



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra Economia dei mercati e degli intermediari finanziari.

**“LE FONTI DI FINANZIAMENTO PER UNA PMI ITALIANA
NEL 2023. ANALISI DEL CONTESTO ECONOMICO E
STRUMENTI DI FINANZA ALTERNATIVA.”**

RELATORE

Chiar.mo Prof.
Francesco Cerri

CANDIDATO

Umberto Murelli
matricola 254211

Anno Accademico 2022/2023

INTRODUZIONE	3
CONTESTO DI RIFERIMENTO	3
OBIETTIVI:.....	6
CAPITOLO 1	6
1.1 L'IMPORTANZA DELLE PMI NEL SISTEMA ECONOMICO NAZIONALE.....	6
1.2 GLI EVENTI DISRUPTIVE DEGLI ULTIMI ANNI E IL CONSEGUENTE SHOCK MACROECONOMICO: COVID, CONFLITTO RUSSO-UCRAINO E DINAMICA INFLAZIONISTICA EUROPEA DAL PUNTO DI VISTA PMI.....	9
1.3 LE QUATTRO SFIDE CHE LE PMI DOVRANNO AFFRONTARE NEL MEDIO TERMINE.	13
1.4 IL RUOLO DELLA PRO-ATTIVITÀ AZIENDALE NEL RENDERE PIÙ EFFICACI LE INIZIATIVE PUBBLICHE.	15
CAPITOLO 2	16
2.1 PRINCIPI DI COMPOSIZIONE DELLA STRUTTURA FINANZIARIA: IL CONTRIBUTO DI MODIGLIANI-MILLER..	16
2.2 STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI ITALIANE: COME LE CARATTERISTICHE DISTINTIVE CONDIZIONANO LE SCELTE DI FINANZIAMENTO.....	26
2.3 IL FINANZIAMENTO TRAMITE IL CAPITALE DI RISCHIO: PRO E CONTRO.	28
2.4 IL FINANZIAMENTO TRAMITE EMISSIONE DI DEBITO: PRO E CONTRO.....	29
2.4.2 IL PRESUPPOSTO PER POTERSI INDEBITARE	30
2.5 FATTORI DA TENERE IN CONSIDERAZIONE.	32
2.5.1 FASE DI SVILUPPO DELL'AZIENDA:	32
2.5.2 CONDIZIONI MACROECONOMICHE:	33
2.5.3 COSTI:	34
2.5.4 VELOCITÀ:	34
2.5.5 LE NECESSITÀ DELL'IMPRESA:	35
2.5.6 FISCALITÀ:	39
CAPITOLO 3	40
3.1 LA FINANZA COMPLEMENTARE (O ALTERNATIVA) IN ITALIA	40
3.2 I MINIBOND	43
3.2.1 COSA SONO?	43
3.2.2 CONVIENE UTILIZZARLI?	46
3.2.3 MODALITÀ DI EMISSIONE E TEMPSTICHE.....	49
3.2.4 I PRINCIPALI VANTAGGI E LE OPPORTUNITÀ	51
3.2.5 L'UTILIZZO DELLA TECNOLOGIA BLOCKCHAIN	52
3.3 BASKET BOND	54
3.4 CROWDFUNDING	57
3.4.1 COSA È?.....	57
3.4.2 I PUNTI CHIAVE NELLO SVILUPPO DI QUESTA TECNOLOGIA.....	59
3.5 IL RAPPORTO TRA IL CREDITO BANCARIO E LA FINANZA COMPLEMENTARE	60
3.7 GLI STRUMENTI A DISPOSIZIONE	61
3.7.1 TRANSIZIONE SOSTENIBILE:.....	61
3.7.2 EDUCAZIONE FINANZIARIA E APPROCCIO AGLI STRUMENTI DI FINANZA INNOVATIVA:	65
CONCLUSIONI.....	66
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	69

INTRODUZIONE

a)

Contesto di riferimento:

Le piccole e medie imprese italiane (PMI), fondamentali per l'economia della nazione e più in generale europea, operano in uno scenario in rapido cambiamento che negli ultimi anni ha richiesto grandi capacità di resilienza ed adattamento.

Infatti eventi come la pandemia e il conflitto russo-ucraino che hanno richiesto l'utilizzo di politiche monetarie differenti, hanno modificato il contesto rendendo difficoltoso per le imprese operare.

