccole e medie imprese. Si analizza prima l'accesso al credito bancario delle imprese, e seguentemente i vari modelli così detti alternativi. Quali i *Minibond* ovvero l'emissione di titoli di debito sul mercato mobiliare, il *crowdfunding* che consente la raccolta di capitale tramite portali online, *l'invoice trading* rappresentato dalla cessione di crediti commerciali online, il *direct lending* ovvero la concessione di credito attraverso prestiti da parte di soggetti diversi dalle banche, le *initial coin offerings* (ICOs) i quali con l'utilizzo della tecnologia *blockchain* consentono la vendita di *token* digitali sul *web*, il *private equity* rappresentato la raccolta di capitale di rischio da parte di investitori professionali e il segmento AIM della Borsa Italiana dedicato alle PMI che decidono di quotarsi.

Nel **terzo capitolo** infine viene analizzato il mercato italiano dei *minibond*, prendendo principalmente in considerazione i dati relativi a tale strumento e considerando sia le caratteristiche delle imprese emittenti, sia quelle delle emissioni effettuate.

Il fine di questo elaborato è quello di **analizzare come le piccole e medie imprese riescono ad ottenere risorse tramite la raccolta di capitale alternativo a quello del credito bancario, e come questi strumenti alternativi possono favorire lo sviluppo delle PMI che già rappresentano una fetta importante per l'economia italiana ed europea.**

CAPITOLO 1: PICCOLE E MEDIE IMPRESE

1.1 Requisiti piccole e medie imprese

Le piccole e medie imprese (PMI) assumono un ruolo fondamentale per l'economia italiana, affinché un'impresa sia considerata come tale deve soddisfare specifici requisiti.

La prima volta in cui in Europa vengono definite e classificate le piccole e medie imprese si ha con la raccomandazione 96/280/CE del 3 aprile 1996 che mira a definire in modo unitario le piccole e medie imprese sul territorio europeo.

La necessità dell'Unione Europea di stabilire una definizione univoca scaturisce dalla necessità di non avere incertezze e differenze tra i vari Stati membri, con lo scopo di favorire non solo il coordinamento tra le iniziative previste dall'Unione e quelle degli Stati membri ma anche tra gli stessi organi dell'UE come la Banca Europea degli Investimenti (BEI), e il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI). Per questo la Commissione Europea detta determinati parametri per la definizione e l'individuazione di piccole e medie imprese, ovvero numero di dipendenti, fatturato e indipendenza. Tale prima raccomandazione è stata superata con la Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003. Quest'ultima mantenendo i criteri della precedente come quello relativo al numero dei dipendenti si sofferma principalmente sul criterio finanziario. Questo criterio stabilisce un esame approfondito sia sul fatturato che sul totale risultante in bilancio, questa necessità nasce dai diversi fatturati che ci sono nei diversi settori.

Questa nuova norma definisce tre categorie di imprese: microimprese, piccole imprese e medie imprese. Le microimprese sono organizzazioni che presentano un numero di occupati inferiore a 10 e un fatturato o un totale in bilancio inferiore a 2 milioni di euro. Le piccole imprese sono costituite da un numero di impiegati inferiori a 50 e caratterizzate da un fatturato o totale in bilancio inferiore a 10 milioni di euro. Le medie imprese invece hanno meno di 250 dipendenti e un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o un totale in bilancio inferiore a 43 milioni di euro. Si può notare che mentre il numero dei dipendenti è una soglia da rispettare obbligatoriamente i limiti relativi a fatturato e totale in bilancio sono alternativi tra loro.

Il criterio degli occupati riveste un ruolo di particolare importanza nella classificazione delle piccole e medie imprese in quanto concerne il personale a tempo pieno e quello a tempo parziale o stagionale.

Al fine di determinare il numero dei dipendenti, sono comprese le categorie di dipendenti assunti a tempo determinato o indeterminato esclusi quelli posti in cassa integrazione, i proprietari e i gestori e i soci che svolgono un'attività nell'impresa e che ne ricavano un vantaggio finanziario. Da questi sono esclusi gli apprendisti e coloro che hanno un contratto di formazione.

Per quanto riguarda il fatturato annuo, fa riferimento all'importo netto del volume di affari che costituiscono l'attività ordinaria dell'impresa, diminuito degli sconti e abbuoni concessi sulle vendite, dell'IVA e di tutte le altre imposte connesse alla vendita. Il totale in bilancio invece rappresenta il totale dell'attivo patrimoniale delle imprese. Entrambi vengono considerati quelli dell'ultimo esercizio approvato precedentemente alla richiesta di agevolazione.

Un altro importante parametro introdotto è quello dell'indipendenza, ovvero non possono essere considerate PMI le imprese che non sono indipendenti, ovvero quelle imprese il cui capitale o diritto di voto non sia detenuto oltre il 25% da una o più imprese non conformi alla definizione di PMI. Questa quota del 25% può essere raggiunta o superata senza sottrarre all'impresa il criterio di indipendenza qualora tra gli investitori siano presenti:

- società pubbliche di partecipazione, società di capitale di rischio, persone fisiche esercitanti regolare attività di investimento in capitale di rischio, persone fisiche o gruppi di persone fisiche esercitanti regolare attività di investimento in capitale di rischio che investono fondi propri in imprese non quotate a condizione che il totale investito da tali persone o gruppi di persone in una stessa impresa non superi 1.250.000 euro;
- Università o centri di ricerca senza scopo di lucro;
- Investitori istituzionali;
- Enti pubblici locali che hanno un bilancio annuale inferiore a 10 milioni di euro e meno di 5000 abitanti¹.

Il documento inoltre prevede che non siano considerate indipendenti le imprese collegate o associate. Per imprese associate si intendono imprese non identificate come imprese collegate ma tra le quali un'impresa detiene da sola o con altre imprese collegate più del 25% dei diritti di voto o del capitale di un'altra impresa. Il parametro del 25% può essere raggiunto o superato senza determinare a un'impresa la qualifica di associata qualora tra gli investitori sono presenti le stesse categorie valide per il criterio dell'indipendenza.

¹ Gfinance, Definizione di PMI. Cosa si intende per Piccole e Medie Imprese.

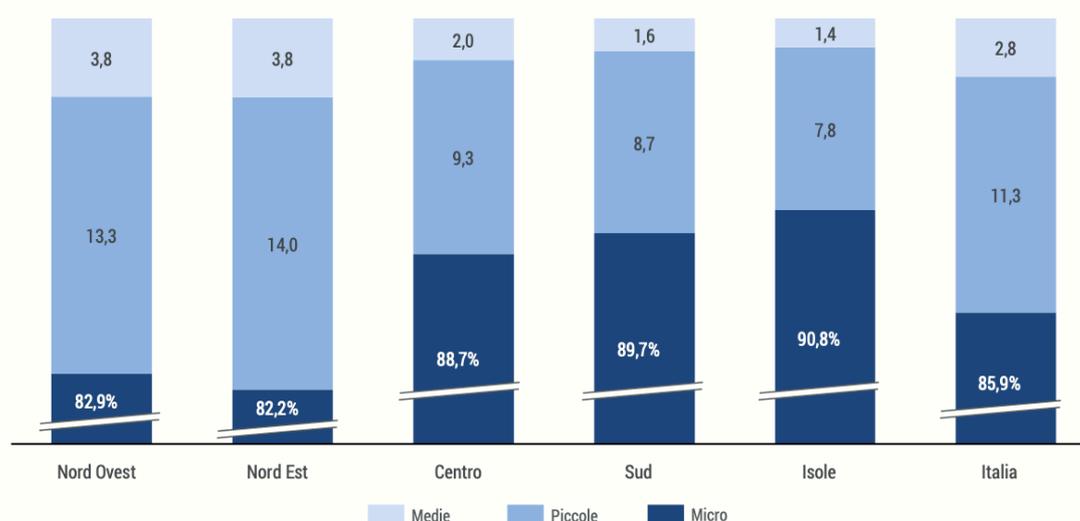
1.2 Impatto delle PMI sull'economia italiana

Le piccole e medie imprese rappresentano il fulcro centrale dell'economia italiana.

Infatti, le PMI in Italia rappresentano il 92% delle imprese operanti sul territorio con circa l'82% del totale degli impiegati nelle imprese. Le principali attività in cui sono concentrate le piccole e medie imprese italiane sono l'agricoltura, l'edilizia e quelle presenti nel settore dei servizi esse, infatti rappresentano il 72% dei lavoratori di PMI in Italia².

La maggior parte di queste imprese (quasi il 90%) sono imprese con meno di 10 occupati tra cui circa l'86% può essere definita microimpresa.

Distribuzione % PMI per macro-area e dimensione



(Figura 1, Distribuzione PMI per macro-area)³

Da ciò si evince che nelle isole vi è una maggiore presenza di microimprese che supera la media italiana, mentre nelle aree del nord sono presenti maggiormente piccole e medie imprese.

Il settore in cui sono maggiormente sviluppate è quello terziario in cui sono presenti il 76% delle PMI del territorio italiano⁴.

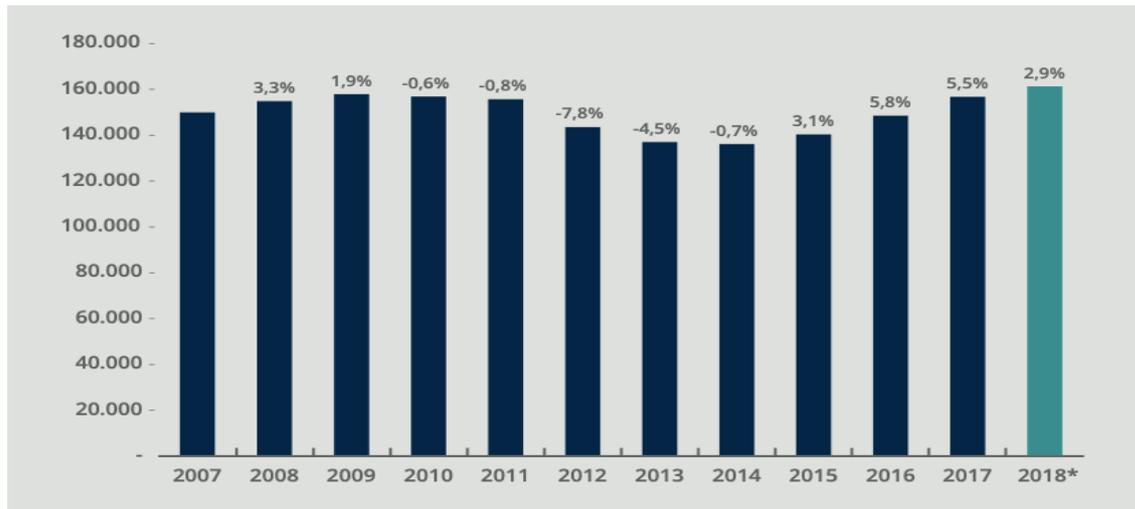
² Il Sole 24 ore (2019), PMI, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio? www.ilsole24ore.com.

³ Market Watch PMI (2018)

⁴ Digital4, Tutto sulle PMI: novità, normative, consigli e casi studio di PMI in Italia, www.digital4.biz.

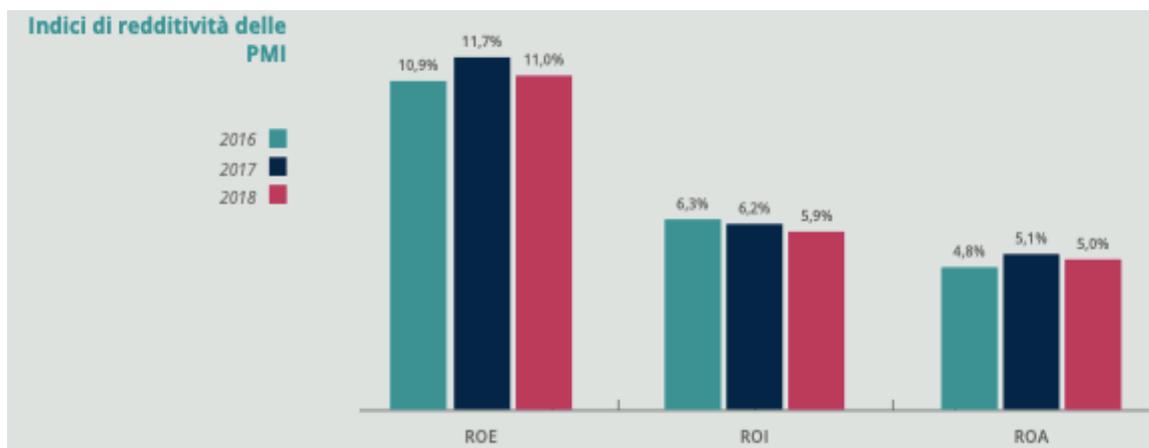
Possiamo notare inoltre che le PMI svolgono un ruolo importante per alcuni territori, infatti esse rappresentano 83% della produzione delle regioni meridionali, rispetto a una media nazionale che si attesta attorno al 57%⁵.

Dal 2015 il tasso di crescita delle PMI in Italia è in costante aumento anche se come risulta dal seguente grafico in percentuale la crescita nel 2018 ha subito un calo.



(Figura 2, Il numero di PMI)⁶

La redditività delle PMI, che dal 2013 risultava in crescita, durante il 2018 per la prima volta è stato registrato un calo. Quest'ultimo si è concentrato soprattutto per le medie imprese e quelle agricole.

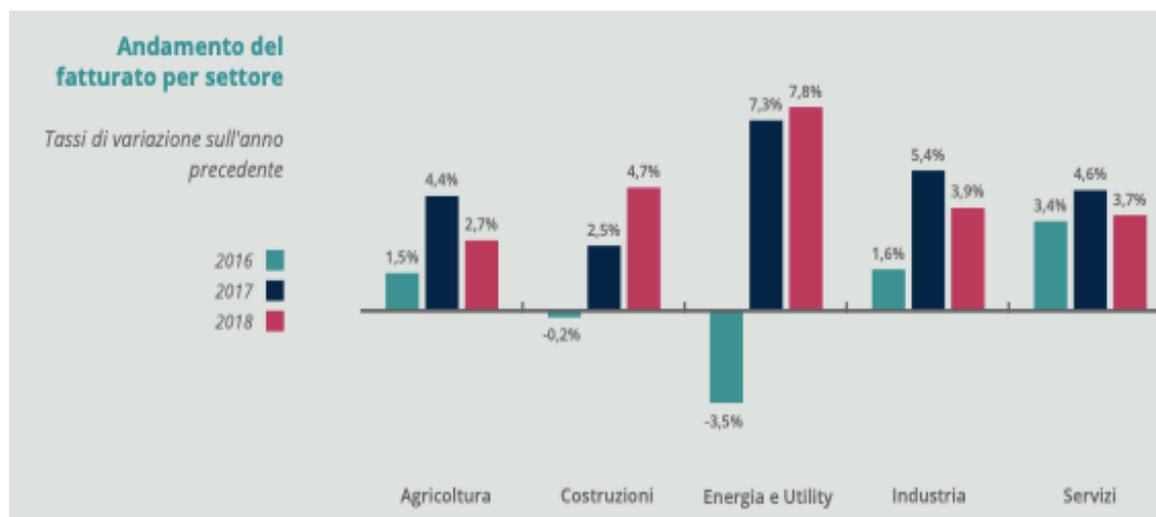


(Figura 3, Indici di redditività delle PMI)

⁵ Il Sole 24 ore (2019), PMI, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio? www.ilsole24ore.com.

⁶ Rapporto Cerved 2019

Seguendo uno studio per settore si può notare come il fatturato delle aziende che si concentrano in agricoltura, industria e servizi risulta in calo mentre quello dell'energia e soprattutto quello delle costruzioni, che risultano in aumento.



(Figura 4, Andamento del fatturato per settore)⁷

1.3 Incentivi e agevolazioni previste dallo Stato

Dato il forte impatto che hanno sull'economia italiana, lo Stato ha previsto numerosi incentivi rivolte alle PMI per favorire il loro sviluppo. Con il Decreto-legge n. 179/2012 (“decreto crescita 2.0”) è stata introdotta una disciplina a sostegno delle *startup* innovative, ovvero tutte le nuove imprese innovative che presentano un elevato valore tecnologico. Nel 2015 vi è un ulteriore intervento da parte dello Stato con l'*Investment Compact* (D.L. 24 gennaio 2015, n.3) con questo si espandono tutte le misure già previste nel precedente decreto a una più ampia gamma di imprese, le PMI innovative, ovvero a tutte le piccole e medie imprese con una forte spinta innovativa senza tener conto della data di costituzione o della formulazione dell'oggetto sociale. In ultimo la Legge n. 232/2016 (Legge di stabilità 2017) ha ulteriormente ampliato l'offerta di strumenti agevolativi per questi tipi di imprese⁸. Grazie a questi interventi le PMI godono un accesso semplificato al Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese (FGPMI), ovvero un fondo che facilita l'accesso al credito

⁷ Rapporto Cerved 2019

⁸ Fenici C. (2017), *Startup* e PMI: le novità 2017, FINANZA E CREDITO PMI N.7/2017, LUISS.

attraverso la concessione di prestiti bancari, esso copre fino all'80% del credito fino ad un massimo di 2,5 milioni di euro. È concessa la possibilità di raccogliere capitali di rischio online tramite il *crowdfunding*, l'art. 57 del D.L n.50/2017 infatti ha esteso a tutti i tipi di PMI la possibilità di utilizzo di strumenti di *crowdfunding* precedentemente concessa solo a *startup* innovative e PMI innovative. Dal punto di vista lavorativo invece le PMI sono soggette alla disciplina dei contratti prevista dal *Jobs Act* (D.L. n.81/2015) è concesso quindi alle PMI di assumere personale a tempo determinato con una durata massima di 36 mesi al termine dei quali il contratto può essere rinnovato per una volta con durata 12 mesi. Vi è inoltre la possibilità per le *startup* innovative di remunerare personale tramite strumenti finanziari partecipativi come le *stock options*. Il reddito di lavoro derivante l'assegnazione di strumenti finanziari emessi non concorre a formare il reddito imponibile sia a fini fiscali che contributivi. Queste società possono remunerare i fornitori esterni di servizi tramite *work for equity* ovvero l'assegnazione di azioni, quote e strumenti finanziari partecipativi. Sono previsti anche incentivi fiscali per i soggetti che investono nel capitale della PMI e delle *startup* innovative, queste agevolazioni inizialmente previste solo fino al 2016 ma con la Legge di stabilità del 2017 vengono potenziate e rese definitive.

Con la Legge di bilancio 2017 vi è un forte incentivo dal punto di vista fiscale, essa prevede il raddoppio dell'importo dei premi di produttività detassati oltre alla detassazione totale per misure di *welfare* aziendale.

Il credito d'imposta in attività di ricerca e sviluppo passa dal 25%, per investimenti in attività strumentali e il 50% per l'assunzione di personale qualificato ad un'unica aliquota del 50% per tutte le spese.

Viene confermato e prorogato il super ammortamento al 140% e introdotto l'iper ammortamento al 250% per investimenti in ricerca, sviluppo e innovazione, un'agevolazione prevista per i beni che favoriscono una trasformazione tecnologica in chiave industria 4.0. Con il decreto crescita del 4 aprile 2019 il super ammortamento è stato limitato agli investimenti in beni materiali strumentali nuovi, effettuati dal 1° aprile 2019 e con un importo massimo di 2,5 milioni di euro.

L'aliquota progressiva IRPEF, con la Legge di bilancio 2017, viene sostituita dall'imposta sul reddito imprenditoriale (IRI) con un'unica aliquota del 24% la quale si applicherà unicamente agli utili reinvestiti in azienda. Per attenuare la pressione fiscale sulle PMI poi vi è l'introduzione, come per i liberi professionisti, del regime di cassa, ovvero le imprese determinano il loro reddito solamente sulla base di quanto hanno realmente incassato.

Con i piani individuali di risparmi (Pir) sono previste detassazioni sul *capital gain* degli investimenti, ovvero le imprese che aderiscono ai Pir possono godere di detrazioni fino a 30 mila euro all'anno per gli interessi maturati sugli investimenti. Altre detrazioni sono previste per chi investe in *startup*, e inoltre per i primi 4 anni le aziende *sponsor* potranno assorbire le perdite delle nuove PMI ciò favorisce sia l'investimento sia riduce i rischi finanziari per le nuove imprese⁹.

Esse possono espandere il proprio marchio attraverso uno strumento denominato "Partecipazione a Fiere e Mostre". Questo strumento finanzia le "missioni di sistema" intese come missioni imprenditoriali promosse dal Ministero dello Sviluppo Economico (MISE) e dal Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale (MAECI) queste missioni mirano a espandere la presenza delle PMI italiane sui mercati internazionali anche extra UE. Hanno accesso allo strumento tutte le PMI che hanno sede legale in Italia, e le spese ammissibili al finanziamento sono soltanto le spese relative alla partecipazione alle "missioni di sistema"¹⁰.

Nel 2020 sono stati creati vari tipi di finanziamento a fondo perduto sia a livello nazionale che locale. I finanziamenti sono gestiti da Invitalia, ovvero l'agenzia del ministero dell'economia per l'attrazione degli investimenti e dello sviluppo d'impresa.

Una delle principali iniziative è "Nuove Imprese a Tasso Zero", essa propone incentivi a tasso zero dedicato ai giovani di meno 35 anni e alle donne di ogni età per lo sviluppo di nuove imprese, è possibile infatti ottenere risorse fino al 75% dell'investimento con una soglia massima di 1,5 milioni di euro.

Un altro programma promosso da Invitalia è "Resto al Sud", un programma che mira a finanziare nuove imprese nel mezzogiorno. Con questo è possibile ricevere fondi per il 35% a fondo perduto e per il restante 65% tramite prestiti senza interessi con la protezione del Fondo di Garanzia per le PMI (FGPMI). Il Fondo di Garanzia per le PMI è stato introdotto tramite D.lgs. 179/2012, esso permette di ottenere finanziamenti bancari utilizzando come garanzia un fondo statale finanziato dal MiSE, tali possono arrivare a coprire fino all'80% del prestito per un massimo di 2,5 milioni di euro.