Nel periodo 2020-2021, in tutti i principali paesi, si è assistito a una politica monetaria accomodante ed espansiva, le autorità monetarie hanno implementato straordinarie misure espansive al fine di assicurare un adeguato livello di liquidità sui mercati, sostenere l'accesso al credito per famiglie e imprese, nonché stimolare la domanda di beni, servizi e investimenti.

Nel 2022-2023, invece, a partire dalla la politica monetaria è diventata particolarmente restrittiva, con lo scopo principale di combattere l'inflazione. Ciò ha ulteriormente modificato gli equilibri economici e influenzato pesantemente i costi di alcuni fattori cruciali nelle catene produttive, l'energia in primis.

Per le PMI dunque si pongono nuove sfide che coinvolgono molti aspetti e fissano nuovi obiettivi funzionali a garantire la solidità necessaria alla longevità aziendale ed a sostenere la competizione internazionale sempre più intensa.

La difficoltà di accesso al credito, in particolar modo quello bancario, che è il canale principale di approvvigionamento, rappresenta una delle problematiche più diffuse tra questa tipologia di imprese; gli intermediari finanziari devono adeguarsi alle normative dell'Unione Europea in materia di gestione del rischio e stanno imponendo alle aziende che richiedono finanziamenti di rispettare criteri e parametri sempre più rigorosi.

Prima di entrare nel merito della trattazione, è importante definire in modo specifico il perimetro di analisi definendo le piccole e medie imprese:

A livello legislativo, per farlo, si parte dalla Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE che detta i parametri per distinguere tra micro, piccole e medie imprese:

- **micro impresa**, meno di 10 addetti e fatturato annuo o totale di bilancio annuo inferiore a 2 milioni di euro;
- **piccola impresa**, tra i 10 ed i 49 addetti e fatturato annuo o totale di bilancio annuo inferiore a 10 milioni di euro;
- **media impresa**, tra i 50 ed i 249 addetti e fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio inferiore a 43 milioni di euro.¹

Partendo da parametri della commissione europea, viene emesso **il DM del 18/04/2005** al fine di fornire chiarimenti in merito alle modalità di applicazione dei criteri da utilizzare per il calcolo della dimensione delle imprese, nell'Art. 2 viene esplicitamente definito il concetto di PMI:

1. La categoria delle **microimprese**, delle **piccole imprese** e delle **medie imprese (complessivamente definita PMI)** è costituita da imprese che:

a) hanno meno di 250 occupati, e b) hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

I due requisiti di cui alle lettere a) e b) dei commi 1, 2 e 3 **sono cumulativi**, nel senso che tutti e due devono sussistere.

Nella letteratura utilizzata da questa tesi però, le microimprese vengono nella maggior parte dei casi escluse dalla definizione appena citata al fine di evidenziare l'impatto che le imprese aventi un numero di dipendenti compreso tra 10 e 249 genera in Italia.

Nel caso in cui si presentasse l'eventualità di citare dati relativi alla definizione più ampia, sarà mia cura specificarlo.

¹ Fonte: gazzetta ufficiale

Il range di settori in cui operano le PMI è molto ampio e allo stesso modo diverse sono le modalità e le mentalità con le quali vengono amministrate. La maggior parte infatti sono costruite intorno alla figura di un singolo imprenditore o di pochi soci che la gestiscono, non hanno al loro interno figure specializzate nel management e utilizzano come fonte principale di finanziamento il reinvestimento dei profitti e il prestito bancario tradizionale, frequente è anche la carenza di educazione finanziaria; altre imprese al contrario sono portatrici di grande innovazione.

In generale queste imprese giocano un ruolo importante sia all'interno che all'esterno della nazione, generando molti posti di lavoro dislocati in maniera capillare in tutto il territorio ed esportando la cultura del made in italy grazie alla qualità dei prodotti e dei servizi offerti ai consumatori, apprezzata in tutto il mondo.

La competizione internazionale però è sempre più forte e per rimanere in gara l'accesso ai capitali, particolarmente difficoltoso in questo periodo, è un fattore determinante per garantire stabilità nel futuro e per sostenere la crescita.

Per le PMI tutto quei fattori che potrebbero facilitare il reperimento di capitali rappresenta un obiettivo da perseguire sin dal breve termine; è interessante notare come tutte le tematiche trattate in questa parte introduttiva, come sostenibilità, educazione finanziaria, digitalizzazione ed accesso al credito siano profondamente interconnesse l'una con l'altra.

Le fonti tradizionali di finanziamento a causa delle politiche restrittive e del credit crunch non rappresentano l'unica via percorribile, il mondo della finanza innovativa si sta sviluppando notevolmente e la quantità di strumenti a disposizione delle imprese aumenta di giorno in giorno, la carenza di competenze a riguardo rappresenta un grande ostacolo che può essere superato grazie alla collaborazione da parte dello stato, così da permettere a queste imprese di accedere a capitali provenienti anche da investitori privati.

I comportamenti ricorrenti utilizzati dalle PMI, condizionati dalla cultura imprenditoriale dei decenni passati risultano sempre meno applicabili, ad esempio il ricorso quasi totale all'autofinanziamento o ai tradizionali finanziamenti bancari risulta più difficoltoso, quindi risulta importante sfruttare lo stimolo dato dagli shock degli

ultimi anni per fare un passo in avanti e sviluppare una mentalità aperta alla possibilità di differenziare le fonti di finanziamento inserendo anche quelle più innovative a volte più rapide, meno costose e ottenibili più facilmente rispetto a quelle tradizionali.

b)

Obiettivi: Il presente progetto di tesi ha l'obiettivo di provare a definire quali sono le fonti di finanziamento per una PMI italiana; per fare ciò, nell'elaborato, si cercherà di dare una risposta alle seguenti domande:

- Quali sono i principali fattori da tenere in considerazione per prendere le decisioni relative al reperimento di capitali?
- Quali sono gli strumenti che il sistema mette a disposizione delle PMI, questi strumenti sono facilitatori dell'attività di impresa? Nello specifico, in che modo lo stato potrebbe agire per facilitare il finanziamento delle PMI? Alla luce delle innovazioni in campo finanziario, qual è il ruolo degli intermediari finanziari e come evolverà nel tempo?
- Per la stessa finanza alternativa questo periodo storico rappresenta un banco di prova, se le condizioni economiche dovessero peggiorare ulteriormente cosa succederebbe a questi strumenti? Verrebbero utilizzati sempre di più o no? Quali sono gli strumenti alternativi che possono essere utilizzati per finanziarsi?

CAPITOLO 1

1.1 L'importanza delle PMI nel sistema economico nazionale.

Queste realtà svolgono un ruolo cruciale nell'economia italiana e sono considerate il motore trainante della crescita e dell'occupazione nel paese; la loro importanza si evidenzia sotto una molteplicità di aspetti.

In primis rappresentano una fonte significativa di creazione di posti di lavoro dislocati in tutto il territorio nazionale, di conseguenza la presenza di queste attività crea indotto anche nelle comunità più piccole sostenendole sia a livello economico sia a livello sociale ed evitando dunque un accentramento delle attività imprenditoriali ancora più forte verso i grandi centri urbani.

Inoltre le PMI rappresentano una parte consistente del prodotto interno lordo nazionale (circa il 41% secondo studi effettuati nel 2022), operando in un'ampia varietà di settori e industrie che vanno dalla manifattura ai servizi contribuendo così alla diversificazione dell'attività economica del paese e svolgendo un ruolo chiave nell'innovazione e nella competitività.

Spesso infatti le imprese di dimensioni contenute presentano modelli organizzativi orizzontali più agili e flessibili rispetto a quelli caratterizzanti le grandi aziende; questo permette loro di adattarsi rapidamente alle nuove tendenze del mercato e di rispondere in modo più efficiente alle esigenze dei clienti.

Infine essendo attive nel mercato globale si fanno promotrici del Made in Italy; le PMI esportatrici sono 50.300 secondo i dati Sace più recenti e rappresentando quasi la metà dell'export totale italiano, nello specifico circa il 46% che vale 219 miliardi di euro e registra una crescita media annua nel periodo che va dal 2017 al 2021 del 2,7%.

Per meglio comprendere il peso delle Piccole e Medie Imprese all'interno del quadro economico e produttivo italiano bisogna osservare i numeri. Su 4,4 milioni di imprese attive in Italia, le microimprese con meno di 10 addetti sono quelle numericamente più importanti, rappresentando il 95,13% del totale, contro un 0,09% di grandi imprese. Le piccole e medie sono invece circa 211mila, vale a dire il restante 4,78% del tessuto imprenditoriale italiano.²

² Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

E' interessante osservare come si distribuiscono queste realtà nel territorio nazionale e come gli eventi degli ultimi anni hanno influito diversamente sul numero di aziende attive nelle varie zone.