Con il piano *Smart&Start* è possibile ricevere finanziamenti a fondo perduto per le *startup* con un alto tasso tecnologico. Il piano prevede incentivi dall'80% della somma investita, fino ad arrivare al 90% per giovani con meno di 36 anni e donne.

⁹ Carrieri R. (2017), Agevolazioni fiscali PMI, FINANZA E CREDITO PMI N.2/2017, LUISS.

¹⁰ Carrieri R. (2017), Finanziamenti alle PMI per missioni all'estero, FINANZA E CREDITO PMI N.7/2017, LUISS.

Le imprese agricole possono usufruire del bando Isi 2019, uno strumento gestito dall'Inail con il quale gli imprenditori agricoli possono acquistare attrezzature per l'agricoltura con finanziamenti a fondo perduto del 40% dell'investimento, se l'imprenditore ha più di 40 anni, e del 50% per gli imprenditori con età inferiore a 40 anni.

A seguito dell'emergenza coronavirus il governo ha emanato il decreto Cura Italia, il quale prevede numerosi interventi a favore delle PMI. È possibile richiedere la sospensione o l'allungamento del rimborso dei finanziamenti, è prevista la sospensione dei pagamenti per i premi assicurativi, utenze, mutui e tassi. Vengono inoltre posticipate le scadenze dei pagamenti nei confronti di Invitalia e potenziato il Fondo di Garanzia per le PMI¹¹.

¹¹ QuiFinanza (2020), Tutti i finanziamenti a fondo perduto del 2020, www.quifinanza.it.

CAPITOLO 2: METODI DI FINANZIAMENTO PMI

2.1 Principali metodi di finanziamento PMI

Tutte le tipologie d'impresa affrontano la tematica della remunerazione del capitale. Il finanziamento delle imprese rappresenta infatti la prima fase del processo produttivo e della crescita. Con la remunerazione di capitale infatti le imprese riescono ad acquisire le materie prime e i mezzi che consentono loro lo svolgimento della loro attività. Le attività di finanziamento risolvono il problema del fabbisogno finanziario di un'impresa. Quest'ultimo rappresenta il complesso delle risorse finanziarie per acquisire i fattori produttivi (impianti, macchinari, scorte) che consentono all'azienda di creare valore nel lungo termine. Il fabbisogno finanziario non è stazionario nel tempo, ma muta al variare del processo aziendale, esso è rappresentato dall'attivo dello stato patrimoniale dell'impresa in quel dato momento contabile. Se il fabbisogno finanziario (lordo) è rappresentato dall'attivo dello stato patrimoniale, il FFN (Fabbisogno Finanziario Netto) si può calcolare in due modi tramite le seguenti formule:

metodo sintetico: $FFN = \text{ammontare totale degli investimenti netti} \pm \text{utile/perdita d'esercizio} - \text{riserve di utili}$

metodo analitico: $FFN = \text{uscite monetarie in fase di liquidazione} - \text{entrate monetarie in fase di riscossione}$

Il fabbisogno finanziario può essere coperto da finanziamenti sia a lungo termine sia a breve termine. Infatti, quando i fondi a lungo termine non riescono a coprire l'intero fabbisogno l'azienda è costretta a coprire la parte restante con fondi a breve termine, mentre quando i fondi a lungo termine superano il fabbisogno corrente l'azienda può investire la parte restante in attività a breve termine. Si può dire quindi che i fondi a lungo termine, dato un determinato fabbisogno, determinano se l'impresa concede o richiede fondi nel breve periodo.

Un'impresa può colmare il proprio fabbisogno tramite capitale proprio oppure tramite capitale esterno. Il capitale proprio o capitale di rischio rappresenta i conferimenti in denaro o in natura eseguiti dai soci dalla nascita dell'impresa e durante il suo ciclo. Gli utili non distribuiti vengono investiti nell'azienda e rappresentano una fonte principale di autofinanziamento.

L'autofinanziamento è definito come la capacità dell'impresa di soddisfare il proprio fabbisogno senza dover ricorrere, o ricorrendone in parte, a finanziamenti esterni come indebitamenti verso istituti bancari. È generato dalla somma di utili non distribuiti, ammortamenti in eccesso e accantonamenti¹².

Quando il capitale interno di un'impresa non è sufficiente, si deve ricorrere a capitale esterno, questi fondi, derivanti ad esempio da banche, prendono il nome di capitale di debito. Essi possono essere classificati sia dal punto di vista temporale, sia a seconda dell'operazione che li ha generati. In riferimento alla prima tipologia di classificazione è possibile individuare: debiti a breve scadenza (non superiore a un anno); debiti a media scadenza (compresa tra 1 e 5 anni); debiti a lunga scadenza (superiore a 5 anni). Per quanto riguarda la tipologia di operazione di riferimento, i fondi possono essere classificati nel seguente modo: debiti commerciali, ovvero quei debiti che l'impresa contrae nei confronti dei fornitori, e debiti finanziari derivanti da prestiti che l'impresa ha contratto verso banche o altri soggetti.

Per le PMI italiane l'accesso al capitale esterno risulta molto complicato, infatti dalla crisi del 2007 in Europa e soprattutto in Italia si è avuta una stretta creditizia (*credit crunch*) ovvero una restrizione dell'offerta di credito dalle banche verso le imprese. Esso si manifesta principalmente con l'aumento dei tassi, delle condizioni applicate o l'inasprirsi dei criteri di valutazione del merito creditizio¹³. Questo ha avuto un impatto notevolmente negativo nelle PMI italiane poiché fino a quel momento non venivano prese in considerazione forme di finanziamento alternative.

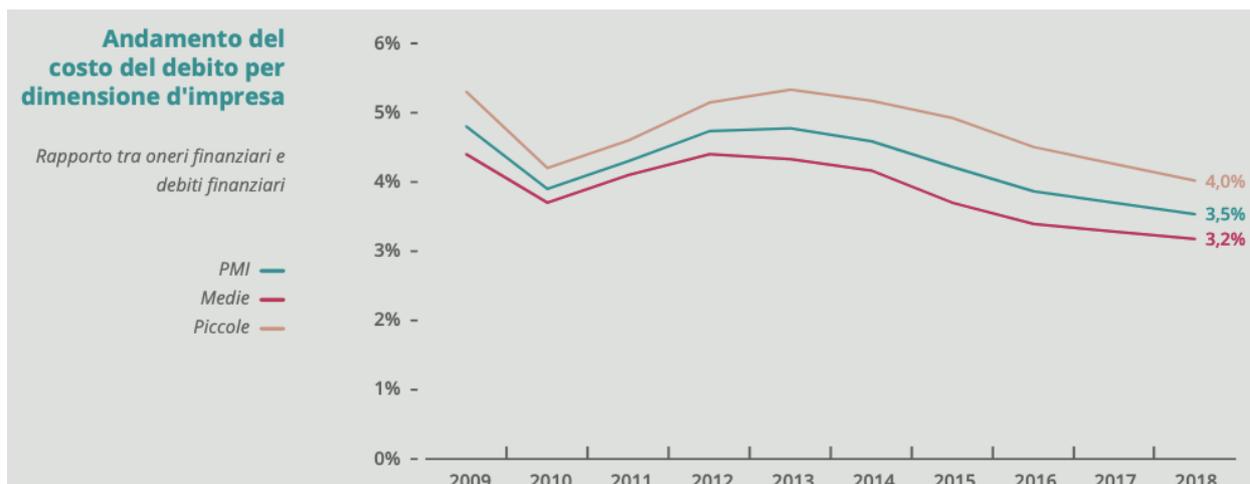
La difficoltà di accesso al credito è stata dimostrata da una contrazione durante il mese di giugno 2019 del 6,4% del credito per le imprese non finanziarie pari a 45 miliardi in meno rispetto al precedente anno. Tra le imprese che hanno avuto maggiori difficoltà nell'accesso al credito abbiamo le imprese del commercio e del turismo¹⁴.

Come è evidenziato dal grafico successivamente riportato, nel 2018, grazie alla politica espansiva messa in atto dalla BCE il costo del debito per le imprese è calato. Anche se ridotta rispetto agli anni precedenti, resta la differenza del rapporto tra oneri e debiti finanziari tra piccole e medie imprese. Questo certifica la difficoltà per le imprese più piccole nell'accesso ai finanziamenti rispetto alle imprese più grandi che godono di una maggiore varietà di scelta di finanziamento e di tassi più bassi.

¹² Definizione di autofinanziamento, Treccani, www.treccani.it

¹³ Definizione *Credit Crunch*, Treccani, www.treccani.it

¹⁴ Milano Finanza (2020), PMI italiane, scende l'indice di indebitamento. Meno aziende in perdita. www.milanofinanza.it



(Figura 5, Andamento del costo del debito per dimensione d’impresa)¹⁵

2.2 Metodi di finanziamento alternativi per le PMI

Oltre ai metodi tradizionali di finanziamento per le PMI sono sempre più diffusi metodi definiti come “alternativi” al credito bancario. Difatti, dopo la crisi del 2008 infatti sono stati molti gli interventi per offrire nuovi canali di finanziamento, con l’obiettivo di potenziare la competitività tra le imprese.

Questi nuovi metodi possono essere riassunti in sei ambiti specifici: i *minibond* ovvero il collocamento sul mercato mobiliare di titoli di debito come obbligazioni e cambiali finanziarie; il *crowdfunding* che concede l’opportunità di raccogliere capitali su portali online; l’*invoice trading* ovvero la cessione di crediti commerciali tramite piattaforme *web*; il *direct lending* rappresentato da crediti forniti da soggetti diversi dalle banche attraverso prestiti; le *Initial Coin Offerings* (ICOs) che consente il collocamento tramite la tecnologia *blockchain* di *token* digitali su internet; il *private equity* e *venture capital* ovvero finanziamenti tramite capitale di rischio da investitori professionali.

Le caratteristiche di questi strumenti possono essere riassunte attraverso la seguente tabella, che confronta i nuovi strumenti e il credito bancario.

¹⁵ Rapporto Cerved 2019

	Forma di finanziamento	Orizzonte temporale	Tipologia di investitore tipico
Credito bancario	Debito	Breve, medio, lungo termine	Bancario
<i>Minibond</i>	Debito	Breve e medio termine	Professionale
<i>Crowdfunding</i>	<i>Reward, equity, debito</i>	In funzione della forma di finanziamento	<i>Retail e professionale</i>
<i>Invoice trading</i>	Smobilizzo fatture	Breve termine	Professionale
<i>Direct lending</i>	Debito	Medio termine	Professionale
ICO e <i>token offerings</i>	<i>Token digitali</i>	Variabile	<i>Retail</i>
<i>Private equity e venture capital</i>	<i>Equity</i>	Lungo termine	Professionale

(Figura 6, Caratteristiche diversi canali di finanziamento per le PMI)¹⁶

2.2.1 | *minibond*

I *minibond* sono strumenti di finanziamento rappresentati da titoli obbligazionari e cambiali finanziarie emessi da aziende non quotate in borsa. Essi sono sviluppati soprattutto per agevolare le PMI che necessitano di liquidità consentendo alle società di entrare sul mercato dei capitali riducendo la dipendenza dal credito bancario. Sono regolati dal D.L. 22 giugno 2012 n.83 (Decreto Sviluppo), integrato successivamente con il D.L. 18 ottobre 2012 n. 179 (Decreto Sviluppo Bis), D.L. 23 dicembre 2013 n.145 (Decreto Destinazione Italia) e dal D.L. 24 giugno 2014 (Decreto Competitività). Il Decreto Destinazione Italia stabilisce che i *minibond* devono essere emessi da società italiane non quotate, che non siano né banche né microimprese.

Borsa Italiana elenca i seguenti requisiti per l'emissione:

- a) Avere l'ultimo bilancio certificato da un revisore esterno;
- b) Avere un fatturato di oltre 2 milioni di euro;
- c) Avere almeno 10 dipendenti.

La sottoscrizione dei *minibond* è riservata esclusivamente a investitori professionali e qualificati, che forniscono ai sottoscrittori una remunerazione attraverso il pagamento di cedole.

Questo tipo di strumento era già presente sul mercato prima del 2013, ma veniva utilizzato esclusivamente da imprese già quotate in borsa.

Il processo di emissione avviene attraverso varie fasi, prima di tutto l'azienda deve sviluppare un *business plan* nel quale sono indicate le ragioni per cui l'impresa necessita di capitale. Deve essere stimata poi la capacità dell'azienda di generare cassa nel futuro, ovvero l'impresa deve dimostrare

¹⁶ POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT (2019), *la finanza alternativa per le PMI in Italia*

che i flussi di cassa sono sufficienti a coprire il pagamento delle cedole. Successivamente l'impresa, affiancata da esperti legali deve stabilire come strutturare il contratto di finanziamento, nel caso di S.r.l. si deve verificare che lo Statuto sociale permetta l'emissione di titoli di debito. È inoltre necessaria la certificazione del bilancio da parte di un soggetto esterno così da rassicurare ulteriormente gli investitori. Spesso inoltre viene richiesta la dematerializzazione dei titoli attraverso l'assegnazione di un codice ISIN (*International Securities Identification Number*) e l'accentramento presso Monte Titoli S.p.A., società per l'amministrazione e la custodia dei titoli quotati in borsa. I titoli possono essere collocati solamente a investitori professionali e istituzionali, tuttavia dal 2019 alcuni portali di *equity crowdfunding* hanno la possibilità di collocarli sotto alcune condizioni a investitori non professionali.

I titoli possono essere quotati in borsa, in Italia dal 16 settembre 2019 il principale mercato è il segmento ExtraMOT PRO gestito da Borsa Italiana riservato a investitori istituzionali. Questo segmento è dedicato all'emissione di titoli di debito da parte di società non quotate su mercati regolamentati. Ulteriore novità è data dalla digitalizzazione del processo di quotazione per il quale la domanda di ammissione può essere inoltrata solo tramite l'utilizzo di un canale informatico messo a disposizione da Borsa Italiana chiamato *Listing online* (LOL). Per agevolare l'accesso a tutti i tipi di imprese è possibile per le società nominare un *Listing Sponsor*, il quale ha il compito di supportare la società nel processo di ammissione al segmento.

Al mese di giugno 2019 risultavano collocati sul mercato 884 *minibond* con importo non superiore a 500 milioni, con un totale di 33,51 miliardi di euro. Poiché non vi è una differenza di regolamentazione tra *minibond* emessi da PMI e quelli emessi da grandi imprese il numero risulta accresciuto, infatti solamente 433 risultano emessi da PMI, rappresentando circa 5,29 miliardi di euro¹⁷.

La seguente tabella mostra i dati relativi alle emissioni di *minibond* da parte delle PMI italiane.

¹⁷ La Finanza Alternativa per le PMI in Italia (2019), Politecnico di Milano.

Anno di emissione	Cedola media annuale	Maturity media (anni)	% titoli <i>bullet</i>	% quotati in Borsa	% con <i>rating</i>	% con garanzia
2013	6,11%	3,9	71,4%	85,7%	28,6%	28,6%
2014	5,26%	7,3	44,2%	74,4%	32,6%	11,6%
2015	4,23%	3,5	73,2%	58,5%	14,6%	17,1%
2016	4,76%	5,5	48,1%	60,8%	26,6%	35,4%
2017	4,72%	4,3	50,0%	58,2%	14,5%	35,5%
2018	5,22%	4,8	44,4%	43,2%	4,6%	29,5%
2019 (1H)	5,18%	4,7	27,0%	40,5%	10,8%	27,0%
Totale	5,07%	4,9	51,9%	60,6%	20,5%	27,7%

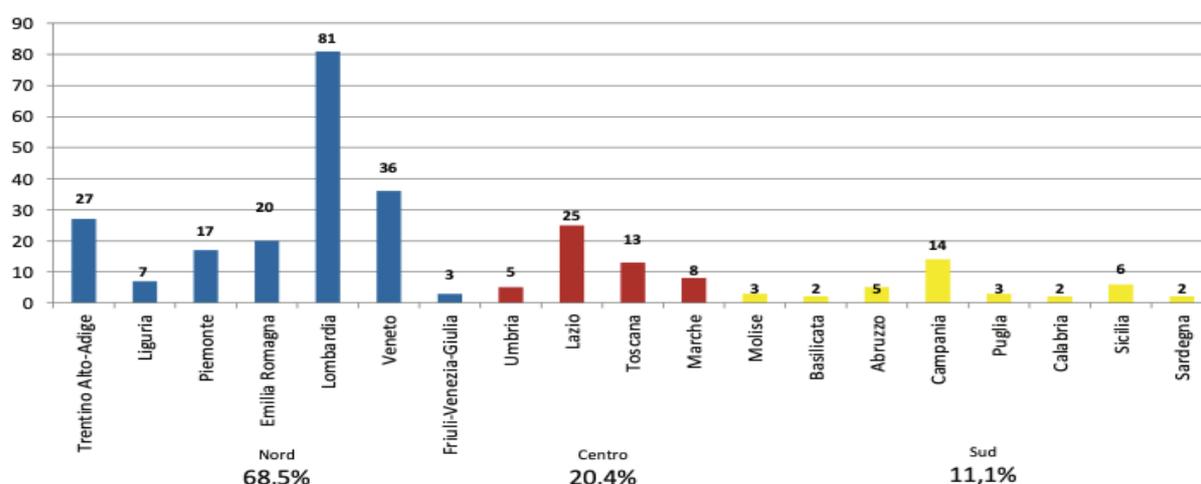
(Figura 7, Statistiche su *minibond* emessi dalle PMI italiane)¹⁸

Possiamo notare come la cedola media annuale risulta in calo fino al 2017 con un parziale aumento nel 2018 per poi ritornare giù nel 2019. La *maturity* media ovvero la scadenza media è di 4,9 anni. Si evince che la modalità di rimborso preferita è quella di tipo *bullet*, ovvero il rimborso totale alla scadenza del titolo. Negli ultimi due anni però sono sempre più le imprese che decidono di rimborsare il debito in modo progressivo.

La maggior parte dei titoli viene quotato in borsa anche se l'utilizzo del *rating* per la valutazione del rischio risulta molto basso, stessa cosa vale per la presenza di garanzia a supporto del titolo, infatti è presente solo nel 27,7%. Al 30 giugno 2019 le PMI emittenti di *minibond* risultavano 279 lo scarto risultante con le emissioni è dovuto dal fatto che alcune PMI emittenti hanno attuato più di una emissione.

Le PMI emittenti di *minibond* sono presenti principalmente nel Nord dell'Italia (circa 68,5%), vi è un grandissimo scarto con le PMI del Sud che sono solol'11,1%.

¹⁸ POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT (2019), *la finanza alternativa per le PMI in Italia*



(Figura 8, Suddivisione PMI emittenti per localizzazione geografica)¹⁹

Dalla tabella è possibile notare inoltre che la Lombardia risulta la regione in cui sono presenti il maggior numero di PMI emittenti (circa 29, al Centro e al Sud le regioni con il maggior numero di emittenti risultano il Lazio (25) e la Campania (14)²⁰.

Una delle principali motivazioni per cui le PMI ricorrono all'uso dei *minibond* è rappresentata dal fatto che in questo modo le imprese riescono a farsi conoscere maggiormente sul mercato e imparano a interfacciarsi con investitori istituzionali. Inoltre, per alcune imprese risulta difficile accedere al credito bancario e i *minibond* rappresentano una delle soluzioni alternativa per avere una maggiore disponibilità di risorse. L'emissione di *minibond* poi viene considerato come il preludio in vista di una possibile quotazione in borsa.

La maggiore difficoltà è quella di attrarre investitori istituzionali internazionali che considerano tagli minimi di emissione, nel caso di *minibond* infatti l'emissione risulta essere spesso di piccola taglia. La soluzione a tale problema è data dai *basket bond*, si tratta di emissioni con le stesse caratteristiche di durata e tasso ma con ammontare differente. Le emissioni sono sottoscritte da uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) che emette un'unica tipologia di titoli di ammontare pari alla somma dei singoli strumenti. Gli investitori quindi acquistano un solo paniere di titoli diversificato che riesce a raggiungere una taglia rilevante.

Il primo *basket bond* è stato lanciato nel dicembre 2017 da ELITE (progetto di Borsa Italiana) e vi hanno aderito dieci aziende raccogliendo 122 milioni di euro. Un ruolo principale in tale progetto è stato svolto dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e dalla Cassa Depositi e Prestiti

¹⁹ POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT (2019), *la finanza alternativa per le PMI in Italia*

²⁰ La Finanza Alternativa per le PMI in Italia (2019), Politecnico di Milano.

(CDP) i quali hanno finanziato oltre l'80% dell'operazione. La stessa ELITE ha collocato nel 2019 il primo Export Basket Bond finalizzato a sostenere l'internazionalizzazione delle aziende coinvolte con il quale sono stati raccolti 50 milioni di euro²¹.

Il grande risultato ottenuto con l'emissione di *Basket Bond* ha fatto sì che venissero programmati numerosi piani sia da parte della CDP come quelli regionali ad esempio quello lanciato a luglio 2019 con il nome di Trentino *Minibond* e quelli previsti per la regione Campania e Puglia, sia da parte di banche come il progetto lanciato da Banca Intesa la quale ha sviluppato un progetto al quale dovrebbero partecipare circa 200 PMI con una raccolta di 1 miliardo di euro.