La figura 1 mostra i trend della numerosità delle PMI per macro area relativi al 2022, dati più recenti non sono ancora disponibili.

Il grafico mostra come il numero delle PMI del Nord Italia subisca sistematicamente variazioni contenute e segua una tendenza stabile ed al contrario evidenzia come, nel Mezzogiorno, la tendenza sia più variabile e come queste imprese reagiscano in maniera più rapida, rispetto alle altre aree, nei momenti di ripresa.

Dopo la contrazione pandemica del 2020, si è osservato un ritorno alla crescita del numero di PMI in tutto il territorio nazionale. In base agli ultimi dati demografici, si stima per il 2021 un numero pari a 163.551 aziende attive, il 4,2% in più rispetto al 2020 e il 2,3% in più rispetto al 2019. Secondo gli studi Sace, le piccole imprese sono numericamente più volatili delle medie e ciò si riflette in contrazioni più ampie in periodi di crisi e in aumenti più forti in periodi positivi per l'economia.

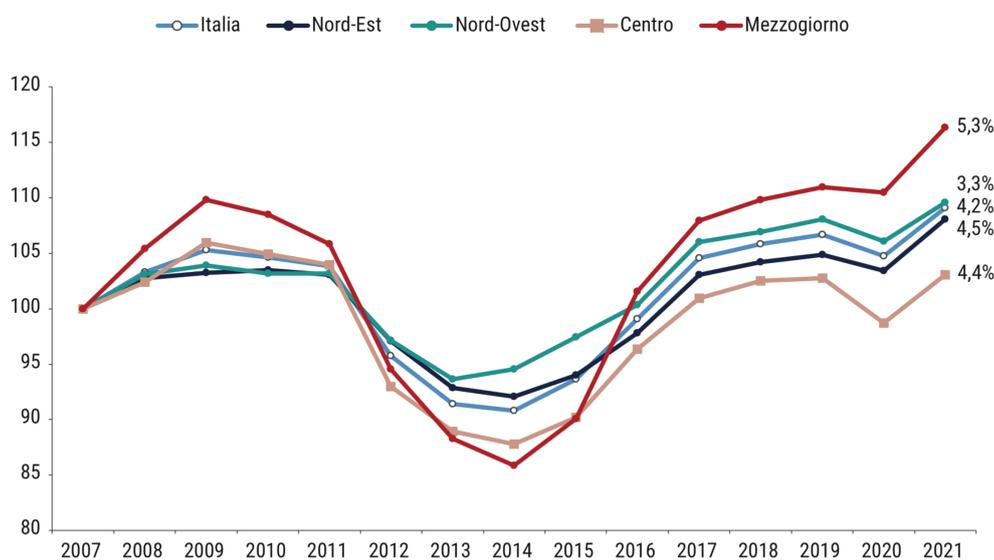


Figura 1: Andamento del numero di PMI, 2007-2021; numeri indice (2007=100) e var. % 2021/2020. @Rapporto Regionale PMI 2023 curato dall'Area "Affari Legislativi, Regionali e Diritto di Impresa" di Confindustria e da Cerved

1.2 Gli eventi disruptive degli ultimi anni e il conseguente shock macroeconomico: Covid, conflitto russo-ucraino e dinamica inflazionistica europea dal punto di vista PMI.

Covid-19:

La pandemia ha avuto un impatto devastante sull'economia italiana, le misure restrittive hanno portato a una netta contrazione dell'attività economica, colpendo settori cardine per l'Italia.

La maggior parte delle PMI si sono trovate ad affrontare una significativa caduta delle vendite e una conseguente diminuzione delle entrate.

L'accesso al credito è diventato problematico a causa della maggiore incertezza economica e le imprese più vulnerabili hanno riscontrato grandi difficoltà nel sostenere i propri costi e mantenere l'occupazione.

I policy makers grazie all'esperienza maturata nelle precedenti crisi economiche sono riusciti ad attutire l'effetto di questa improvvisa mancanza di liquidità per le PMI con fondi ad hoc e aiuti fiscali, nonostante ciò l'impatto di questo cigno nero sulle imprese italiane è stato rilevante e verrà analizzato successivamente.

A distanza di circa due anni è però possibile riscontrare anche degli effetti positivi derivati dalle capacità di resilienza e di sopravvivenza che la pandemia ha generato nelle aziende.