2.2.3 Il crowdfunding

Il *crowdfunding* rappresenta letteralmente il “finanziamento della folla” dall'inglese infatti *crowd* (folla) e *funding* (finanziamento). Secondo la definizione della *European Banking Authority* (EBA) è uno strumento grazie al quale le imprese possono raccogliere capitale per mezzo di una piattaforma online. La raccolta può avvenire secondo modelli “*all or nothing*” o “*take it all*”. Il primo modello si riferisce alla fattispecie in cui la raccolta di capitale è legata al raggiungimento di una soglia minima, nel caso in cui questa somma non dovesse essere raggiunta, i fondi vengono restituiti ai finanziatori. Il secondo modello invece non è vincolato ad una soglia minima, viene accettato qualsiasi importo.

A seconda della contropartita offerta in cambio del finanziamento si possono distinguere diversi modelli di *crowdfunding*: il *donation-based crowdfunding* sono raccolte di fondi in cui non viene offerta alcuna ricompensa, si tratta principalmente di raccolte di solidarietà; il *reward-based crowdfunding* è una campagna di raccolta nella quale viene offerta una ricompensa di natura non monetaria; il *royalty-based crowdfunding* è il caso in cui la ricompensa offerta è di natura monetaria ed è rappresentata da una condivisione di profitti e ricavi connessi all'investimento, senza però nessun diritto di proprietà sul progetto; il *crowdinvesting* è una la forma principale di *crowdfunding* mediante la quale gli investimenti sono associati a una remunerazione attraverso la sottoscrizione di capitale di rischio (*equity*) o di un prestito (*lending*).

Il modello di *donation-based* è stato il primo modello di *crowdfunding* tramite il quale i donatori (*backer*) tramite un portale online scelgono uno o più progetti ai quali devolvono il denaro non ricevendo in cambio però alcuna ricompensa o al massimo ricompense simboliche. Non vi è alcuna regolamentazione specifica in merito a questo tipo di *crowdfunding* ma si fa riferimento alla

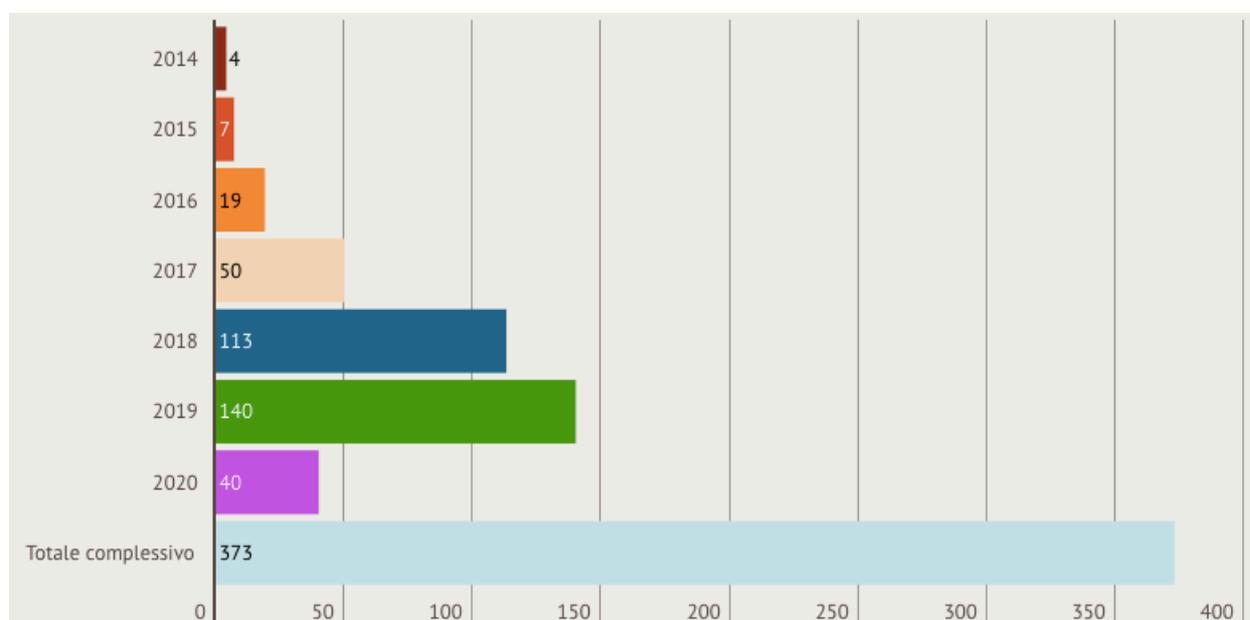
²¹ Finanza per la crescita-*Basket Bond*, www.confindustria.it

disciplina delle donazioni presente nel Codice Civile. Il *reward-based* fa riferimento soprattutto alla natura del controvalore offerto ai finanziatori, infatti essi non ricevono in cambio una somma monetaria ma il controvalore è dato dal prodotto o dal servizio che hanno finanziato. Pertanto, la ricompensa assume le caratteristiche della prevendita, ma, a differenza di quest'ultima il finanziatore è coinvolto nel determinare le caratteristiche del prodotto o servizio finanziato. Questo meccanismo garantisce che non solo le imprese riceventi possono avere liquidità per sviluppare i propri prodotti, ma possono anche stabilire la curva di domanda del bene. A tal fine infatti il prezzo del prodotto/servizio in queste campagne risulta essere spesso più basso rispetto al prezzo finale che dovrebbe avere il prodotto sul mercato. Il modello *royalty-based* consiste principalmente nella vendita da parte del proprietario di un *business* e quindi dall'acquisto da parte del finanziatore di una parte dei ricavi generati dalle vendite future dell'attività economica. Questo consente agli investitori di avere un ritorno monetario periodico e al proprietario dell'impresa di rimanere gli unici titolari del *business*. Le *royalties* però devono essere detratte dal fatturato dell'impresa, questa è la ragione per cui il modello è applicato principalmente da imprese con alti margini di profitto. Spesso questo modello è accostato al *crowdinvesting*, principalmente all'*equity crowdfunding*, ma le norme che caratterizzano il modello di *equity crowdfunding* sono molto diverse da quello *delle royalties*, pertanto può essere considerato come un sottotipo del modello di *reward-based*.

L'*equity crowdfunding* è il modello in cui gli investitori acquistano parti di azioni o quote dell'impresa aumentando il capitale proprio della stessa. L'Italia è stato il primo paese al mondo a regolamentarne l'uso. Il D.L. 179/2012 (Decreto Sviluppo-bis), successivamente convertito nella Legge 221/2012 del 17 dicembre 2012, esso interveniva modificando il TUF (Testo Unico della Finanza) dando le indicazioni e i requisiti sullo svolgimento dell'attività. Il regolamento CONSOB del giugno 2013 stabiliva che almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritta da investitori professionali, così da rassicurare i piccoli investitori sulla qualità e la sicurezza dell'emittente. Questa soglia del 5% può scendere al 3% nel caso in cui le offerte siano state effettuate da piccole e media imprese in possesso di un bilancio certificato relativo agli ultimi due esercizi precedenti. Inizialmente questo strumento era concesso solo alle *startup*, il successivo D.L. 3/2015 (*Decreto Investment Compact*) ha esteso l'uso del *crowdfunding* alle PMI innovative e agli OICR (organismi di investimento collettivi del risparmio). La Legge di Stabilità del 2017 (Legge 232/2016) ha ampliato l'uso dello strumento a tutti i tipi di PMI, questa estensione però era riferita solamente alle PMI in forma di Spa. Il D.L. 50/2017 ha esteso la possibilità di utilizzo dello strumento non solo alle Spa ma anche alle S.r.l.

Da gennaio 2019 vi è stato l'innalzamento delle aliquote per le detrazioni fiscali al 40% (precedentemente era al 30%) a favore di chi investe in *startup* e PMI innovative. Inoltre, con la Legge di Bilancio 2019 (Legge 145/2018) è stata introdotta la possibilità ai portali di *crowdfunding* di collocare obbligazioni emesse dalle PMI a investitori professionali e a particolari categorie di investitori individuate dalla Consob in una sezione diversa da quella in cui si svolge la raccolta di capitale di rischio. La Consob ha poi pubblicato nel mese di giugno 2019 un documento di consultazione per modificare al Regolamento in vigore, nel quale veniva enunciata la possibilità di ospitare sui portali delle sezioni nelle quali era possibile la compravendita di titoli già sottoscritti avviando così un mercato secondario.

La Consob fino al giugno 2019 ha autorizzato 35 portali dedicati all'*equity crowdfunding* tra cui 33 sono iscritti nella sezione ordinaria mentre 2 nella sezione straordinaria. Alcuni di questi portali hanno deciso di specializzarsi in uno specifico comparto di finanziamento (immobiliare, energia, sport) altri rimangono a carattere più generale. La maggior parte dei portali non richiede alcun requisito per potervi investire, pertanto i progetti sono aperti a tutti. Un solo portale che ha attuato una strategia di "*club deal*" ovvero gli investitori sono un gruppo selezionato di utenti iscritti al portale che versano una "*fee*" d'ingresso annuale²².



(Figura 8, Campagne finanziate con successo)²³

²² 4° rapporto italiano sul *crowdinvesting* (2019), Politecnico di Milano.

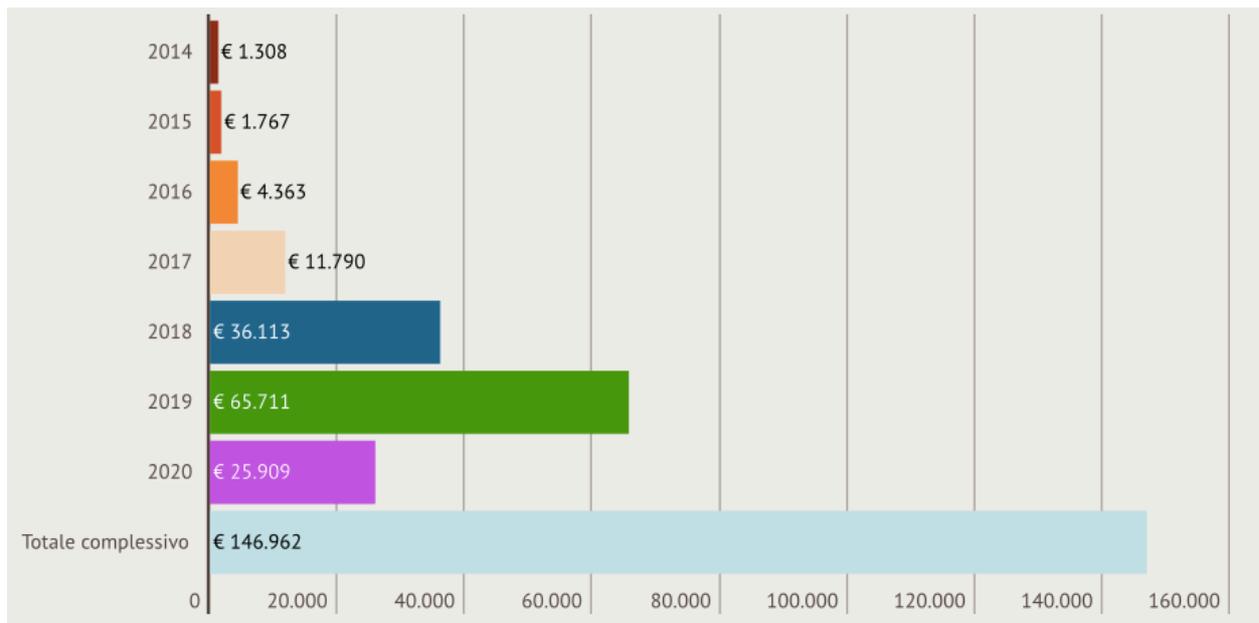
²³ *Equity crowdfunding* in Italia, www.crowdfundingbuzz.it

La tabella ci mostra il totale delle campagne finanziate con successo dal 2014 (anno in cui è stato introdotto in Italia il *Crowdfunding*) possiamo notare che vi è una crescita costante negli anni, infatti, se nel primo anno sono state registrate solamente 4 campagne di raccolta, il 2019 è stato l'anno con il maggior numero di campagne (140) e nei primi mesi del 2020 sono state già aperte 40 raccolte. Con l'aumentare delle raccolte è aumentato anche il numero degli investitori che hanno aderito alle campagne, infatti dai soli 134 investitori del 2014 si è arrivati a circa 18000 nel 2019, i primi mesi del 2020 hanno visto aderire alle campagne di raccolta più di 4200 investitori. L'importo medio di ciascun investitore invece è diminuito, se nel 2014 l'importo medio investito era di 9800 euro nel 2019 è sceso fino a 3600 euro²⁴. Questo dato tuttavia può risultare poco significativo poiché se nel 2014 il numero degli investitori risultava ridotto e quindi gli investitori risultavano per la maggior parte investitori professionali o comunque persone qualificate, nel 2019 con lo sviluppo di questo strumento e il maggior numero di portali dedicati, ha reso più facile l'accesso anche a investitori non professionali i quali si trovavano a contribuire anche con un importo minimo.

Un dato importante infatti è dato dall'importo minimo di investimento ammesso nelle campagne. Infatti, tra le 401 campagne 23 (6%) hanno scelto come soglia minima un importo molto basso inferiore ai 100 euro. La maggior parte delle campagne (52%) ha stabilito una soglia minima compresa tra i 100 e i 500 euro, mentre per il 34 % il valore di tale soglia è compreso tra i 500 e i 1000 euro. Solamente 14 campagne hanno scelto un importo minimo tra i 1000 e 2000 euro, 13 tra 2000 e 5000 euro e infine 5 hanno un importo minimo ammesso superiore a 5000 euro.

La seguente tabella mostra come la crescita relativa al flusso di raccolta sul mercato ha avuto una progressiva crescita nel tempo che nel 2019 ha raggiunto circa 65,71 milioni di euro.

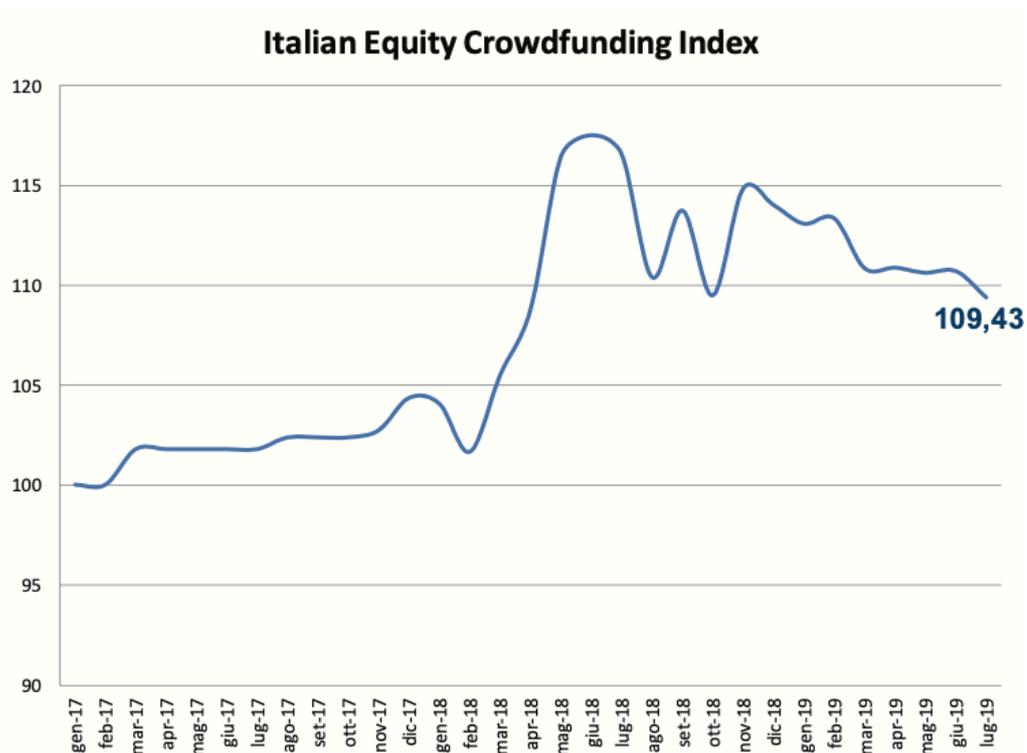
²⁴ *Equity crowdfunding* in Italia, www.crowdfundingbuzz.it



(Figura 9, Importo raccolto dalle campagne di *crowdfunding*)²⁵

Nel novembre 2017 l'osservatorio del *crowdinvesting* del politecnico di Milano ha introdotto un indice sintetico, chiamato *Italian Equity Crowdfunding Index*, per calcolare la rivalutazione o la svalutazione potenziale degli investimenti. Come si evince dalla tabella al 1luglio 2019 questo indice si attestava a 109,43, ovvero per ogni investitore che decide di investire l'1% di ogni operazione di *equity crowdfunding* conclusa con successo, il valore teorico del suo portafoglio sarebbe cresciuto del 9,43%.

²⁵ *Equity crowdfunding* in Italia, www.crowdfundingbuzz.it



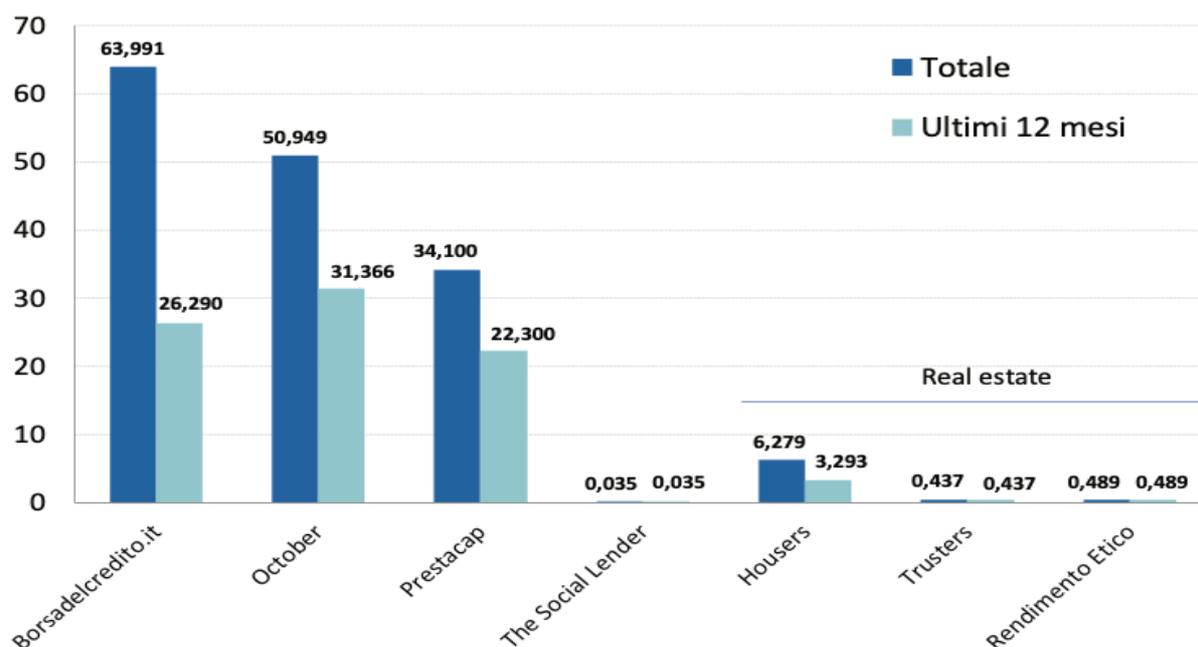
(Figura 10, *Italian Equity Crowdfunding Index*)

Un'altra forma di *crowdinvesting* è il *lending-based crowdfunding* o *social lending* ovvero una forma di finanziamento attraverso prestiti c.d. *peer-to-peer* (P2P). l'investitore sceglie il progetto a cui prestare denaro in cambio di un tasso d'interesse. Dal lato dell'impresa invece il prestito viene suddiviso in più quote così da poter ricevere il capitale da più finanziatori diversi. Ai soggetti finanziata viene assegnato un *rating* basato sui rischi connessi al finanziamento. In base al diverso *rating* delle imprese viene stabilito il tasso d'interesse, infatti più alto è il *rating* minore sarà il tasso richiesto. In Italia i primi autorizzati a operare nel campo del *social lending* venivano autorizzati dalla Banca d'Italia ed erogavano prestiti solamente a persone fisiche. Il D.L. 11/2010 ha consentito alla Banca d'Italia di definire meglio le norme relative a questo modello, definendo le forme di *lending crowdfunding* sotto il nome di Istituti di Pagamento. Inoltre, nel 2016 la Banca d'Italia ha emanato la Delibera 584/2016 in cui, nella sezione IX, venivano identificate le piattaforme di *social lending* come soggetti per la raccolta del risparmio diversi dalle banche. Nonostante viene utilizzata la forma di *social lending* sono presenti sul mercato due diversi tipi di modello: il modello diffuso e il modello diretto. Nel primo caso vi è un ruolo principale svolto dalla piattaforma sia nell'allocazione del denaro sia nel selezionare le richieste di credito. Infatti, gli investitori mettono a disposizione della piattaforma un determinata somma, definendo il livello del tasso d'interesse e del profilo di rischio-rendimento. Successivamente la piattaforma sceglie

come allocare le risorse a disposizione tra i vari progetti, e gli interessi maturati vengono automaticamente reinvestiti a meno che l'investitore non scelga di non farlo. Questo modello è vantaggioso per coloro che hanno la necessità di acquisire capitale in breve tempo, poiché una volta approvata la richiesta la piattaforma riesce in poco tempo a trovare il capitale richiesto, questo perché la piattaforma è già in possesso del capitale che gli investitori costantemente mettono a disposizione senza dover scegliere loro stessi tra i vari progetti. Ai richiedenti viene proposto un tasso d'interesse che comprende la remunerazione per il prestatore, il margine per la piattaforma stessa e un altro margine che finanzia un fondo per i crediti non rimborsati. Nel secondo caso è l'investitore stesso a decidere a chi fornire il capitale valutando uno per uno ogni richiedente. In questo caso una volta effettuata la richiesta la piattaforma fornisce una valutazione del rischio con la quale gli investitori scelgono tra i vari progetti.