L'esempio più eclatante è quello relativo ai processi di digitalizzazione sviluppati per necessità durante il Covid, ma che poi, anche una volta rientrato lo stato di emergenza si stanno rivelando irrinunciabili per molte imprese.

Guerra in Ucraina:

Il conflitto Russo-Ucraino scoppiato improvvisamente nel Febbraio 2022 ha riportato l'instabilità geopolitica nel continente europeo influenzando il commercio internazionale e le catene di approvvigionamento, già reduci dagli effetti del Covid 19.

“Il mix di sanzioni economiche, tensioni sulla logistica, ritardo nelle consegne, crescita vertiginosa dei prezzi delle materie prime energetiche, industriali e alimentari quali

effetti del conflitto in corso si ripercuote sulle catene produttive delle aziende italiane, soprattutto nel settore manifatturiero. Si pensi, per esempio, che l'impennata delle quotazioni di gas e petrolio, commodity che mostrano a oggi i maggiori rincari, hanno generato un aumento dei costi di produzione che si è tradotto in un'improvvisa compressione dei margini operativi per molte imprese" spiega **Giovanni Rallo, direttore generale di Finlombarda Spa.**

Le PMI coinvolte nell'export verso i mercati interessati hanno sperimentato ritardi nelle spedizioni e interruzioni delle forniture; inoltre il deterioramento delle relazioni commerciali con alcuni paesi ha comportato la perdita di importanti mercati di esportazione.

Questo clima di incertezza generato dalla guerra ha influenzato la fiducia degli imprenditori e degli investitori che risultano spesso riluttanti ad investire in nuove attività o espandersi verso mercati esteri, in particolare in un mercato come quello italiano così dipendente dalle materie prime russe.

Inflazione e Aumento dei Tassi di Interesse della BCE:

L'economia europea è molto sensibile alle variazioni nei prezzi delle materie prime, questa dipendenza in tandem con i rallentamenti nelle catene di approvvigionamento sta spingendo la BCE a un importante rialzo dei tassi, che si ripercuote sul costo dei finanziamenti alle imprese e, quindi, sul credito richiesto, su quello concesso e sul volume degli investimenti.

Il 27 luglio 2023 è stato annunciato dalla BCE il nono rialzo negli ultimi 12 mesi per un totale di 425 punti base e con previsioni di ulteriore crescita. Nella giornata del 25 agosto 2023 al simposio economico di Jackson Hole, la presidente della banca centrale europea ha ribadito l'orientamento della politica monetaria dell'eurozona spiegando come la lotta all'inflazione non è ancora vinta e che l'obiettivo prefissato è quello di riportare nel medio termine l'inflazione al 2% poiché la stabilità dei prezzi è considerata un pilastro di un ambiente economico favorevole agli investimenti.

L'inflazione a luglio ha registrato una diminuzione, passando dal 5,5% di giugno al 5,3%. Assodato quindi che i tassi resteranno elevati ancora a lungo con una conseguente ed ulteriore frenata della domanda, dei consumi e degli investimenti, la stabilità finanziaria non migliorerà. Ciò unito alle notizie relative ad altre nazioni europee come la Germania e l'Olanda in difficoltà all'ipotesi di un rischio recessione in autunno nell'eurozona che potrebbe ripercuotersi in particolar modo sulle PMI italiane che trovano nell'export buona parte del loro fatturato.

E' interessante analizzare come il rialzo da parte della Banca Centrale Europea si rifletta Top-Down sulle PMI.

Il rialzo dei tassi che la BCE impone alle banche dell'area euro, innalza il loro costo del denaro, per rendere il business delle banche sostenibile esse sono costrette a prestare ad un tasso di interesse maggiore alle imprese dell'area euro che devono quindi gestire questo costo nei loro bilanci o cercare nuove forme di finanziamento che rappresentano l'obiettivo di ricerca di questa tesi e che verranno analizzate nel dettaglio nei prossimi capitoli.

Specialmente nell'ambito PMI, poiché più vulnerabili rispetto alle grandi aziende e con più difficoltà nel reperire capitali, questo raffreddamento dell'economia sta creando difficoltà, ad esempio le realtà con un'elevata esposizione ai prestiti a tasso variabile o scadenze a breve riscontrano difficoltà nel gestire i rimborsi dei debiti.

Di seguito è inserito un grafico aggiornato ad agosto 2023 che confronta l'andamento della dinamica inflazionistica e quello dei tassi BCE.

Inflazione Area Euro e Tassi BCE dal 2012 al 2023

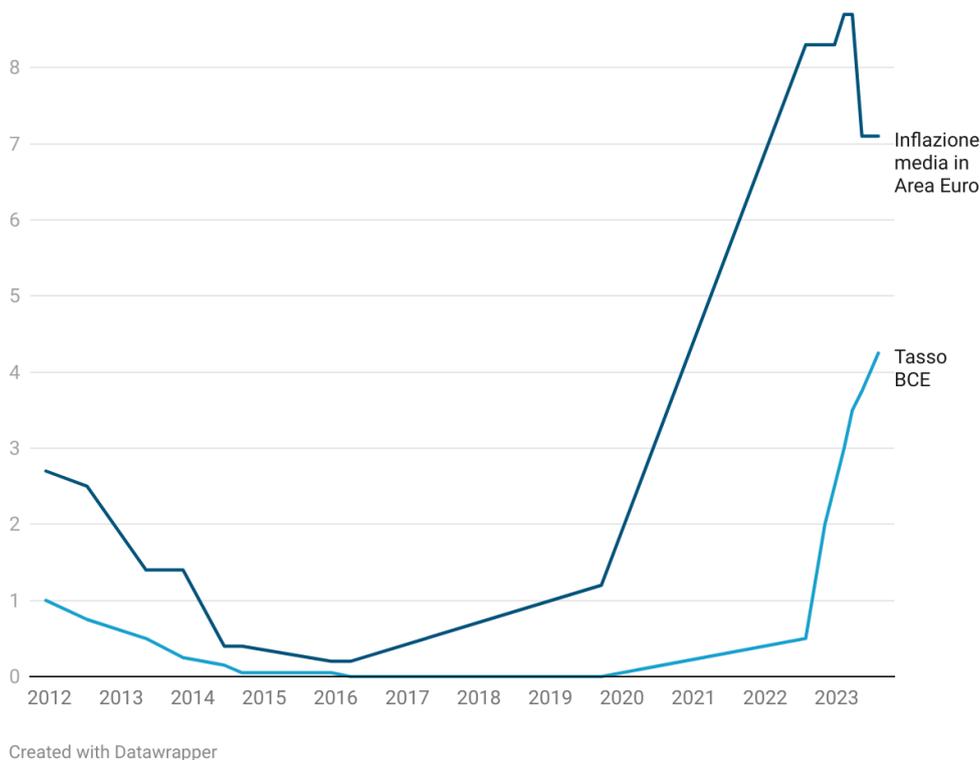


Figura 2: Grafico realizzato da Umberto Murelli

Calcolando il tasso di inflazione dall'inizio del 2022 si evince che l'economia europea è stata esposta ad un tasso di inflazione medio del 7,8%, questo crea inefficienza nel sistema economico che è costretto a rispondere allo sconvolgimento causato dalla stessa e ad adattarvisi.

Inoltre bisogna tenere in considerazione un ulteriore fattore di instabilità ovvero il fatto che la BCE si trova a dover trovare un compromesso che soddisfi le situazioni eterogenee che caratterizzano le varie nazioni europee, ad esempio al momento di scrittura di questo progetto di tesi la Spagna mostra già un dato inflazionistico che si aggira intorno al 2%. Ciò che significa che la banca centrale non può applicare soluzioni ad hoc per ogni nazione europea e con una politica di aumenti ulteriori dei tassi rischia di provocare effetti diversi di paese in paesi.

1.3 Le quattro sfide che le PMI dovranno affrontare nel medio termine.

Definito il contesto in cui operano attualmente le PMI italiane e compreso il ruolo chiave che ricoprono nel sistema economico nazionale, è possibile fare un'ulteriore passo avanti analizzando i 4 fattori che saranno con grande probabilità determinanti per garantire in primis la sopravvivenza e poi il successo nel medio-lungo termine per queste realtà.

E' fondamentale che questi vengano interpretati nel presente come 4 sfide profondamente interconnesse l'una con l'altra e da perseguire quindi con una visione ampia e unitaria.

1. Sostenibilità ambientale
2. Accesso ai capitali
3. Prevenzione delle crisi
4. Competitività internazionale

La componente ESG (1) sta diventando un requisito fondamentale per accedere alle fonti finanziarie, la motivazione principale è che le normative europee impongono alle banche regole stringenti di risk management (3), per cui queste si trovano a dover utilizzare criteri di valutazione attenti alle dinamiche della sostenibilità ambientale nella scelta dei propri investimenti (2). Il rischio che emerge per una PMI che non si muove in questa direzione è quello di restare tagliata fuori dai mercati dei capitali o di dover sopportare un maggiore costo per accedervi, ciò comporterebbe una grande limitazione nelle prospettive di crescita aziendali e quindi nella possibilità di competere a livello internazionale (4).