Dal 2018 i guadagni ottenuti tramite *social lending* sono passivi di ritenuta fiscale con l'aliquota del 26% come accade per i dividendi e le cedole di obbligazioni. Fino al 2019 risultavano attive in Italia sette piattaforme di *social lending*.

Nel secondo trimestre del 2019 il volume di *lending* è aumentato notevolmente. Infatti, è stata riscontrata una crescita del 97,4% rispetto allo stesso trimestre del 2018 e del 7.6% rispetto al primo trimestre²⁶.



(Figura 11, Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme)

²⁶ Rapporto *P2P lending* Italia, www.p2plendingitalia.com

Dal grafico possiamo notare che tra le piattaforme spicca la piattaforma Borsadelcredito.it la quale è riuscita

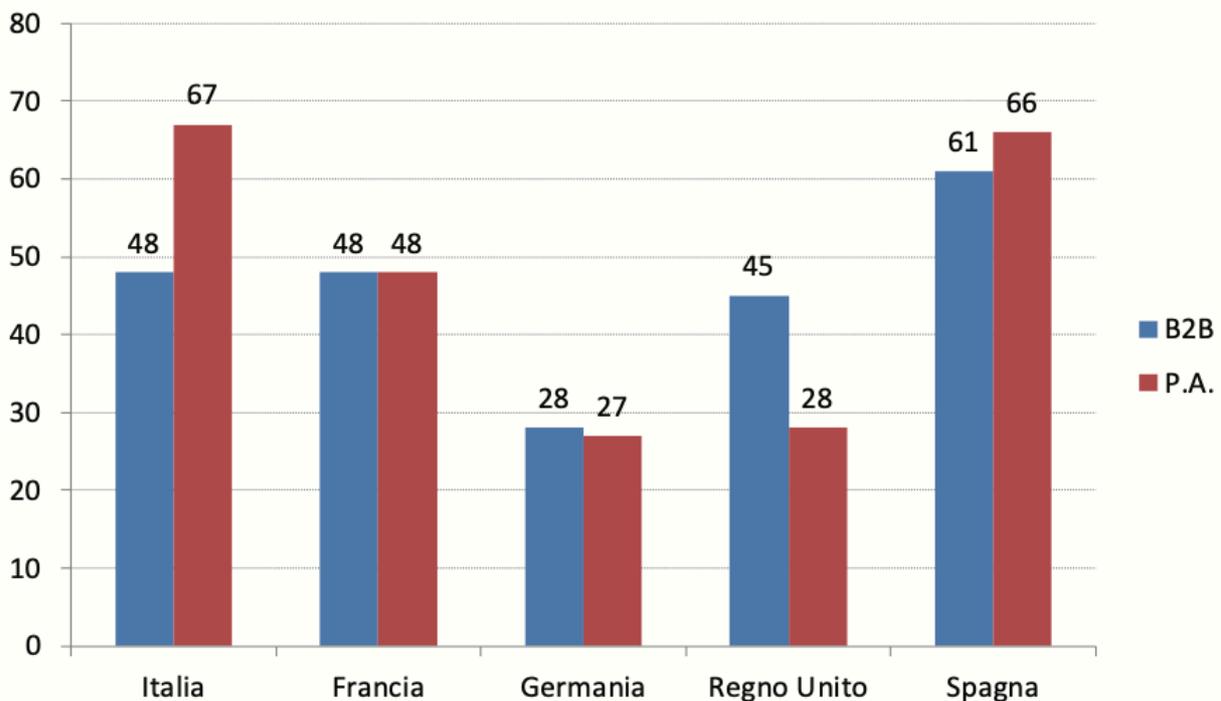
a erogare circa 64 milioni di euro, la quale insieme alle piattaforme October e Prestcap detiene la quasi totalità del mercato. Troviamo infatti molto più staccate le altre piattaforme con numeri notevolmente minori

rispetto alle tre principali piattaforme.

2.2.4 L'invoice trading

L' *invoice trading* è lo strumento grazie al quale un'impresa (per la maggior parte PMI) cede, attraverso una piattaforma *online*, una fattura commerciale a un investitore esterno, il quale anticipa all'impresa il saldo al netto della sua remunerazione.

Questo strumento riesce a garantire alle imprese la giusta continuità dei flussi di cassa, infatti, come possiamo vedere dal grafico, l'Italia è il Paese in Europa con il tempo di attesa maggiore per l'incasso di fatture sia verso la pubblica amministrazione sia nei confronti dei privati.



(Figura 12, Tempi medi di pagamento delle fatture commerciali)

Questo strumento è attivo da molto tempo ma, grazie all'avanzare della tecnologia, sono stati notevolmente abbattuti i tempi dell'anticipo fatture che in banca impiegherebbe molto più tempo. Per questo l'*invoice trading* risulta uno degli strumenti con più alto tasso di crescita tra la finanza alternativa per le PMI. Principalmente infatti ricorrono all'uso dell'*invoice trading* la PMI con difficoltà di accesso al credito bancario, che sono disposte a pagare un tasso d'interesse spesso svantaggioso, per la rapidità di erogazione di liquidità per finanziare il capitale circolante.

Questo strumento prevede che l'impresa registrata al portale possa vendere una o più fatture commerciali, le quali vengono valutate e certificate dalla piattaforma sotto il profilo del merito creditizio, a più investitori in competizione tra loro. L'investitore che acquista il credito riceve una remunerazione pari alla differenza tra il valore finale del saldo della fattura e il prezzo di acquisizione. Il finanziatore infatti anticipa all'impresa circa l'85/90% del valore della fattura, mentre il saldo è trattenuto in forma di garanzia per poi essere liquidato al netto della remunerazione dell'investitore alla scadenza.

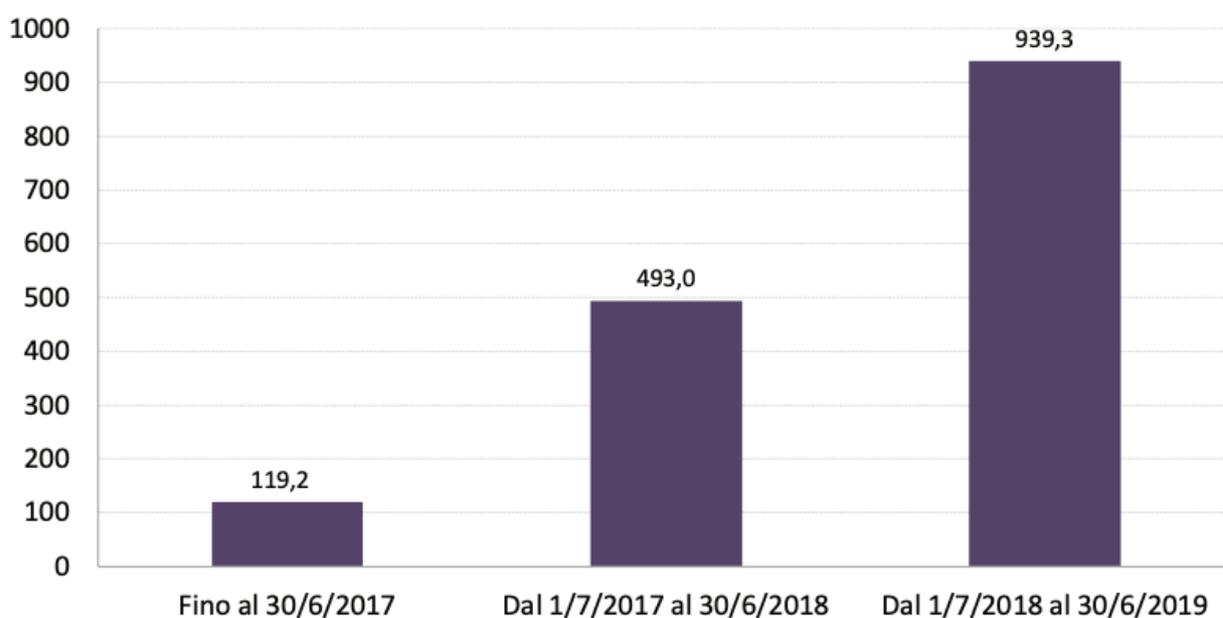
Gli articoli 1260 e seguenti del Codice Civile disciplinano la cessione del credito, che può essere effettuata in due modi: cessione pro-solvendo o cessione pro-soluto. Nel primo caso chi cede il credito rimane responsabile dello stesso, infatti il cedente risponde dell'eventuale mancato pagamento del credito da parte del cliente e potrebbe subire un'azione di regresso da parte del cessionario. Nella cessione pro-soluto invece il cedente non garantisce la solvibilità del credito ma soltanto la sua esistenza. Infatti, in questo caso il cessionario si accolla del rischio di insolvenza che viene trasferito insieme al credito senza poter effettuare un'azione di regresso verso il cedente. In Italia nelle piattaforme di *invoice trading* viene attuata principalmente la modalità di cessione pro-soluto, affiancata da meccanismi di assicurazione garanzia dei portali per coprire gli eventuali rischi. Questo aspetto incoraggia maggiormente l'utilizzo dello strumento a svantaggio dei canali tradizionali in cui è praticata la cessione del credito pro-solvendo.

Esistono diversi modelli di *invoice trading* uno di questi modelli è quello in cui la piattaforma agisce come vero e proprio *marketplace* dove si incontrano le imprese che cedono il credito con i vari finanziatori. Una volta messi in contatto viene organizzata un'asta competitiva, partendo da una quotazione iniziale, tra gli investitori. L'asta può essere aperta a specifici finanziatori o a una categoria più estesa di essi. Un altro modello è quello nel quale gli operatori acquistano direttamente la fattura dall'impresa, proponendole una quotazione definitiva. Sono principalmente portali che hanno già accordi con gli investitori, spesso investitori istituzionali, e che implementano le operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Infine, abbiamo il modello detto di *supply chain finance* in cui una grande azienda svolge un ruolo principale fornendo ai propri fornitori l'opportunità di cessione del credito agli investitori presenti sulla piattaforma.

In Italia questo strumento esiste dal 2013, ma il primo Paese a sperimentarne l'uso è stato il Regno Unito nel 2011 con la nascita della prima piattaforma di *invoice trading* la *Marketinvoice* che stima un totale di anticipo fatture alle PMI britanniche di circa 1,6 miliardi di sterline²⁷.

L'*invoice trading* tuttavia ha anche dei punti di debolezza i quali però non ne limitano la diffusione. Infatti, sulle queste piattaforme sono applicati tassi d'interesse spesso più alti e svantaggiosi rispetto a quelli applicati dalle banche, non è possibile poi cedere crediti verso le pubbliche amministrazioni ma solamente verso i privati, infine i crediti non possono essere divisi tra vari finanziatori e spesso è stabilita una soglia minima che varia tra i 1000 e i 10000 euro.

Per quanto riguarda invece i finanziatori sono principalmente soggetti con una conoscenza finanziaria elevata come ad esempio i fondi di credito, e molto spesso risultano essere investitori internazionali poiché questo strumento è poco conosciuto tra i vari investitori professionali italiani. In Italia i portali attivi sono 8 le quali si affidano tutte a fornitori esterni per la valutazione dei rischi e l'accertamento dei crediti. Il modello più diffuso è quello del *marketplace* ovvero dell'asta competitiva.



(Figura 13, Ammontare delle fatture cedute)²⁸

²⁷ *Invoice trading: cos'è e come funziona*, www.know.cerved.com

²⁸ *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia (2019)*, Politecnico di Milano.

La tabella ci mostra come l'ammontare dall'anticipo fatture sia cresciuto notevolmente negli anni, tra il 2017 e il 2018 infatti l'importo delle cessioni risultava quadruplicato rispetto a quello effettuato fino al 2017 mentre tra il 2018 e il 2019 è aumentato di circa il 90%²⁹. La crescita continua di questo strumento oltre a consolidarne la qualità e l'utilità, ci fa notare come sempre più imprese in Italia sono costrette a ricorrere alla cessione del credito, dovuta alla difficoltà di riscuotere i crediti in tempi brevi. Come già detto in precedenza infatti l'Italia risulta il Paese più ritardatario in Europa per il saldo delle fatture.

Pur presentando molte affinità con il *lending crowdfunding* l'*invoice trading* presenta delle sostanziali differenze, infatti una prima differenza è data dall'arco temporale nel quale i capitali restano immobilizzati, ovvero l'immobilizzazione avviene per in un arco temporale pari alla scadenza della fattura, quindi per un tempo molto inferiore rispetto al *lending crowdfunding*. Un'altra differenza è data dal fatto che coloro che acquistano le fatture conoscono da subito l'identità dell'azienda dal quale la acquistano mentre nel caso del *lending crowdfunding*, tranne che per il modello diretto di *lending*, l'identità del soggetto finanziato è resa nota solamente dopo la cessione del prestito.

2.2.5 Il direct lending

Il *direct lending* consiste nell'attività di erogazione di un prestito ad un'impresa da parte di soggetti non bancari, spesso fondi di investimenti specializzati che forniscono prestiti a medio-lungo termine alle PMI. Esso quindi permette a imprese di ricevere fondi da altre imprese evitando l'intermediazione bancaria.

Questo strumento è sviluppato maggiormente negli Stati Uniti dove già dagli anni Ottanta iniziava il processo di disintermediazione bancaria.

Questo strumento è stato introdotto in Italia dal D.L. 18/2016. In particolare, nell'articolo 17 sono indicate le modalità per la concessione di prestiti da parte di Fondi di Investimento Alternativi (FIA) sia italiani che esteri. Nel 2014 era già stata ampliata la classe di soggetti che potevano concedere finanziamenti alle imprese, il Decreto Competitività infatti aveva esteso la possibilità di erogare prestiti ad assicurazioni e veicoli di cartolarizzazione, aveva poi concesso una prima apertura agli OICR. In mancanza però della definizione dei contorni operativi degli organismi di investimento collettivo (OICR) aveva portato dubbi sulla possibilità di concedere prestiti.

²⁹ L'*invoice trading* in Italia da record (2019), www.money.it

Con il D.L. 18/2016 sono stati modificati gli articoli 46-bis, 46-ter e 46-quater del Testo Unico della Finanza (TUF). Nello specifico l'articolo 46-bis disciplina l'attività di investimento dei FIA italiani, l'articolo 46-ter disciplina specificatamente l'attività dei FIA esteri, e l'articolo 46-quater infine stabilisce che i FIA italiani ed esteri sono soggetti alle disposizioni in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con la clientela secondo quanto indicato dal TUB (Testo Unico Bancario)³⁰.

Il *direct lending* è sottoposto alla sorveglianza e al controllo sia da parte Banca d'Italia e sia da parte della Consob con diverse competenze. In particolare, la Banca d'Italia vigila sulla gestione degli strumenti e la Consob invece sulla correttezza e l'adeguatezza dei comportamenti. La Banca d'Italia inoltre, con il provvedimento emanato il 23 dicembre 2016 ed entrato in vigore dal 5 gennaio 2017, stabilisce le condizioni per i FIA europei per operare sul mercato italiano. Per poter operare infatti, i FIA europei devono presentare una comunicazione alla Banca d'Italia nel quale vi è un'accurata descrizione del funzionamento del FIA e dichiarando di essere in possesso dei requisiti minimi per svolgere l'attività. È compito della Banca d'Italia poi rilasciare, secondo la regola del silenzio-assenso, entro 60 giorni dalla richiesta l'autorizzazione a prestare il credito.

I requisiti necessari sono principalmente tre:

- Il fondo deve essere autorizzato a svolgere l'attività di *direct lending* nel proprio Paese;
- Il fondo deve avere una forma chiusa e avere uno schema di funzionamento analogo ai FIA italiani;
- Le norme, relative al contenimento e al frazionamento del rischio, del Paese dove risiede il fondo devono essere equivalenti alle norme stabilite per i FIA italiani.

Il funzionamento dello strumento è simile a quello del finanziamento tramite prestiti bancari. L'impresa che necessita di un prestito deve presentare la richiesta del prestito e attenderne la valutazione. La domanda infatti è valutata tenendo in considerazione: a solidità dell'impresa, la richiesta di risorse, la *governance* societaria e la prospettiva di crescita dell'impresa.

In Europa nel 2019 erano presenti sul mercato 178 operazioni di *direct lending* principalmente situate in Regno Unito, Germania e Francia. Se infatti prima della crisi del 2008 le banche erano il principale strumento per la remunerazione di capitale, nei successivi anni la stretta creditizia che ha reso più difficile l'accesso alle piccole e medie imprese di accedere ai fondi dalle banche ha fatto sì che si sviluppassero metodi finanziamento alternativi. Attualmente il *direct lending* rappresenta il 10% del mercato europeo dei prestiti.

³⁰ La nuova disciplina del *direct lending* nel TUF, www.blblex.it

Il volume di capitale fornito dai *lender* è in costante crescita, infatti se nel 2016 avevamo 17,6 miliardi di euro, nel 2017 si è saliti a 26,8 miliardi, nel 2018 il volume era circa 26,8 miliardi di euro fino ad arrivare alla prima metà del 2019 con 22,6 miliardi di euro.

Dal 2013 al 2019 in Europa sono stati raccolti complessivamente 131,8 miliardi di euro attraverso il *direct lending*.

In Italia questo strumento risulta ancora marginale ma in costante crescita rispetto agli altri mezzi di finanziamento, nel 2019 infatti, come si evince dalla tabella 9 PMI hanno scelto di finanziarsi tramite *direct lending*. Il totale raccolta è di circa 24 milioni di euro, e solamente nei primi mesi del 2019 sono stati raccolti circa 5,3 milioni di euro. Questi dati però possono essere sottostimati poiché nella maggior parte dei casi i finanziamenti tramite *direct lending* non sono censiti nel Registro delle Imprese.

Impresa	Finanziatore	Anno e importo	Note
Atlantic Technologies SpA	Hedge Invest SGR (HI Crescitalia PMI Fund)	2018 € 1 milione	<i>Amortizing</i> , durata massima 5 anni
Information Sharing Company Srl	Hedge Invest SGR (HI Crescitalia PMI Fund)	2018 € 1 milione	<i>Amortizing senior unsecured</i> 5 anni
ALCEA SpA	Hedge Invest SGR (HI Crescitalia PMI Fund)	2018 € 2 milioni (*)	<i>Amortizing senior unsecured</i> 5 anni
Portobello SpA	Hedge Invest SGR (HI Crescitalia PMI Fund)	2019 € 2 milioni (*)	<i>Amortizing senior unsecured</i> 5 anni
Sublimis Srl	Hedge Invest SGR (HI Crescitalia PMI Fund)	2019 n.d.	-
Filippetti SpA	RiverRock European Capital Partners LLP (Italian Hybrid Capital Fund)	2017 € 7 milioni	<i>Amortizing senior</i> 7 anni
Rouj Group Srl	RiverRock European Capital Partners LLP (Italian Hybrid Capital Fund)	2017 € 10,5 milioni	<i>Amortizing senior</i> 6 anni
Biotech Trentino SpA	Finint Investments SGR (Fondo Strategico Trentino - Alto Adige)	2019 € 0,7 milioni	<i>Amortizing</i> 6 anni
Ille Prefabbricati Srl	Finint Investments SGR (Fondo Strategico Trentino - Alto Adige)	2019 € 0,6 milioni	<i>Amortizing</i> 5 anni

(Figura 14, Operazioni di *direct lending* in Italia)³¹

³¹ La Finanza Alternativa per le PMI in Italia (2019), Politecnico di Milano.

Per quanto riguarda i motivi che spingono un'impresa a usare i fondi di *direct lending* il principale è dovuto dal fatto che questo strumento si adatta particolarmente alle caratteristiche delle PMI che non riescono ad affrontare gli elevati costi fissi derivanti dal mercato mobiliare. Un altro importante fattore a favore di tale strumento è la rapidità con le quali le imprese riescono a reperire i fondi. Tuttavia, i finanziamenti tramite *direct lending* offrono tassi d'interesse più alti, determinando un maggiore costo per l'impresa. Questo non influisce sull'efficacia dello strumento, infatti molte PMI preferiscono pagare tassi d'interesse maggiori in ottenendo di finanziamenti più rapidi.

2.2.6 Le Initial Coin Offerings

Le *Initial Coin Offerings* (ICOs) sono strumenti finanziari utilizzati da molte imprese per la raccolta di capitali. Le ICOs sfruttano la tecnologia della *blockchain* tramite la creazione e l'offerta di *token* digitali a fronte di un corrispettivo ai finanziatori.

La *blockchain* è definita come un registro digitale le cui informazioni sono raggruppate in blocchi collegati tra loro formando una catena crittografata³². Questa tecnologia risulta molto difficile da alterare poiché una delle sue caratteristiche è quella di non essere modificabile retroattivamente senza che vengano modificati tutti gli altri "blocchi". La tecnologia della *blockchain* è usata principalmente per le transizioni di cripto valute. Una cripto valuta è una valuta digitale che costituisce una rappresentazione digitale di un valore ed è utilizzata come mezzo di scambio o detenuta a scopo di investimento³³.

Nelle *Initial Coin Offerings* le cripto valute e la tecnologia della *blockchain* sono usate per la raccolta di capitale attraverso il *web*. Il processo delle ICOs è simile quello di una campagna di *crowdfunding* ma a differenza di quest'ultimo non vi è una piattaforma specifica che determina le campagne affidabili scartando quelle più rischiose, e soprattutto non è presente un intermediario che processa il pagamento, attuando così una completa disintermediazione finanziaria che ha soprattutto il vantaggio di abbattere quasi totalmente i costi.

Il procedimento di emissione di una ICOs avviene attraverso varie fasi. Prima di tutto l'impresa redige un documento, chiamato *white paper*, non approvato da nessuna autorità di mercato, contenente le informazioni principali del progetto da finanziare. Successivamente viene utilizzata la tecnologia della *blockchain* per coinvolgere gli investitori. I *token* sono offerti al pubblico, per un determinato periodo di tempo, tramite una fase di pre-vendita e successivamente di vendita. Una

³² Definizione *Blockchain*, www.wikipedia.it

³³ Definizione Cripto valuta, www.borsaitaliana.it

volta acquistati i token possono essere mantenuti fino a scadenza e poi convertiti in cripto valute. Questi in alcuni casi danno il diritto di far parte solamente della *community* del progetto senza avere alcun vantaggio economico, in altri casi invece possono dare diritto all'utilizzo del prodotto che risulterà dal progetto, come avviene nel *reward-based crowdfunding*.

I *token*, al contrario di ciò che avviene nel *crowdfunding* che ha costi di transizione molto alti, possono facilmente essere negoziati sul mercato secondario dopo l'ICO questo grazie alla tecnologia *blockchain*.

L'offerta di ICO può prevedere, come per il *crowdfunding*, un obiettivo minimo (*soft cap*) e massimo (*hard cap*) per la raccolta. Per ricevere i *token* il finanziatore deve trasferire sul portafoglio digitale gestito dalla piattaforma la cripto valuta richiesta.

I *token* emessi possono assumere varie configurazioni possiamo distinguere infatti: i *payment token* che sono rappresentazioni di valore emessi da un'autorità giuridica fronte di un'unità di moneta tradizionale; i *security token* rappresentano diritti di proprietà negoziabili su quote di capitale, dividendi o diritti di voto; gli *utility token* che rappresentano solamente diritti amministrativi e non sono negoziabili³⁴.

Non esiste per le ICOs una regolamentazione univoca, infatti ogni Stato ha una considerazione diversa a riguardo. Gli Stati Uniti attraverso la *Security Exchange Commission* (SEC) hanno sanzionato le ICO poiché non rispettavano le normative sul collocamento delle attività finanziarie. In Cina e Corea del Sud sono addirittura proibite, mentre alcuni Paesi come la Svizzera e Singapore ritengono le ICO uno strumento favorevole per attrarre sul territorio nuove *startup*. In Europa il 13 novembre 2017 l'*European Securities and Market Authority* (ESMA) ha dichiarato che le ICOs rappresentano un grande rischio per i contributori e per le imprese che ne fanno uso. Per quanto riguarda i contributori ha sottolineato l'elevata rischiosità degli investimenti dovuti dalla mancanza di trasparenza. Alle imprese invece è stato chiesto di verificare che il progetto non ricada nella fattispecie oggetto di regolamentazione comunitaria.

In Italia gli utilizzatori di questi fondi sono tenuti a comunicarlo al Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). L'Agenzia delle Entrate inoltre ha chiarito che ai *token* è applicato lo stesso trattamento fiscale riservato ai *voucher*, ovvero l'IVA non è dovuta al momento della sottoscrizione ma al momento dell'utilizzo, mentre per l'azienda il reddito risulta imponibile non al momento di emissione dell'ICO ma quando i diritti vengono esercitati. Le imprese italiane spesso utilizzano le ICOs appoggiandosi a giurisdizioni estere, la Consob dopo veri interventi mirati a bloccare questi progetti, è intervenuta con la Delibera 20786 del 22 gennaio 2019 identificando l'ICO come un'offerta di investimenti riservata a investitori italiani. Con il D.L.

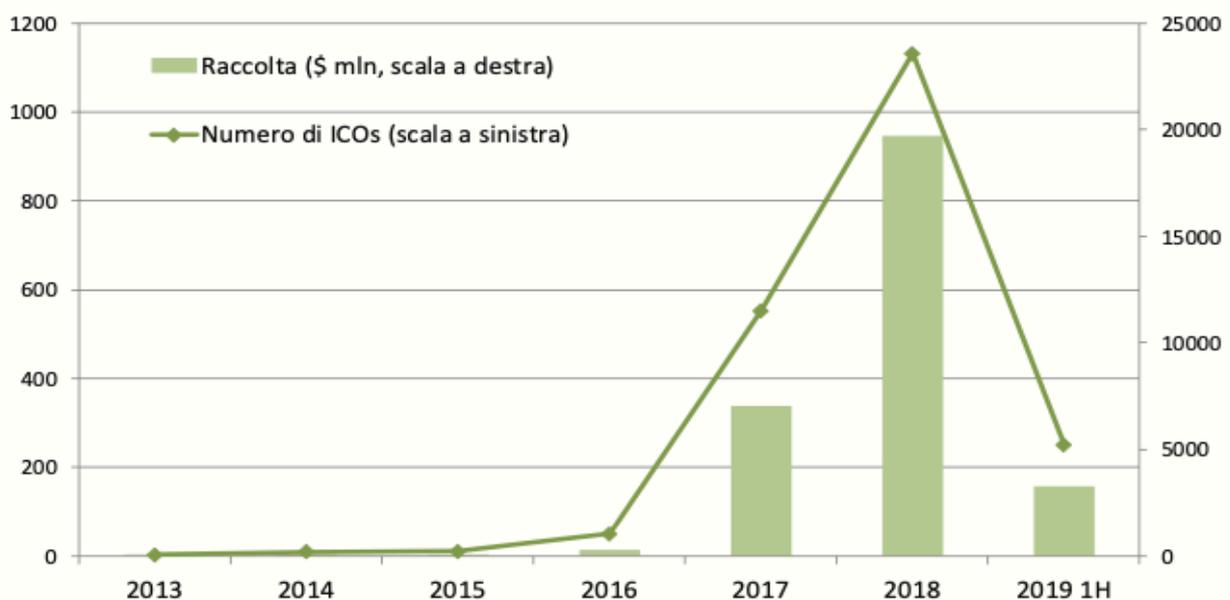
³⁴ Brevi note sulle *Initial Coin Offerings*, www.tidona.com

58/2019 è prevista in Italia l'emanazione di appositi regolamenti per definire le condizioni e le modalità di svolgimento di una sperimentazione relativa all'uso questo strumento, e di altri mezzi *fintech*, ovvero la fornitura di servizi finanziari attraverso l'utilizzo di tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT)³⁵, in collaborazione con le autorità di vigilanza.

Lo strumento del *token offerings* ha avuto un mutamento nel tempo, infatti dall'idea delle ICO sono nate altre categorie di offerte di *token*, abbiamo infatti le Initial Exchange Offerings (IEO), in cui, a differenza delle ICOs, vengono selezionati, da parte degli Exchange, i progetti garantendo più sicurezza per gli investitori. Un altro tipo di *token offering* è il Security Token Offering (STO) nel quale gli strumenti scambiati hanno caratteristiche di tipo finanziario, e quindi, sono soggetti alla regolamentazione dei mercati. Infatti, nelle STO il livello di regolamentazione sia da parte delle imprese emittenti sia per gli investitori risulta molto maggiore rispetto a quello degli altri strumenti di *token offering*.

La mancanza di una regolamentazione specifica ha favorito la crescita del numero di ICOs anche sotto il profilo del volume raccolto.

Questo strumento, che fino al 2016 risultava quasi inesistente, ha avuto una crescita esponenziale fino al 2018 ma ha subito un rallentamento nel 2019 quando sono calati i tassi di cambio delle cripto valute rispetto al dollaro.



(Figura 15, Flusso di raccolta ICOs)

³⁵ *Fintech*, www.wikipedia.com

Come si evince dal grafico lo strumento ha iniziato il suo sviluppo nel 2016, nel 2017 c'è stato un netto incremento con un valore raccolto di circa 7 miliardi di dollari, mentre nel 2018 sono state più che raddoppiate il numero di operazioni che passano dai 552 del 2017 ai 1132, con una raccolta totale di 20 miliardi di dollari.

In Italia il mercato delle ICOs ha avuto uno sviluppo in linea con quello mondiale, infatti se tra il 2017 e il 2018 risultavano conclusi con successo solo 16 progetti con una raccolta totale di circa 150 milioni di dollari, nel 2019 invece sono stati conclusi solamente 5 progetti con un totale della raccolta non dichiarato ma presumibilmente in netto calo rispetto ai precedenti anni.

2.2.7 Il private equity

Il *private equity* consiste nell'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo³⁶. Questo può avvenire in due modi o tramite l'acquisizione di azioni esistenti dai suoi soci (*buyout*) oppure sottoscrivendo azioni di una nuova emissione.

I fondi di *private equity* hanno una durata che può variare dai 5 ai 30 anni (di media però la loro vita è tra i 10-12 anni) nell'arco della quale si compiono investimenti in imprese sulla base del principio di diversificazione e contenimento del rischio.

In questa categoria di strumenti rientra il *venture capital* in cui l'investimento è focalizzato principalmente in imprese in fase di costituzione. Si possono definire varie tipologie di finanziamento, abbiamo infatti l'*early stage financing* nel caso in cui l'impresa è in fase di avvio e necessita di capitali per accedere al mercato, nel caso invece di *expansion financing* l'impresa è già avviata e inserita sul mercato e necessita capitali per espandere e consolidare la crescita. Il *venture capital* quindi può essere definito come una sottocategoria del *private equity* che si focalizza principalmente sull'*early stage financing* e l'*expansion financing*.

Gli investitori istituzionali inoltre possono finanziare l'impresa anche nel caso di operazioni straordinarie come l'acquisizione o la fusione di altre aziende, è il caso del *bridge financig*.

L'investitore ha come scopo la realizzazione di una plusvalenza finanziaria nel medio periodo, infatti tramite questo strumento può collaborare con l'azienda per incrementarne il valore, apportando le proprie specifiche competenze a supporto dell'imprenditore. Il finanziatore può inoltre subentrare nell'impresa sia controllandola, ovvero acquistando la maggioranza del capitale

³⁶ Definizione *private equity*, www.borsaitaliana.it

di rischio dell'impresa, sia lasciando che il controllo rimanga all'imprenditore acquistando solo una minoranza del capitale di rischio. La maggior parte dei fondi di *venture capital* è organizzata come *limited partnership* ovvero ha una durata prefissata.

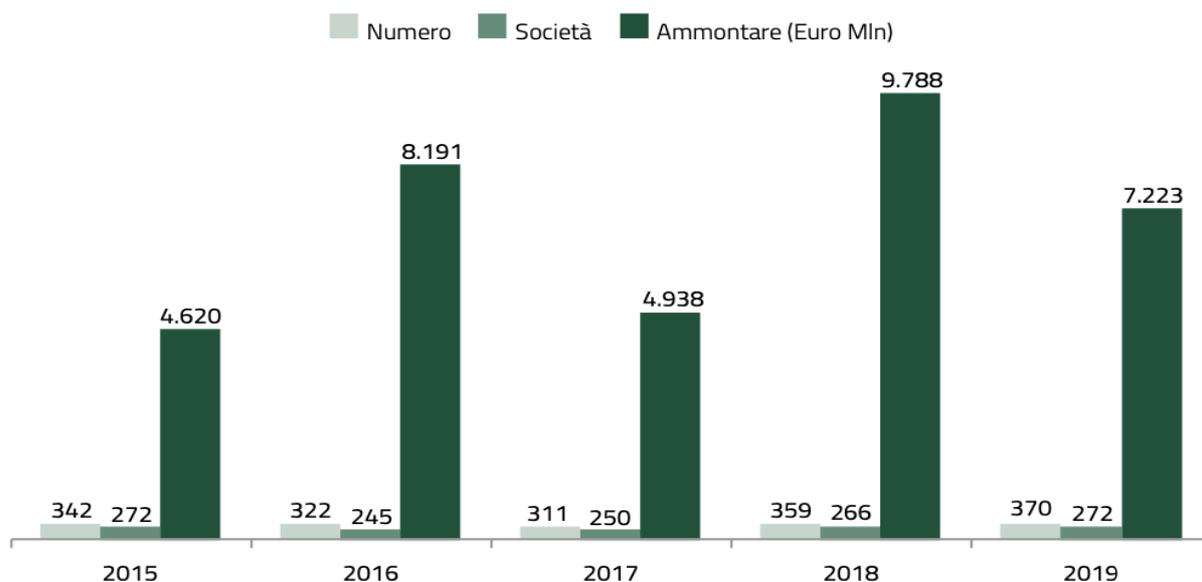
La fase di uscita dell'investitore dall'azienda è molto importante e spesso viene pianificata prima dell'investimento. Quest'ultima può avvenire in due modi: vendendo le proprie quote a un altro investitore (*trade sale*), o tramite la quotazione in Borsa dell'impresa attraverso una IPO (Offerta Pubblica Iniziale).

Un IPO può configurarsi come un'offerta primaria, ovvero le azioni vengono vendute per raccogliere liquidità, o come un'offerta secondaria, ovvero quando gli azionisti esistenti scelgono di vendere una parte dei titoli detenuti. L'accesso al mercato borsistico tuttavia può risultare complicato per molte delle PMI, per questo, oltre ai mercati regolamentati, sono presenti mercati borsistici non regolamentati tra cui gli *SME Growth Market* categoria a cui appartiene l'AIM Italia di Borsa Italiana. Esso consente alle imprese che decidono di quotarsi procedure semplificate rispetto a quelle del mercato principale. Per quotarsi un'impresa deve nominare un NomAd (*Nominated Advisor*) il quale affianca l'impresa nell'attività di consulenza e svolgendo alcune funzioni di controllo.

Per le PMI l'uso del *private equity* può risultare un vantaggioso non solo in riferimento alla remunerazione del capitale, ma anche per la risoluzione di problemi connessi con la proprietà. L'investitore invece accetta di compartecipare al rischio dell'impresa, ma può chiedere, per tutelare il proprio investimento, la sottoscrizione di determinati patti parasociali che contengono numerose clausole come quelle relative alla nomina di propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione. Il forte potere contrattuale che hanno gli investitori nei confronti con delle imprese rappresenta una delle principali differenze rispetto all'*equity crowdfunding*.

In Italia gli investimenti effettuati tramite questo strumento sono monitorati dall'AIFI (Associazione Italiana del *Private equity, Venture capital e Private Debt*).

Come mostra il seguente grafico nel 2019 ci sono state sul mercato italiano 370 operazioni compiute da 272 società. In totale sono stati raccolti tramite *private equity* e *venture capital* 7.223 milioni di euro. Possiamo inoltre notare che rispetto al 2018 vi è stato un decremento del 26% delle somme investite.

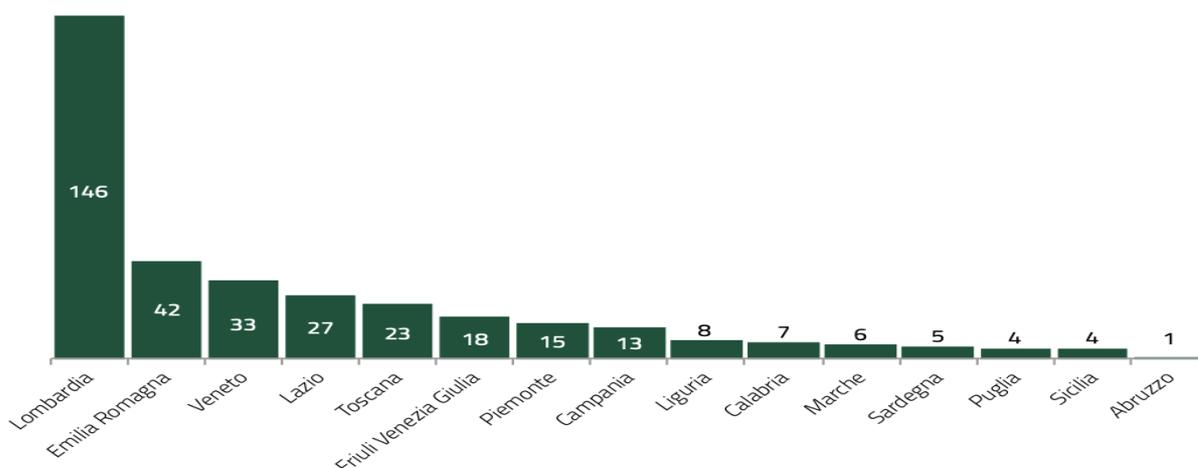


(Figura 16, Investimenti tramite *private equity*)³⁷

Per quanto riguarda la tipologia di investimenti, la maggior parte di essi è rappresentata da investimenti di *early stage*, seguiti dal buyout e infine dalle operazioni di *expansion*.

In Italia la maggior parte delle operazioni di *private equity* è nel Nord Italia (74%), dove solamente la Lombardia fa registrare il 41% delle operazioni. Sono presenti inoltre nel 2019 regioni in cui non sono state effettuate operazioni di *private equity*, ovvero il Molise, la Basilicata, Trentino, Umbria e Valle d'Aosta.

Il Sud Italia risulta ancora arretrato rispetto alle regioni del Centro e del Nord, ma fa segnare un aumento rispetto al 2018 passando dal 4% delle operazioni sul territorio all'8%³⁸.



(Figura 17, Distribuzione regionale *private equity*)

³⁷ La Finanza Alternativa per le PMI in Italia (2019), Politecnico di Milano.

³⁸ Rapporto sul mercato italiano del *Private equity* e del *venture capital*, AIFI, www.aifi.it

Nel 2019 nella Legge di Bilancio è prevista la costituzione del Fondo Nazionale Innovazione, con l'obiettivo di finanziare investimenti nella fase di *seed* e *growth*, ovvero gli investimenti mirati alle imprese in fase di costituzione e di crescita.

Un ulteriore incentivo alle imprese deriva dai *business angel*, si tratta di piccoli investitori privati che supportano la crescita delle PMI. I *business angel* svolgono quindi lo stesso ruolo degli investitori istituzionali, ma con delle differenze ovvero: i *business angel* investono i propri risparmi a differenza dei fondi di *private equity* i quali devono a loro volta reperire fondi per investire in imprese; un'altra sostanziale differenza risiede nella motivazione con cui si investe, i *business angel* infatti sono principalmente spinti da motivazioni intrinseche, questo fa sì che siano molto più rapidi nel prendere decisioni riguardo agli investimenti, ma la loro capacità di investimento risulta minore, infatti riescono a finanziare solamente bassi importi.

I *business angel* sono spesso associati in network tramite i quali riescono a scambiarsi le informazioni e le opportunità di investimento. In Italia le maggiori associazioni sono IBAN (*Italian Business Angel Network*) e IAG (*Italian Angels for Growth*).

2.2.8 L'AIM Italia

Per le imprese che decidono di quotarsi in Borsa, è presente in Italia un mercato dedicato solamente alle PMI. Il mercato dell'AIM (*Alternative Investment Market*) è nato in Inghilterra nel 1995 ed era composto da 3 indici: FTSE AIM UK 50 *index*; FTSE AIM 100 *index*; FTSE AIM All-Share *Index*. Questo mercato è attivo in Italia dal 2009, a seguito dell'acquisizione da parte della *London Stock Exchange* (LSE) di Borsa Italiana avvenuta nel 2007.

Questo mercato sostituisce il Mercato *Expandi*, ovvero il mercato italiano dedicato alle piccole e medie imprese, e si configurava come un mercato non regolamentato ma, regolato e gestito da Borsa Italiana dedicato sempre alle PMI.

Nel 2012 a seguito della fusione dell'AIM con il MAC (Mercato Alternativo del Capitale) si è formato un unico mercato composto da piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita quotate nell'indice FTSE AIM Italia. Esso è considerato un MTF (*Multilateral Trading Facility*) ovvero un mercato regolato da Borsa Italiana e per questo non sottoposto alla vigilanza dell'Autorità di Controllo.

Rispetto al mercato borsistico ha un processo di ammissione più flessibile, concentrato principalmente sulle necessità delle imprese con l'obiettivo di facilitare e rendere più immediato l'accesso ai capitali. Per accedere al mercato infatti le imprese non necessitano di un prospetto

informativo e non devono pubblicare i resoconti trimestrali della gestione aziendale³⁹. L'ammissione dell'impresa sul mercato è valutata da un *Nominated Adviser (Nomad)*, un soggetto nominato dall'emittente che accompagna l'impresa non solo nelle fasi iniziali ma anche durante il periodo di quotazione. Infatti, dopo l'ammissione il *Nomad* aiuta la società fornendo pareri e dando indicazioni agli amministratori circa gli obblighi e le responsabilità dovute all'ammissione all'AIM.

Rispetto al mercato borsistico principale per le imprese i costi dovuti alla quotazione sull'AIM sono molto inferiori, inoltre gli investitori sono rassicurati sulla qualità delle azioni delle aziende che hanno subito controlli prima di essere ammesse al mercato, così da ridurre notevolmente il rischio per gli investimenti.

Con la creazione dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) infatti, il Governo italiano ha favorito ulteriormente gli investimenti in PMI, infatti sempre più istituti finanziari decidono di spostare i propri capitali sul mercato dell'AIM Italia.

Per l'accesso al mercato AIM Italia sono necessari per le società i seguenti requisiti:

- La società deve nominare un *Nomad* il quale deve accompagnare l'azienda per tutto il periodo della quotazione;
- Viene richiesto un flottante minimo pari al 10%;
- La società deve avere l'ultimo bilancio sottoposto alla revisione contabile da parte di una società iscritta alla Consob⁴⁰.

Tra i vantaggi per le PMI imprese oltre alla possibilità di farsi conoscere sul mercato, con la Legge di Bilancio 2018 è stato introdotto un credito d'imposta del 50%, fino ad un massimo di 500 mila euro, dei costi di consulenza legati alle IPO, sostenuti dalle PMI per la quotazione in Borsa fino al 31 dicembre 2020.

Inoltre, per le società quotate sull'AIM da più di 18 mesi vi è la possibilità di passare alla quotazione sul mercato principale di Borsa Italiana (MTA) con procedure semplificate rispetto alle normali procedure di accesso diretto.

Le aziende presenti sul mercato sono in totale 130 le quali rappresentano 10 settori diversi. La capitalizzazione aggregata del mercato è pari a 6,1 miliardi di euro, e la raccolta di capitali tramite IPO è pari a 3,9 miliardi di euro⁴¹.