Tra i principali vantaggi derivanti dalla transizione ecologica (con effetti positivi anche sugli altri obiettivi elencati) si evidenziano i seguenti:

1. Opportunità di business sostenibili: La transizione ecologica crea opportunità per le aziende di inserirsi in supply chains sostenibili, permettendo loro di essere parte di

soluzioni responsabili. Le aziende che non adottano pratiche sostenibili rischiano di essere escluse da queste catene di approvvigionamento, nonostante eccellenti performance produttive o tecnologiche.

2. Orientamento delle nuove generazioni: Le future generazioni sono sempre più sensibili all'acquisto di prodotti e servizi sostenibili. Sono disposte a pagare un prezzo maggiore per beni che rispettino l'ambiente e la società e preferiscono lavorare per aziende che incarnano autenticamente la sostenibilità. Questo orientamento si riscontra anche dal lato degli investitori nel fenomeno chiamato **“greenium”** che permette un costo inferiore di finanziamento per aziende che emettono obbligazioni o altri strumenti finanziari legati a progetti e iniziative sostenibili.

Questo fenomeno può essere spiegato dalla percezione che le aziende impegnate in pratiche sostenibili siano meno esposte a rischi futuri, come regolamentazioni ambientali più rigorose o controversie legali legate alla sostenibilità, ciò spinge gli investitori a richiedere un rendimento meno elevato a fronte di un minor rischio sobbarcato.

Inoltre investitori coscienti mossi da principi etici potrebbero accettare un rendimento inferiore a fronte di un reale impegno verso le tematiche green.

“Tanto il mercato quanto regole sempre più stringenti impongono anche alle piccole imprese un cambio nei propri processi, che a loro volta richiede più managerializzazione, più formazione e più investimenti”.

(Rapporto regionale PMI 2023)

Senza dubbio la cultura della sostenibilità sta diventando il propulsore del cambiamento nelle strategie delle imprese oggetto di questa tesi. Ciò che in parte si sta già verificando, ma che servirà ulteriormente è la concretezza e la messa a disposizione di strumenti che rendano possibile questa trasformazione massimizzando i risultati sulla base delle risorse economiche e strategiche impiegate.

Nel paragrafo 1.4 verranno trattati alcuni strumenti messi oggi a disposizione delle imprese per facilitare le transizioni in atto.

1.4 Il ruolo della pro-attività aziendale nel rendere più efficaci le iniziative pubbliche.

E' interessante indagare l'evoluzione del rapporto tra il pubblico e le aziende in questo contesto, appare infatti evidente la necessità di uno sforzo congiunto di entrambe le parti che trova come fine la massimizzazione dei risultati e il perseguimento degli obiettivi sopracitati.

Per valorizzare le iniziative sviluppate dallo stato e dall'unione europea serve **la pro-attività delle imprese** nel colmare la carenza di competenze base a livello finanziario e della sostenibilità molto frequenti nelle realtà italiane.

Visto che la maggior parte delle PMI, per motivazioni prettamente economiche non può disporre di figure come un CFO (Chief Financial Officer), è l'imprenditore stesso a dover fare un passo in avanti formandosi e dunque aprendosi al confronto con l'innovazione.

Nella nostra nazione, secondo uno studio di ManagerItalia, questo accade difficilmente anche a causa dell'età media elevata dei manager italiani che spiegherebbe, almeno in parte, una bassa propensione all'investire sui giovani e sulle nuove frontiere sia degli strumenti finanziari sia della sostenibilità, inoltre secondo lo studio questo fenomeno si evidenzia particolarmente nelle imprese di dimensioni compresa tra i 10 e i 20 occupati.

CAPITOLO 2

Questo capitolo introduce la tematica riguardante la scelta delle fonti di finanziamento per le PMI italiane, in particolare debito, equity e autofinanziamento; partendo dalla teoria economica alla base della struttura finanziaria, si arriverà a valutare i pro e i contro delle tre tipologie di fonti per poi analizzare, nel caso italiano, quali sono i fattori che condizionano la scelta e quali saranno gli sviluppi futuri, introducendo così il tema della finanza innovativa.