³⁹ Che cos'è l'AIM Italia, www.quifinanza.it

⁴⁰ Nasce AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale, www.borsaitaliana.it

⁴¹ AIM Italia, www.borsaitaliana.it

Nel 2019 il mercato dell'AIM Italia è diventato il principale mercato europeo, seguito da Francia e Svezia, per numero di nuove aziende quotate in mercati non regolamentati, nel corso dell'anno infatti sono state censite 35 nuove quotazioni. Sono stati raccolti 207 milioni di euro, con un taglio medio di 6 milioni di euro di raccolta di capitale con una dimensione di aziende che hanno un fatturato medio di 21 milioni di euro.

I settori principali per numero di aziende sono il settore industriale (17%), quello tecnologico (17%) e quello finanziario (16%). Le imprese quotate sul mercato sono collocate principalmente in Lombardia e rappresentano il 41% del totale. Per quanto riguarda le IPO nel 2019 il numero maggiore è stato quello del settore tecnologico (32%) seguito da quello finanziario (16%) e industriale (16%).

Regione	N. IPO	%	Raccolta (Eu m)	%
Lombardia	8	26%	34	16%
Emilia Romagna	6	19%	64	31%
Veneto	2	6%	10	5%
Toscana	2	6%	13	6%
Friuli	2	6%	8	4%
Lazio	2	6%	13	6%
Piemonte	2	6%	19	9%
Campania	2	6%	16	8%
Liguria	2	6%	10	5%
Marche	1	3%	3	2%
Umbria	1	3%	7	3%
Sicilia	1	3%	10	5%
Totale	31	100%	207	100,0%

(Figura 18, Tabella IPO per regione)⁴²

Come possiamo notare dalla tabella la regione che ha raccolto il maggior numero di IPO nel 2019 è la Lombardia con 8 IPO pari al 26% del totale, ma la regione che ha raccolto la somma maggiore è l'Emilia-Romagna con circa 64 milioni di euro pari al 31% del totale, nonostante un numero inferiore in numero di IPO sono stati raccolti quasi il doppio dei capitali rispetto alla Lombardia che si è fermata a 34 milioni di euro (16%). La raccolta media di IPO è stata di 5,9 milioni di euro e il flottante in IPO è stato pari al 24%⁴³.

⁴² La Finanza Alternativa per le PMI in Italia (2019), Politecnico di Milano.

⁴³ AIM Italia, le aziende Tech trainano le nuove quotazioni, www.corrierecomunicazioni.it

2.3 I Fondi Europei

Un'impresa che necessita di capitale oltre ai metodi di finanziamento descritti in precedenza può sfruttare determinati fondi creati, dall'Unione Europea, appositamente per lo sviluppo delle imprese.

Fin dal trattato di Lisbona infatti, l'Europa sviluppato e messo a disposizione degli Stati membri fondi per lo sviluppo e la competitività delle imprese. La maggior parte sono erogati dall'Unione Europea ma sono gestiti a livello nazionale o regionale. Ci sono infatti, finanziamenti indiretti per i quali l'Europa stabilisce il quadro di riferimento delle politiche comunitarie entro il quale devono agire, fissando ognuno le proprie regole d'accesso ai finanziamenti, gli Stati o le amministrazioni locali. Oltre ai finanziamenti indiretti, ci sono alcuni finanziamenti ai quali si può accedere direttamente senza passare per le amministrazioni locali.

L'accesso a questi fondi è subordinato alla presentazione di progetti specifici legati alla realizzazione delle politiche dell'Unione Europea, secondo alcuni bandi emanati su specifici programmi di finanziamento.

A seguito della crisi finanziaria del 2007, la Commissione Europea ha elaborato una strategia (Europa 2020), con l'obiettivo di agevolare l'uscita dalla crisi e definire un modello di sviluppo sostenibile.

La strategia Europa 2020 è stata approvata dal Consiglio Europeo nel giugno 2010, e si fonda principalmente su tre obiettivi, ovvero favorire la crescita che sia: intelligente, ovvero capace di investire nei settori dell'istruzione e della ricerca; sostenibile, rispettando cioè le politiche energetiche e i cambiamenti climatici cercando di preservare le risorse naturali, creando un modello basato sulla consapevolezza della loro limitatezza; inclusiva, ovvero per migliorare la coesione sociale e il mercato del lavoro.

Al fine di accrescere la competitività, creare nuovi posti di lavoro e promuovere lo sviluppo della società tramite la ricerca vengono individuati cinque principali obiettivi:

- Aumentare il tasso di occupazione al 75% per persone di età compresa tra i 24 e i 65 anni;
- Aumentare gli investimenti in ricerca e sviluppo;
- Maggiore attenzione ai cambiamenti climatici, riducendo del 20% l'emissione dei gas serra;
- Migliorare il livello di istruzione;
- Attuare politiche di lotta alla povertà.

Lo strumento principale attraverso il quale l'Unione Europea favorisce la crescita economica e occupazionale sono i Fondi Strutturali. Questi sono articolati in cinque fondi: Fondo Europeo di

Sviluppo Regionale (FESR); Fondo Sociale Europeo (FSE); Fondo di Coesione (FC); Fondo Europeo Agricolo per lo Sviluppo Rurale (FEASR); Fondo Europeo per gli Affari Marittimi e per la Pesca (FEAMP). Questi fondi sono sviluppati dall'Unione Europea e gestiti in collaborazione con gli enti locali attraverso Piani Operativi Nazionali (PON), nel caso in cui sono gestiti a livello nazionale, e Piani Operativi Regionali (POR), quando a gestirli sono gli enti regionali.

Vi è inoltre un programma specifico dell'Unione Europea, l'EaSi (Programma Europeo per l'Occupazione e l'Innovazione Sociale) che consiste in uno strumento finanziario che punta a promuovere un elevato livello di occupazione sostenibile e di qualità⁴⁴.

Con oltre 65 miliardi di euro, il FESR rappresenta una delle principali fonti a sostegno dello sviluppo delle PMI. Questi investimenti sono volti ad aiutare le PMI ad: accedere ai finanziamenti per gli investimenti; beneficiare del sostegno mirato alle imprese, come ad esempio il *know-how* e le consulenze; migliorare l'accesso ai mercati globali; sfruttare nuove opportunità di crescita come l'economia sostenibile; investire nel capitale umano provvedendo a una formazione basata sulla pratica; promuovere l'innovazione intensificando i collegamenti con i centri di ricerca e le università; creazione e l'ampliamento delle *startup*⁴⁵.

Lo scopo di questo fondo è favorire le economie locali non in un'ottica di assistenzialismo ma nell'ottica di miglioramento sia dei processi produttivi, sia dei prodotti per fronteggiare la sfida del mercato sul piano della qualità. In particolare, l'obiettivo è sostenere, nell'arco temporale tra il 2014 e il 2020, 1,1 milioni di imprese che rappresentano il 4% del totale delle imprese presenti sul territorio Europeo. Tra queste la maggioranza risulta essere PMI (circa 800 mila) nell'ambito del raggiungimento dell'obiettivo tematico 3, ovvero quello della competitività delle PMI.

Il fondo è disciplinato da uno specifico regolamento, il Regolamento (CE) N.1301/2013 che prevede la ripartizione in tre aree geografiche: regioni meno sviluppate (nel caso dell'Italia Campania, Puglia, Basilicata, Calabria e Sicilia); regioni in transizione (in Italia Sardegna, Abruzzo e Molise); regioni più sviluppate (Valle d'Aosta, Piemonte, Lombardia, Liguria, Veneto, Friuli Venezia-Giulia, Emilia-Romagna, Toscana, Marche, Umbria, Lazio e le province autonome di Trento e Bolzano). Per ogni gruppo di appartenenza gli obiettivi tematici da raggiungere con il fondo Europeo sono stati modulati con intensità diverse.

I Programmi Operativi Regionali finanziati attraverso il FESR (POR FESR) sono l'insieme di regole che ciascuna regione si è data per favorire la crescita e lo sviluppo. Ciascuna Regione ha seguito un percorso di contrattazione con il Ministero dello Sviluppo Economico e l'Agenzia per

⁴⁴ Programma dell'UE per l'occupazione e l'innovazione sociale (EaSI), www.ec.europa.eu

⁴⁵ Competitività delle PMI, www.ec.europa.eu

la Coesione Territoriale per arrivare a una versione condivisa dei contenuti e delle strategie di ciascun POR FESR.

Ciascun POR è organizzato per assi, a cui possono corrispondere uno o più degli obiettivi tematici sviluppati dall'Unione Europea. Questi assi sono volti a configurare i limiti entro i quali inserire i bandi.

La maggior parte di questi strumenti coinvolge principalmente il settore privato sia in modo esclusivo che in compartecipazione con il settore pubblico, i maggiori beneficiari sono per lo più le PMI.

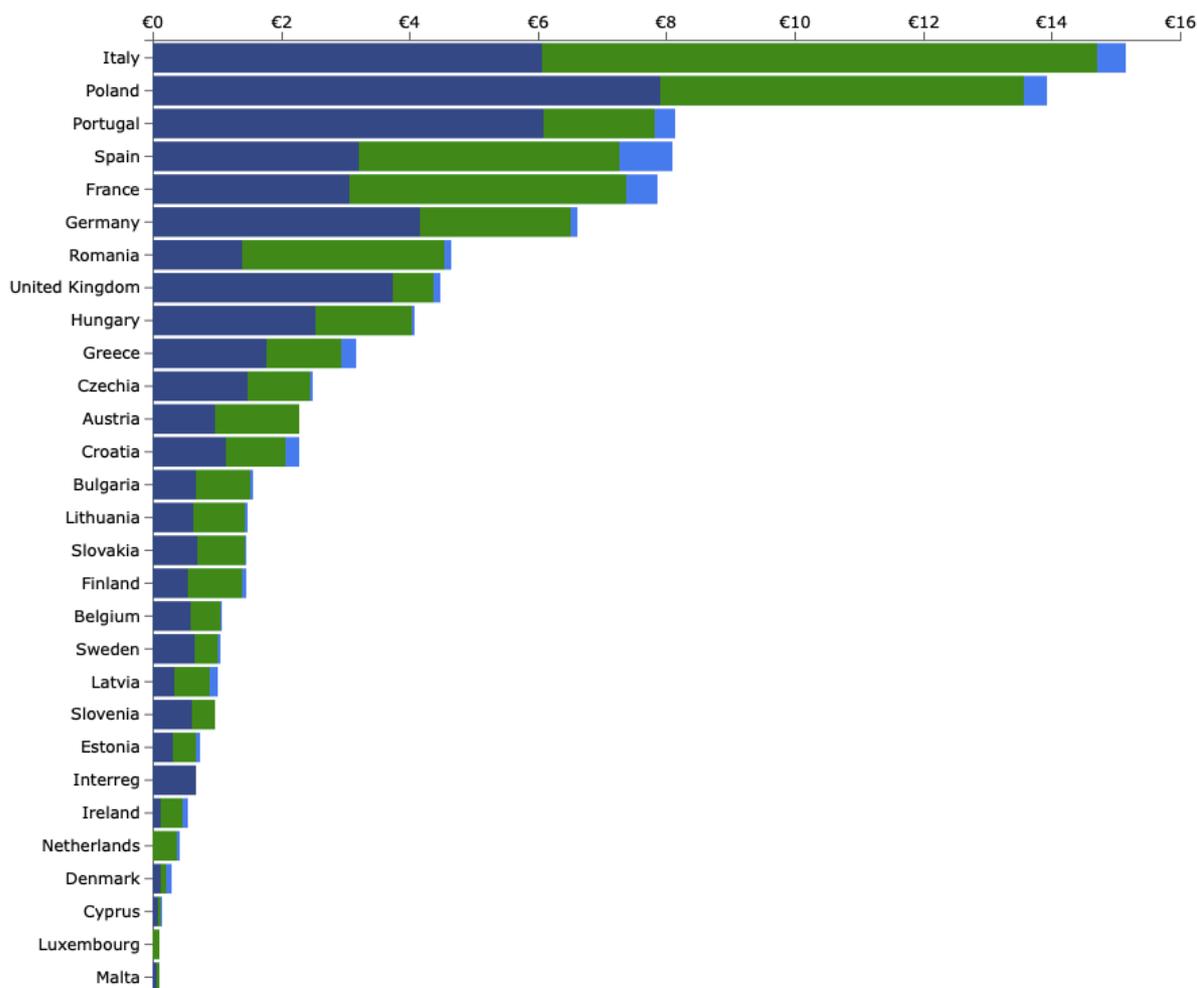
Oltre al FESR l'Unione Europea mette a disposizione delle PMI strumenti specifici per lo sviluppo. In particolare:

- La Commissione Europea eroga sovvenzioni a favore di progetti e organizzazioni che promuovono gli interessi dell'UE;
- Lo strumento di microfinanza del Programma Europeo per l'Occupazione e l'Innovazione Sociale (EaSI) eroga prestiti fino a 25000 euro alle persone che desiderano creare o sviluppare una piccola e media impresa;
- Il Fondo Sociale Europeo (FSE) offre, attraverso la formazione, sostegno alle PMI per migliorare la loro competitività;
- La Banca Europea per gli Investimenti (BEI) offre prestiti alle PMI attraverso il programma LIFE;
- È presente un corso di formazione per i dirigenti che incoraggia le PMI a espandere le loro attività in Giappone e Corea⁴⁶.

Tra il 2014 e il 2020 la maggior parte del sostegno alle PMI da parte dei fondi strutturali europei (SIE) è stato rivolto al raggiungimento dell'obiettivo tematico 3, volto a migliorare la competitività tra le PMI.

La seguente tabella mette in relazione gli stanziamenti totali da parte dell'Unione Europea per ogni Stato e per tipo di fondo di appartenenza.

⁴⁶ Altre possibilità di finanziamento a favore delle PMI, www.ec.europa.eu



(Figura 18, Stanziamenti fondi europei per stato)⁴⁷

Dal grafico possiamo notare che l'Italia rappresenta il Paese europeo che ha più beneficiato di questi fondi, in particolare il fondo maggiormente utilizzato è quello diretto allo sviluppo agricolo e rurale (FEASR) con un ammontare raccolto di più di 8 miliardi di euro, seguito dal Fondo Europeo per lo Sviluppo Regionale (FESR) con più di 6 miliardi di euro, e una parte marginale è rappresentata dal Fondo per gli Affari Marittimi e per la Pesca (FEAMP). In totale dalle PMI italiane sono stati utilizzati più di 15 miliardi di euro⁴⁸.

⁴⁷ Dati rapporto Ue, www.cohesiondata.ec.europa.eu

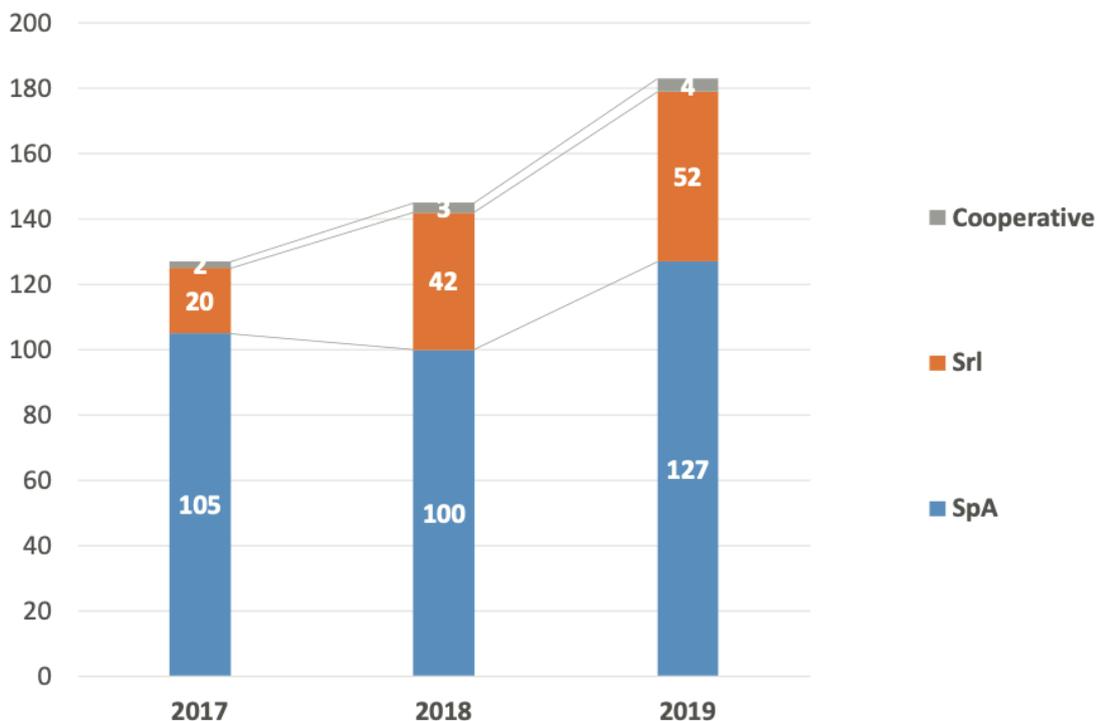
⁴⁸ Dati rapporto Ue, www.cohesiondata.ec.europa.eu

CAPITOLO 3: ANALISI DEL MERCATO ITALIANO DEI MINIBOND

3.1. Le imprese emittenti

I *minibond* rappresentano una delle fonti principali riguardanti la finanza alternativa, sia in Italia sia in Europa. Il mercato è in continua espansione sia dal punto di vista del volume dei capitali che da quello delle imprese che scelgono di finanziarsi tramite l'emissione di titoli di debito.

Al 31 dicembre 2019 le imprese emittenti di *minibond* in Italia risultavano essere 536, tra cui il 58,6% (314) sono PMI. Nel corso dell'ultimo anno le imprese emittenti sono state 183, tra cui ben 19 società hanno compiuto più di una emissione, da qui infatti, deriva che il numero delle emissioni (207) è superiore a quello delle imprese emittenti. Anche il 2019 è stato caratterizzato dalla crescita di questo strumento, poiché nel 2018 le imprese emittenti risultavano essere 145.



(Figura 19, Segmentazione mercato *minibond*)⁴⁹

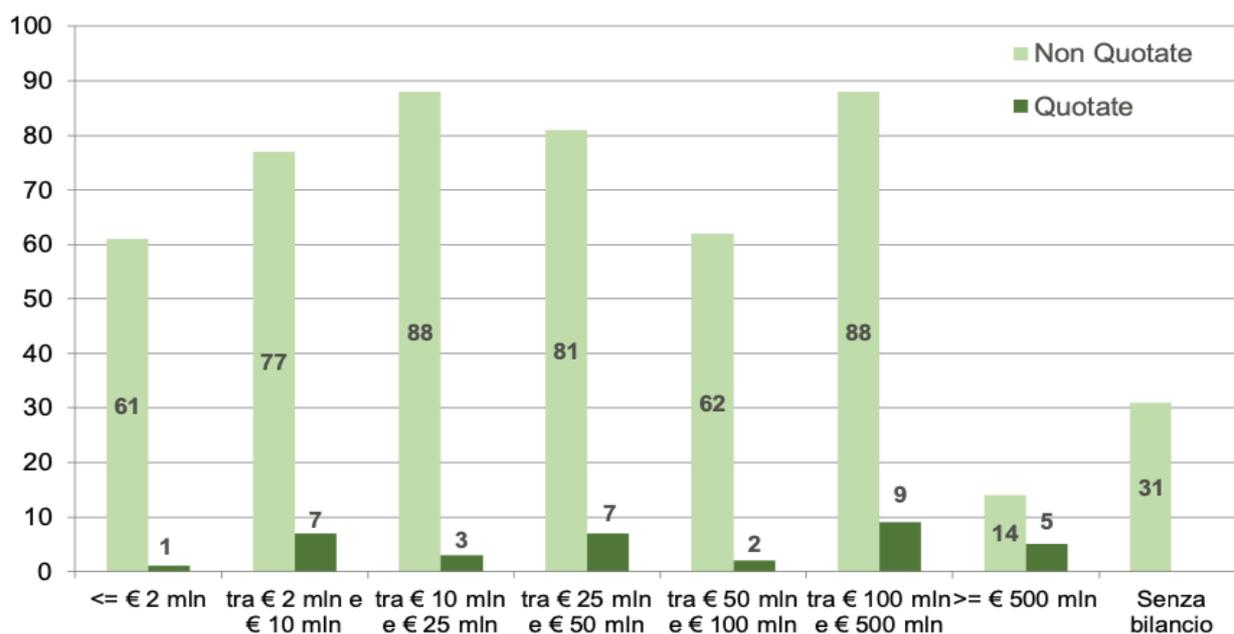
⁴⁹ Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*

Come si può notare dalla figura, la tipologia di società che più ha fatto ricorso all'uso dei minibond è quella delle S.p.A. con 127 imprese, dato che torna a crescere dopo il lieve calo avvenuto nel 2018. Le società a responsabilità limitata (S.r.l) risultano essere 52 confermando il trend di crescita, altro tipo di società che conferma la crescita sono le Cooperative, le quali però sono solamente 4 pari al 2,2% delle imprese emittenti del 2019. La crescita del mercato avviene anche per le imprese che decidono di entrare sul mercato, infatti sono 129 nel 2019 le imprese che decidono di emettere per la prima volta titoli di debito, mentre nel 2018 le imprese che si avvicinavano per la prima volta all'uso di questo strumento erano 101.

Le imprese emittenti sono principalmente PMI, sono 105 infatti le piccole e medie imprese che decidono di utilizzare tale strumento. Tuttavia, la percentuale delle PMI emittenti nel 2019 risulta in diminuzione rispetto al totale delle imprese sia relativamente al 2018 sia al 2017. Infatti, se nel 2017 le PMI rappresentavano il 62,2% delle imprese emittenti, nel 2018 il valore si attestava a circa il 60%, nel 2019 si è confermato il calo risultando il 57,4% delle imprese emittenti che, però, rappresenta comunque la maggioranza del campione.

Tra le 536 imprese emittenti dal 2012 al 2019 il 74,8% è rappresentato da società per azioni, il 23,1% sono società a responsabilità limitata, 1,9% sono cooperative e lo 0,2% sono veicoli esteri di stabili organizzazioni in Italia. In base al fatturato dell'ultimo bilancio prima dell'emissione si può notare come la classe che ha maggior usufruito dello strumento è quella con fatturato compreso tra i 100-500 milioni di euro. Si può notare inoltre che circa 62 imprese avevano un fatturato inferiore ai 2 milioni di euro. Questo dato può risultare in contrasto con i requisiti della Borsa Italiana che indicano un valore minimo di fatturato pari a 2 milioni di euro, quindi escludendo la possibilità di accesso alle microimprese, ma per essere considerati tali le imprese devono rispettare anche altri requisiti come il numero massimo di addetti.

Per 31 imprese infine non sono disponibili bilanci precedenti, esse risultano per la maggior parte società nuove costituite tramite scissioni o ristrutturazioni di *business* esistenti.



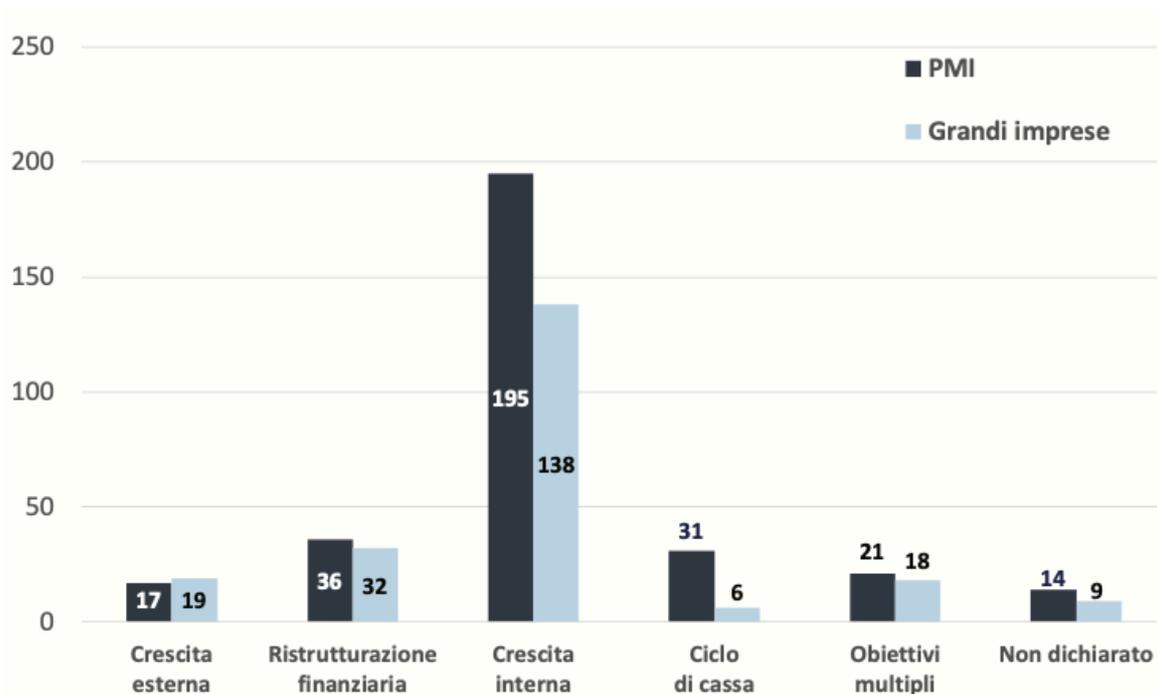
(Figura 20, Ripartizione imprese emittenti per classe di fatturato)⁵⁰

Dal grafico possiamo notare che 34 tra le imprese emittenti al momento dell'emissione dei *minibond* erano già presenti sul mercato con azioni quotate, tra cui 22 risultavano essere quotate sul mercato telematico di Borsa Italiana, 10 erano quotate sull'AIM Italia e 2 su mercati esteri.

Per quanto riguarda il settore in cui le imprese emittenti operano, risulta un aumento costante di tutti i settori, con il settore delle attività manifatturiere che risulta sempre il più rappresentato, aumentano anche il commercio e i servizi di alloggio e ristorazione. Tra le PMI e le grandi imprese sorgono alcune differenze settoriali, infatti le piccole e medie imprese sono rappresentate in modo maggiore nei settori delle costruzioni, servizi di alloggio e ristorazione e nelle attività immobiliari. I settori più rappresentati nelle grandi imprese invece sono quelli delle estrazioni minerarie, del trasporto e nei servizi di informazione.

Le motivazioni che spingono le imprese al collocamento sono principalmente quattro: il finanziamento della crescita interna, ovvero la raccolta per gli investimenti in ricerca e sviluppo o per l'apertura in nuovi mercati; il finanziamento della crescita esterna, ovvero la raccolta di capitale per finanziare l'acquisizione di altre imprese; la ristrutturazione del passivo; il finanziamento del ciclo di cassa operativo.

⁵⁰ Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*



(Figura 21, Motivazioni del collocamento)⁵¹

Distinguendo tra piccole e medie imprese e grandi imprese si evince che per entrambe la motivazione principale che porta al collocamento è quella della crescita interna, seguita dalla ristrutturazione finanziaria. Un dato interessante però risulta essere che mentre per le PMI importante è lo sviluppo del ciclo di cassa (circa in 9%) dovuto alla maggiore difficoltà delle PMI di ottenere capitale dalle banche commerciali. Per le grandi imprese un'importanza maggiore è data alla crescita esterna che rappresenta 8,5% delle grandi imprese emittenti, rispetto al 5% delle PMI.

Alcuni indicatori mostrano l'effetto che l'emissione di *minibond* ha sulle imprese, infatti prendendo in considerazione gli indici della redditività delle imprese il ROA (*Return On Asset*) e il ROE (*Return On Equity*) possiamo notare come questi migliorino prima dell'emissione, la stessa cosa vale per il rapporto tra EBITDA (*Earnings Before Interests Taxes Deoreciation and Amortization*) vendite che indica la marginalità operativa delle imprese. Analizzando poi la leva finanziaria tramite il *leverage ratio* possiamo notare che i valori sono stabili o in diminuzione man mano che ci si avvicina all'emissione.

Oltre ai vantaggi in termini economici che le imprese possono ricavare dall'utilizzo dei *minibond* ci sono anche alcuni fattori derivanti dall'emissioni che possono aiutare maggiormente le imprese, esse infatti riescono ad acquisire maggiori competenze nel mondo della finanza mobiliare, che può

⁵¹Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*

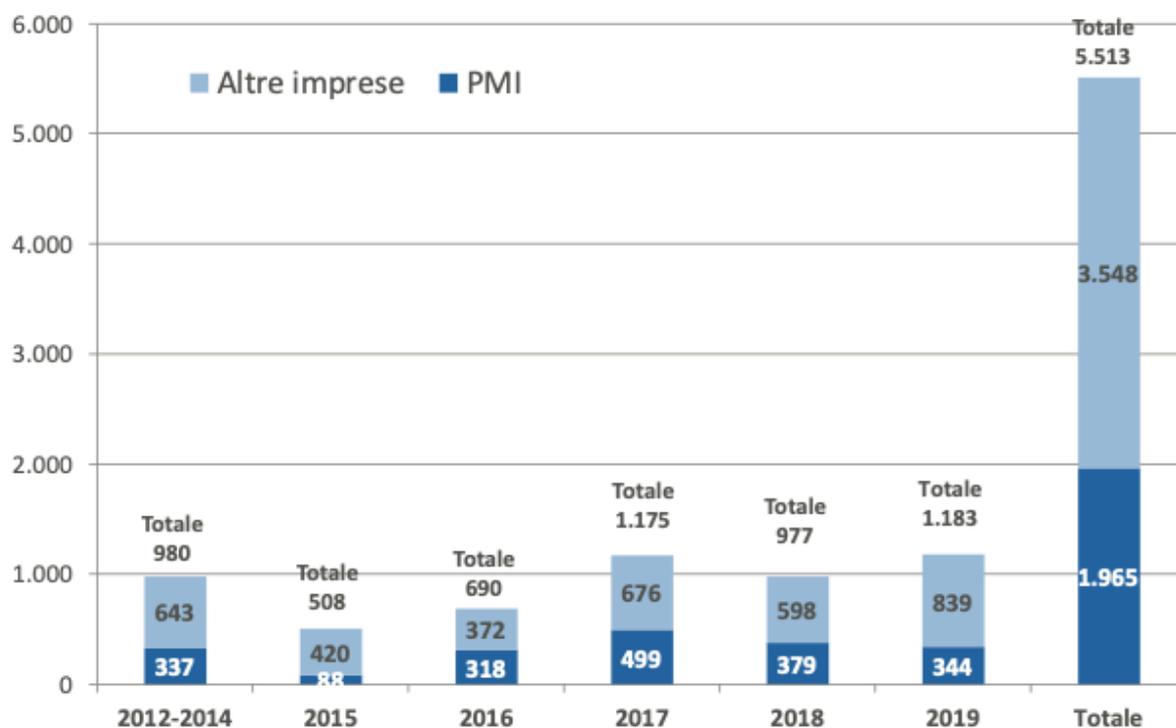
essere utile per successive quotazioni nel mercato borsistico. Inoltre, le imprese riescono ad avere maggior potere verso le banche avendo la possibilità di differenziare le fonti di finanziamento.

3.2 Le emissioni

Nell'arco del 2019 le emissioni di *minibond* sono state 207, un aumento del 24,7% rispetto al precedente anno che aveva registrato 166 emissioni. Dal 2012, anno in cui entra in vigore il Decreto Sviluppo, il totale delle emissioni censite risulta essere 801. Da quell'anno infatti il numero delle emissioni ha subito un aumento costante.

La principale tipologia di strumento utilizzata è quella delle obbligazioni, oltre che, anche se in numero molto minore (3%), anche cambiali finanziarie. Questa tipologia però è diventata sempre più rara, nel 2019 infatti non sono state censite sul mercato alcuna cambiale finanziaria.

Come si evince dal seguente grafico il valore nominale totale raggiunto è di 5,5 miliardi di euro. Soltanto nel 2019 sono stati raccolti circa 1,183 miliardi con un consistente incremento rispetto al 2018 (circa 21%), facendo registrare un nuovo record per di raccolta superando il precedente del 2017 che si attestava a circa 1,175 miliardi.



(Figura 22, Flusso del controvalore di emissioni di *minibond*)⁵²

⁵² Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*

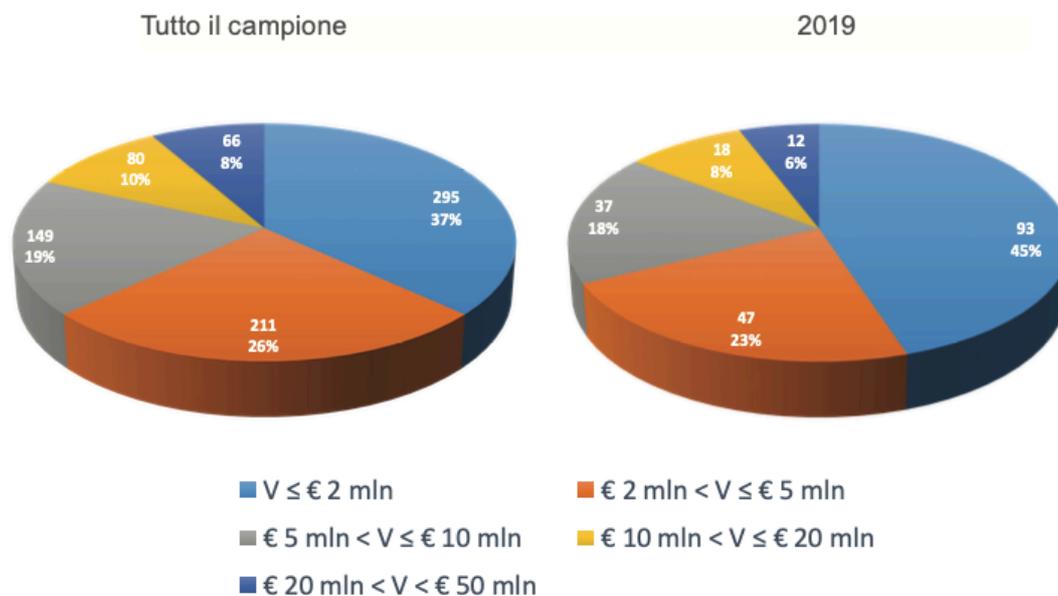
Distinguendo per tipologia d'impresa si nota come la maggioranza del controvalore raccolta è stato raccolto dalle grandi imprese, circa 3,5 miliardi di euro pari al 64,4% del totale, mentre le piccole e medie imprese si fermano a 1,9 miliardi di euro (36,6%), con un valore di 344 milioni che risulta essere in calo rispetto sia al 2017, quando ha raggiunto il record di quasi 500 milioni raccolti, che al 2018.

Inoltre, osservando il controvalore medio delle emissioni si può come nell'ultimo semestre si è raggiunto il minimo dal 2012, dato che conferma la tendenza per le imprese a collocare sempre importi minori. Il totale delle emissioni effettuate dalle PMI sono 451 pari al 56,3% del totale, mentre quelle riguardanti le grandi imprese sono 350 (43,7%). Nel 2019 le emissioni effettuate dalle PMI sono state pari al 57,5% del totale, dato che resta comunque nella media nonostante abbia subito un calo rispetto al precedente anno, nel quale si era registrata una frazione pari al 60,2%. È interessante inoltre notare come il flusso delle emissioni ogni aumenta nel mese di dicembre.

Per le PMI inoltre il valore medio del collocamento dal 2012 al 2019 risulta essere 4,36 milioni contro i 10,13 milioni delle grandi imprese, la media complessiva del valore del collocamento risulta quindi essere pari a 6,88 milioni di euro.

Le emissioni relative a società già quotate in borsa risultano essere una minoranza pari a 76, circa il 9,5% del totale, di cui 16 soltanto nel 2019.

Analizzando il grafico della distribuzione del controvalore delle emissioni si evince che il 26% (211) delle singole emissioni ha un controvalore compreso tra i 2 e i 5 milioni, dato che però diminuisce considerando solamente le singole emissioni nel 2019. La maggior parte delle emissioni (295) pari al 37% del totale ha un valore inferiore ai 2 milioni di euro, questo dato è ulteriormente cresciuto (fino al 45%) se si considerano le emissioni solamente del 2019.



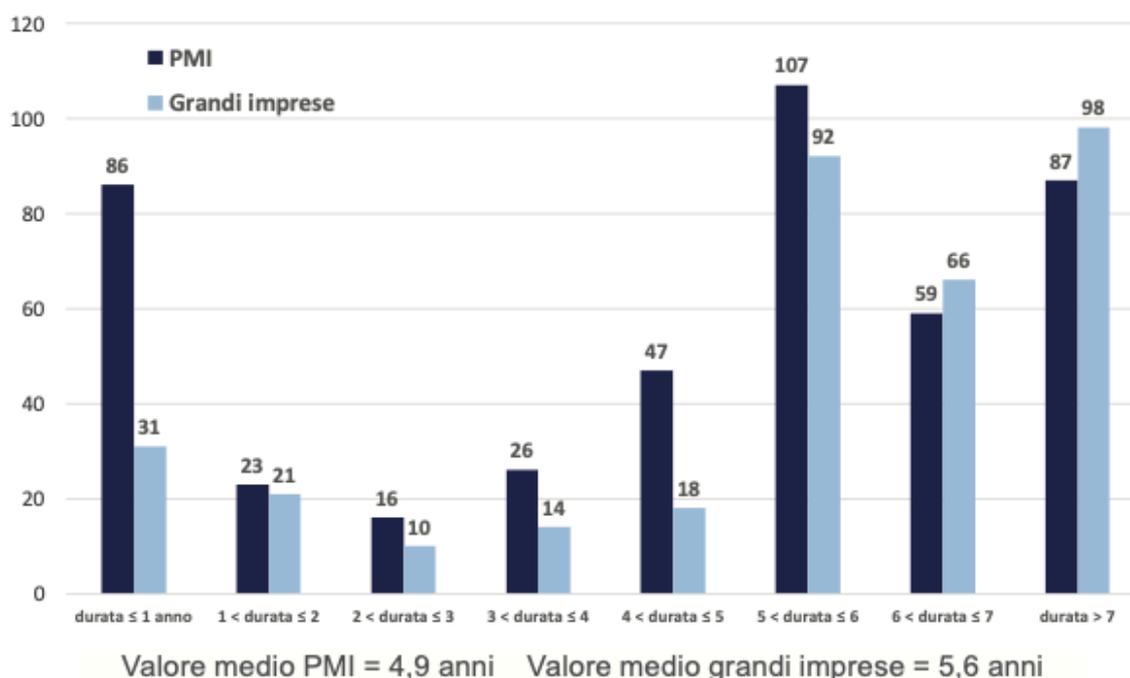
(Figura 23, Distribuzione del controvalore delle singole emissioni)⁵³

La maggior parte dei *minibond*, circa il 53%, non risulta quotata su un mercato borsistico, il 38% risulta invece quotata sul segmento di Borsa Italiana ExtraMOT PRO, mentre solamente il 9% risulta essere quotato su mercati esteri. Considerando però solamente le emissioni del 2019, il dato relativo alle emissioni non quotate sale fino al 68%, facendo calare a sua volta quello delle quotate sul mercato ExtraMOT PRO, rimane invece costante il valore relativo alle quotazioni sui mercati esteri.

Considerando invece la scadenza dei *minibond* presenti sul mercato possiamo notare come la maggior parte ha una scadenza compresa tra i 2 e i 5 anni. Una grande percentuale è rappresentata dalle emissioni con scadenza breve inferiore ad un anno, e da quelle a lunga scadenza superiore ai 7 anni. La scadenza media complessiva è pari a 5,2 anni. Se si considerano le scadenze soltanto negli ultimi anni si può notare come nel 2019 hanno avuto un forte aumento i titoli con scadenza superiore ai 7 anni con una diminuzione di quelli con una durata compresa tra i 6 e i 7 anni.

Analizzando invece le differenze tra le scadenze delle PMI e delle grandi imprese possiamo notare come la scadenza in media per le PMI risulta essere inferiore (4,9) rispetto a quella delle grandi imprese (5,6). Possiamo inoltre notare una netta differenza del numero di emissioni che hanno la durata inferiore a un anno, infatti, le piccole e medie imprese, risultano essere molto presenti in questa fascia. Le grandi imprese infatti preferiscono avere una scadenza più alta quasi trascurando le scadenze inferiori a 4 anni.

⁵³ Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*



(Figura 23, Distribuzione scadenza *minibond*, confronto tra PMI e grandi imprese)⁵⁴

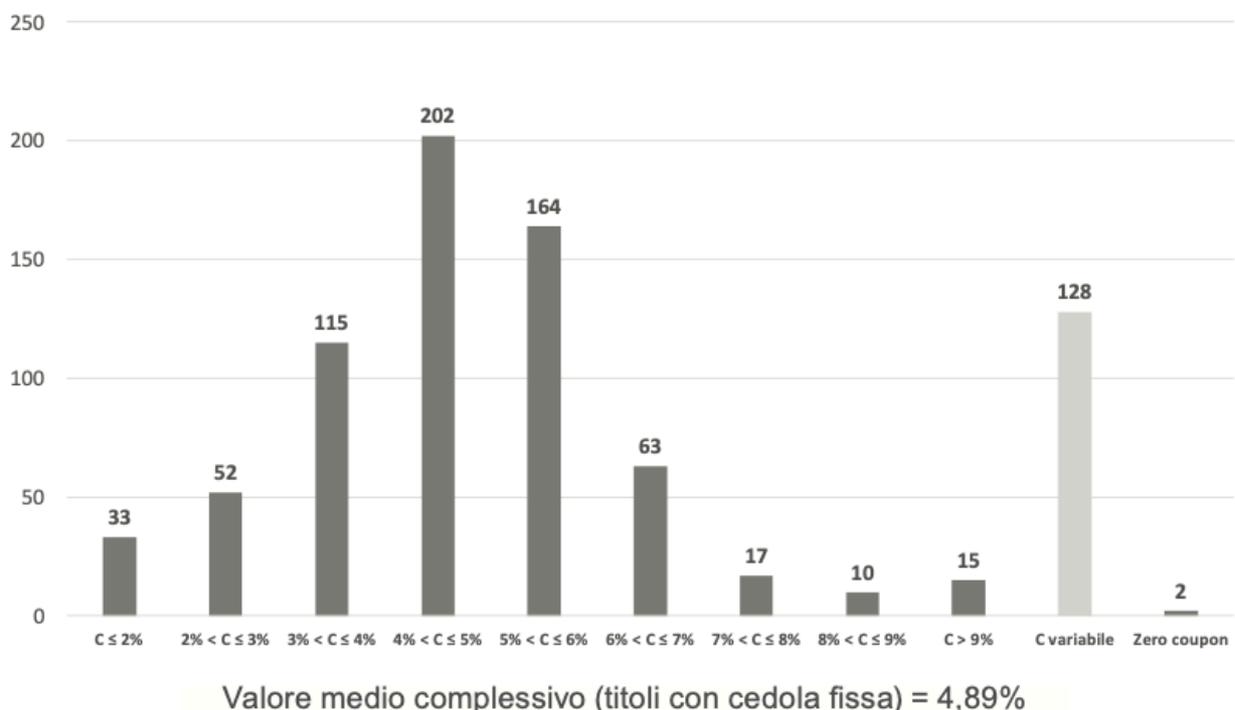
Le modalità di rimborso del capitale dei *minibond* possono essere sia di tipo *bullet* sia di tipo *amortizing*. La modalità maggiormente utilizzata è quella di tipo *amortizing* che consente di ridurre la *duration* dell'investimento e quindi anche il rischio per l'investitore. Un fattore importante che concorre alla determinazione del tipo di rimborso è quello della *maturity*, come possiamo notare infatti, i titoli con scadenza inferiore ai 5 anni sono in prevalenza titoli con rimborso a scadenza (*bullet*), mentre per i titoli che presentano una scadenza maggiore è utilizzato maggiormente il rimborso di tipo *amortizing*. Non solo però la *maturity* aiuta a determinare il tipo di scadenza, infatti, questo dato è rafforzato maggiormente dal fatto che le grandi imprese, che emettono principalmente titoli con scadenza più elevata, preferiscono i titoli con rimborso di tipo *amortizing*, mentre le piccole e medie imprese, che preferiscono i titoli a breve scadenza, quello di tipo *bullet*.

⁵⁴Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*

Modalità di rimborso:	Bullet	Amortizing	n.d.
Tutto il campione	41,6%	57,7%	0,7%
PMI	44,3%	55,2%	0,5%
Grandi imprese	38,0%	60,9%	1,1%
Società quotate in Borsa	48,7%	51,3%	-
Società non quotate in Borsa	40,9%	58,3%	0,8%
Minibond con scadenza inferiore a 5 anni	78,1%	20,9%	1,0%
Minibond con scadenza uguale o > 5 anni	20,6%	78,8%	0,6%

(Figura 24, Modalità di rimborso del capitale)⁵⁵

La remunerazione dei *minibond* avviene attraverso la cedola, questa può essere sia fissa che variabile e indicizzata. La maggioranza dei *minibond* paga una cedola fissa, mentre solamente 128 (16%) paga una cedola variabile. Sono presenti inoltre due titoli del tipo zero coupon, ovvero senza cedole, e nel quale la remunerazione è dalla differenza tra il valore di rimborso del titolo e il prezzo di emissione. Possiamo inoltre notare come la maggior parte valore della cedola è compreso tra il 3 e il 6%, con un valore medio complessivo del 4,89%.



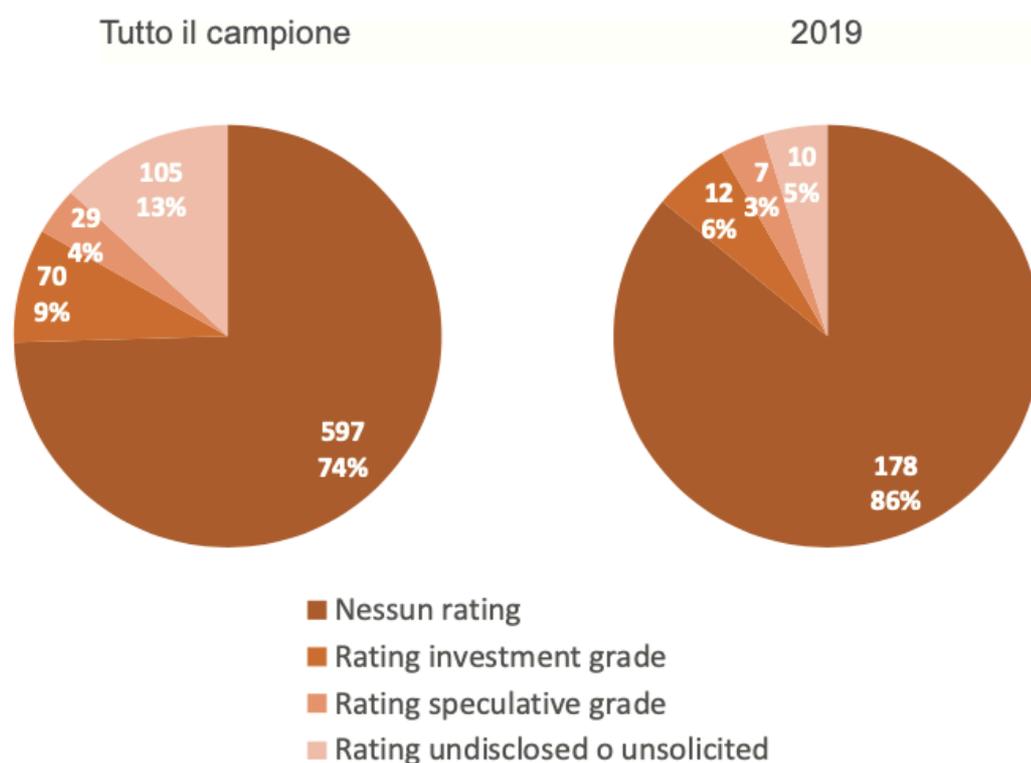
(Figura 25, Distribuzione cedola dei *minibond*)⁵⁶

⁵⁵ Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*

⁵⁶ Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*

Confrontando gli ultimi due anni si può notare come il valore medio della cedola scende dal 5,07% del 2018 al 4,42% del 2019. Nel 2019 infatti rispetto al precedente anno vi è un consistente aumento dei titoli con cedola inferiore al 3% e dei titoli che offrono cedola variabile. Possiamo notare un'ulteriore differenza tra le piccole e medie imprese e le grandi imprese, infatti le grandi imprese rispetto alle altre preferiscono la cedola variabile. Quasi tutti i *minibond* infine sono collocati al valore nominale di 100, ma una minoranza colloca titoli anche sotto la pari.

Un'altra importante caratteristica è quella associata al *rating* delle emissioni, esso infatti, rappresenta un indicatore fondamentale per quanto riguarda il rischio di insolvenza da parte dell'emittente. Il *rating* inoltre può essere pubblico (*disclosed*) o mantenuto privato (*undisclosed*), di solito quando è l'impresa emittente a richiedere il *rating* (*solicited*) questo viene reso pubblico, mentre quando viene richiesto dagli investitori (*unsolicited*) viene mantenuto privato.



(Figura 26, *Rating nei minibond*)⁵⁷

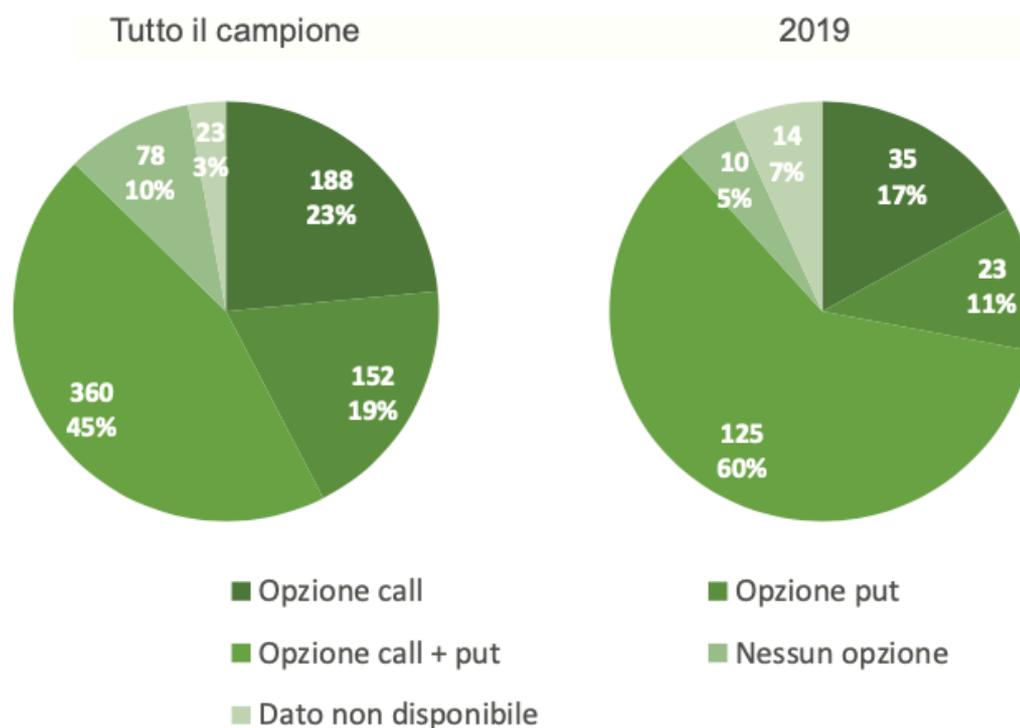
La figura sopra riportata ci mostra come la maggior parte imprese (74%) non è associata ad un *rating*, il dato aumenta ulteriormente se si analizza solamente l'anno 2019. Tra le emissioni associate ad un *rating* abbiamo la maggioranza che sceglie un *rating* non pubblico o richiesto

⁵⁷ Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*

dall'investitore. Il 9% è associata ad *in rating investment grade*, emissione con un basso rischio di insolvenza, mentre solamente il 4% è associato al *rating speculative grade*, ovvero con un maggior rischio di insolvenza da parte dell'emittente. Se consideriamo l'anno 2019 però possiamo notare una cospicua riduzione delle emissioni con *rating* riservato che si attestano solamente al 5% rispetto al 13% di tutto il campione. Un'ulteriore distinzione relativa al *rating* delle imprese è quella associata alla dimensione. Infatti, sono più le grandi imprese che associano alle loro emissioni un *rating*, mentre le piccole e medie imprese, forse anche dovuto al contenimento dei costi di emissione, rinunciano maggiormente alla possibilità di *rating*. Inoltre, per le emissioni delle PMI viene maggiormente associato il *rating speculative grade*, mentre sono poche le imprese di grandi dimensioni a cui viene associato tale *rating*.

Un altro elemento rilevante ai fini della valutazione dell'emissione dei *minibond* è quello relativo alle opzioni con cui è associato. L'emissione di *minibond* può essere associata a due tipi di opzioni, abbiamo infatti i *minibond callable*, ovvero *minibond* associati ad un'opzione *call*, che permette di rimborsare il titolo anche prima della scadenza. Un altro tipo di emissione è quello dei *minibond puttable* che permettono la possibilità del rimborso anticipato a discrezione del possessore.

Dalla figura possiamo notare come la maggioranza delle emissioni (45%) prevede entrambe le opzioni, questo dato continua a salire se si considerano soltanto le emissioni del 2019. I titoli invece che presentano una sola opzione sono soprattutto titoli con opzioni *call*, mentre circa il 10% del totale non è associato a nessun'opzione.

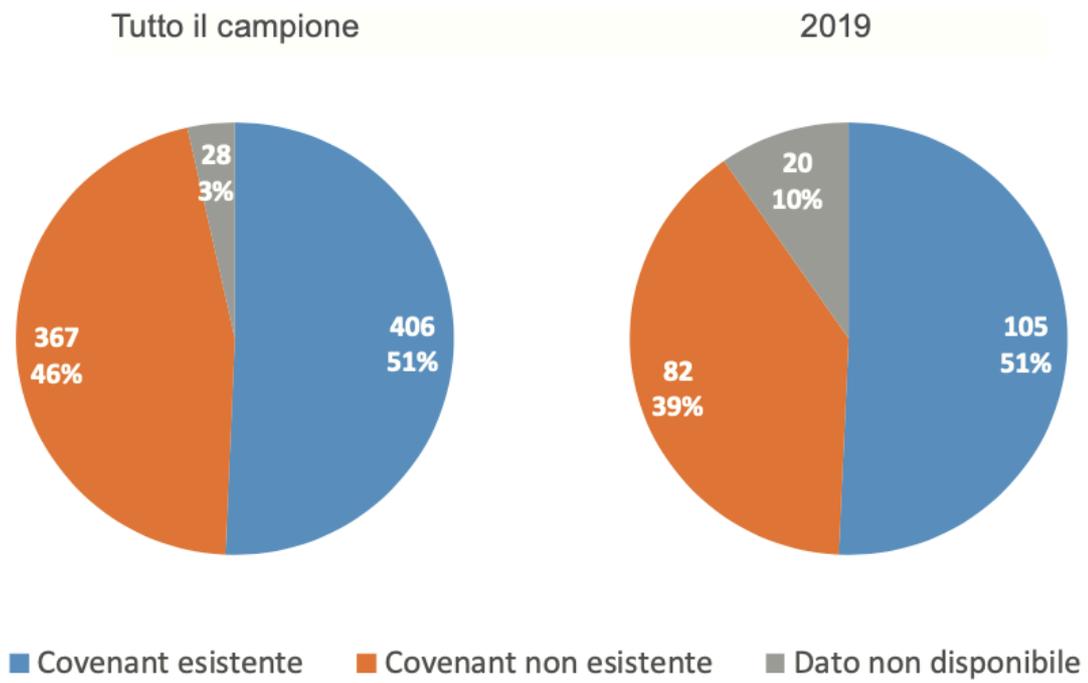


(Figura 27, Presenza di opzioni associate ai *minibond*)⁵⁸

Alcune emissioni inoltre sono accompagnate da determinati *covenant* finanziari, ovvero dei vincoli, posti nel Regolamento dell'emissione, il cui mancato rispetto fa scattare clausole a favore degli investitori. Questi possono essere associati a determinati ratio che l'impresa emittente deve rispettare, come ad esempio il *coverage ratio*, o possono essere anche di natura non finanziaria e quindi essere associati alla struttura dell'azienda. La maggior parte delle aziende, come possiamo vedere dal grafico riportato di seguito, preferisce inserire determinati *covenant* per assicurare e tutelare gli investitori⁵⁹.

⁵⁸ Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*

⁵⁹ Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*



(Figura 28, Presenza di *covenant* finanziari nelle emissioni)⁶⁰

⁶⁰ Politecnico di Milano school of management (2020), *Report italiano sui minibond*

CONCLUSIONI

L'obiettivo di questo elaborato è stato quello di analizzare i metodi con cui le piccole e medie imprese, definite secondo la Raccomandazione della Commissione Europea, possono raccogliere capitale. Esse rappresentano un fattore importante per la crescita e lo sviluppo delle imprese sul territorio, infatti risultano essere la categoria di imprese più consistente e con il maggior numero di occupati su tutto il territorio sia italiano sia europeo. Lo studio è rivolto quindi a tutti gli strumenti con cui le imprese possono far fronte al problema della raccolta di capitale. Sono stati analizzati infatti, sia i metodi definiti "classici" quale l'indebitamento bancario sia quelli "alternativi" ad esso. Il *focus* è rivolto principalmente ai metodi alternativi data la loro importanza grazie ai quali le piccole e medie imprese riescono ad evitare la dipendenza dall'indebitamento bancario che, a seguito della crisi finanziaria del 2008, risulta essere complicato da sostenere.

Lo Stato italiano, data la rilevante importanza economica, sostiene e incentiva lo sviluppo delle piccole e medie imprese attraverso strumenti dedicati dapprima rivolti solamente a *startup* innovative, con il Decreto crescita 2.0 emanato nel 2012, e successivamente estesi alle PMI con la Legge di Stabilità del 2017. Lo scopo è quello di facilitare l'accesso al credito da parte delle imprese che, risulta essere una delle fasi principali del processo produttivo. La gestione del fabbisogno finanziario è infatti il principale problema che devono affrontare le imprese. Esso consente infatti, di determinare le risorse per l'acquisizione dei fattori produttivi che consentono la creazione di valore da parte delle imprese.

Nonostante però i numerosi aiuti come la creazione di un fondo dedicato, il Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese (FGPMI), con il quale le imprese riescono ad accedere più facilmente al credito bancario, la remunerazione del capitale risulta essere molto difficoltosa soprattutto per le imprese di dimensione minore che, rispetto alle imprese di grande dimensione, hanno subito maggiormente gli effetti la crisi finanziaria del 2007 che soprattutto in Italia ha causato una stretta creditizia causando numerose restrizioni dell'offerta di credito da parte delle banche.

L'attenzione quindi viene posta a tutti gli strumenti che le piccole e medie imprese possono utilizzare per superare il problema della remunerazione del capitale ed essere il più possibile indipendenti dalle banche le quali impongono molti limiti sia di costo che di gestione alle imprese.

Questi strumenti finanziari si differenziano tra loro a seconda della forma di finanziamento, è possibile infatti distinguere strumenti che usano la forma di finanziamento tramite debito, il quale però a differenza del debito bancario risulta più facile da gestire, altri che sfruttano lo smobilizzo di fatture e altri ancora sono finanziamenti tramite *equity*. Data la loro praticità sono sempre più le imprese che decidono di finanziarsi tramite questi strumenti alternativi. Inoltre, è stato istituito un mercato non regolamentato dedicato alle PMI e gestito direttamente da Borsa Italiana, in cui le piccole e medie imprese possono quotarsi con un processo di ammissione più flessibile rispetto al mercato borsistico tradizionale. Per le imprese quotate su questo mercato inoltre, vi è la possibilità di quotarsi sul mercato principale con procedure semplificate rispetto ad un accesso diretto.

Per concludere mi sono soffermato sull'analisi del mercato italiano dei *minibond* il quale, mostra come non solo le piccole e medie imprese ma anche le grandi imprese decidono di usufruire di questo strumento per reperire il capitale, risultando un valido strumento alternativo al credito bancario che, oltre a portare capitale all'impresa, ha numerosi vantaggi come l'acquisizione di maggiori competenze nel campo della finanza mobiliare e, un maggior potere verso le banche che consente di differenziare le forma di finanziamento.

L'insieme di questi strumenti infine, favorisce lo sviluppo delle piccole e medie imprese che, potendo contare su differenti metodi di finanziamento, sono sempre meno vincolate al credito bancario.

BIBLIOGRAFIA

- Bofondi M. (2017), *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, BANCA D'ITALIA N.375
- Carrieri R. (2017), *Agevolazioni fiscali PMI*, FINANZA E CREDITO PMI N.2/2017, LUISS.
- Carrieri R. (2017), *Finanziamenti alle PMI per missioni all'estero*, FINANZA E CREDITO PMI N.7/2017, LUISS.
- Ciampi B. (2018), *Le PMI e i Fondi Europei, la sintesi fra sviluppo economico e tutela ambientale*, IL MULINO RIVISTE WEB.
- Esposito L. (2019), *Il crowdfunding, uno strumento alternativo di finanziamento*, RIVISTA BANCARIA-MINERVA BANCARIA N. 1/2019.
- Fenici C. (2017), *Startup e PMI: le novità 2017*, FINANZA E CREDITO PMI N.7/2017, LUISS.
- Lenzi R. (2019), *equity crowdfunding: cosa è necessario sapere prima di investire in startup o PMI innovative*, IPSOA.
- Musso F. (2018), *Per un nuovo modello di supporto alla promozione all'estero delle PMI*, IL MULINO RIVISTE WEB.
- Pagamici B (2017), *Equity crowdfunding per tutte; l'ampliamento alle PMI è previsto dal regolamento Consob emanato il 29 novembre*, ITALIA OGGI SETTE.
- *La settimana fiscale, equity crowdfunding (2019)*, IL SOLE 24ORE.
- Doglio M, Simbula M (2019), *Equity crowdfunding*, IL SOLE24ORE.
- POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT (2019), *4° report italiano sul crowdfunding*.
- POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT (2019), *la finanza alternativa per le PMI in Italia*.
- RAPPORTO CERVED PMI 2019.
- POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT (2020), *6° report italiano sui minibond*.

SITOGRAFIA

- Adonopoulos G. (2019), *Come finanziare una piccola media impresa senza banche*, www.money.it
- Arenaccio G.- Scuriatti M. (2018), *Strumenti di finanziamento alternativi per le imprese: opportunità e prospettive future*, www.dirittobancario.it .
- Commissione Europea (2017), *Accesso delle Piccole e Medie Imprese ai finanziamenti*, www.ec.europa.eu
- Erminerio C.- Este E.-Ricci R. (2018), *Gli strumenti di finanziamento per le Startup e le PMI*, www.odcec.mi.it
- QuiFinanza (2017), *PMI, cresce l'utilizzo di metodi di finanziamento alternativi*, www.quifinanza.it
- Crowdfundingbuzz (2020), *mercato e statistiche equity crowdfunding in Italia*, www.crowdfundingbuzz.it
- P2Plending Italia (2019), *rapporto p2p lending Italia*, www.p2plendingitalia.com
- Crowd-funding (2020), *le definizioni principali del fenomeno crowdfunding*, www.cowd-funding.cloud.it
- Il Sole 24 ore (2019), *PMI, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio?* www.ilsole24ore.com.
- Digital4, *Tutto sulle PMI: novità, normative, consigli e casi studio di PMI in Italia*, www.digital4.biz.
- QuiFinanza (2020), *Tutti i finanziamenti a fondo perduto del 2020*, www.quifinanza.it.
- Definizione di autofinanziamento, Treccani, www.treccani.it
- Definizione *Credit Crunch*, Treccani, www.treccani.it
- Milano Finanza (2020), *PMI italiane, scende l'indice di indebitamento. Meno aziende in perdita*. www.milanofinanza.it
- Finanza per la crescita-*Basket Bond*, www.confindustria.it
- *Invoice trading: cos'è e come funziona*, www.know.cerved.com
- *L'invoice trading in Italia da record* (2019), www.money.it
- *La nuova disciplina del direct lending nel TUF*, www.blblex.it
- Definizione *Blockchain*, www.wikipedia.it
- Definizione *Cripto valuta*, www.borsaitaliana.it
- *Brevi note sulle Initial Coin Offerings*, www.tidona.com

- *Fintech*, www.wikipedia.com
- Definizione *private equity*, www.borsaitaliana.it
- Rapporto sul mercato italiano del *Private equity* e del *venture capital*, AIFI, www.aifi.it
- Che cos'è l'AIM Italia, www.quifinanza.it
- Nasce AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale, www.borsaitaliana.it
- AIM Italia, www.borsaitaliana.it
- AIM Italia, le aziende Tech trainano le nuove quotazioni, www.corrierecomunicazioni.it
- Programma dell'UE per l'occupazione e l'innovazione sociale (EaSI), www.ec.europa.eu
- Competitività delle PMI, www.ec.europa.eu
- Altre possibilità di finanziamento a favore delle PMI, www.ec.europa.eu
- Dati rapporto Ue, www.cohesiondata.ec.europa.eu