2.1 Principi di composizione della struttura finanziaria: il contributo di Modigliani-Miller

L'obiettivo della finanza aziendale è quello di massimizzare il valore dell'impresa, nel perseguire questo scopo sono tre le decisioni fondamentali da affrontare.

- Le decisioni di investimento relative al capire se un progetto di investimento debba essere intrapreso o meno;
- Le decisioni di finanziamento relative al capire se emettere capitale o debito e attraverso quali fonti;
- Le modalità di remunerazione degli shareholders.

In questo paragrafo ci occuperemo della seconda tipologia di decisioni introducendo quelle che saranno tematiche ricorrenti all'interno di tutto il progetto di tesi.

Il debito ha diverse interpretazioni nelle aziende, sia in eccezione negativa che non, infatti mentre dal lato psicologico può rappresentare un gravame, dal lato operativo può essere visto come uno stimolo a fare bene, fornisce scadenze e anche un tasso di riferimento a cui attualizzare i flussi di cassa.

Dovendo partire dalle basi è necessario citare la teoria sviluppata da Franco Modigliani e Merton Miller (detta anche teoria di Modigliani-Miller): presentata nel 1958 rappresenta uno dei più importanti contributi alla teoria della finanza dell'ultimo secolo e va dritta al cuore delle tematiche trattate in questo progetto di tesi; questo teorema si occupa infatti delle scelte di finanziamento delle imprese e nello specifico della scelta tra debito ed equity.

Appartenendo ai così detti “teoremi di neutralità” il modo in cui tratta questa tematica è il seguente: vengono definite le condizioni per le quali non esiste un livello ottimale di indebitamento rispetto al capitale proprio di un’impresa e la scelta riguardo al rapporto di indebitamento non influisce sul valore dell’impresa.

Lo scopo non è ovviamente dimostrare che questa scelta sia effettivamente irrilevante, ma è di quello di dare un metro di paragone, per comprendere in una situazione reale, quali sono le ipotesi che allontanano dalla soluzione che ci dà il teorema.

Le proposizioni di Modigliani-Miller sono due ed entrambe vengono declinate nei tre scenari che verranno presentati di seguito.

Man mano che le ipotesi inizialmente molto forti verranno rimosse, si arriverà ad affermare che la struttura finanziaria assume notevole importanza perché in grado di creare o distruggere il valore di un’azienda.

Questi sono i tre casi:

- caso base: no tasse (ne personali, ne aziendali), no costi del fallimento,
- si tasse aziendali, no costi del fallimento
- si tasse aziendali, si costi del fallimento

E’ importante specificare che in tutti e tre i casi è mantenuta l’ipotesi irrealistica per cui non vengono imposte tasse personali, questa scelta è dovuta al fatto che la convenienza di una decisione di investimento può dipendere dall’imposizione fiscale personale che non è uguale per tutti gli individui.

Ad esempio la stessa operazione di investimento potrebbe risultare non conveniente per una persona che ha uno scaglione IRPEF del 43% e conveniente per una che ha uno scaglione del 28%. Il modello non può sapere quante tasse paga l’imprenditore a livello personale.

Sulla base di questi presupposti, in maniera schematica e sintetica verranno esplicitati i 3 casi per entrambe le proposizioni:

1° caso: no tasse aziendali, no costi del fallimento.

Proposizione 1.

Né il volume né la struttura dei debiti aziendali influiscono sul valore di un'impresa e non c'è differenza se ad indebitarsi sia il singolo azionista/socio o l'impresa stessa quando:

- 1) i mercati finanziari sono perfetti concorrenziali, privi di costi di transazione ed esenti da asimmetrie informative),
- 2) non ci sono imposte,
- 3) il fallimento dell'impresa non prevede costi di liquidazione del suo attivo patrimoniale né costi di reputazione per i dirigenti.

Quindi le aziende non possono aumentare il proprio valore modificando la struttura finanziaria.

Modigliani stesso, nell'intervista che rilasciò dopo la vittoria del premio Nobel, utilizzò un esempio pratico molto chiaro per spiegare il fatto che, sotto le condizioni elencate, non avesse importanza il modo in cui il passivo dell'azienda fosse composto.

Paragonò il valore di un'impresa ad una torta e il passivo alle fette che la componevano ed affermò che indipendentemente da come la torta venga tagliata la sua dimensione non sarebbe cambiata.

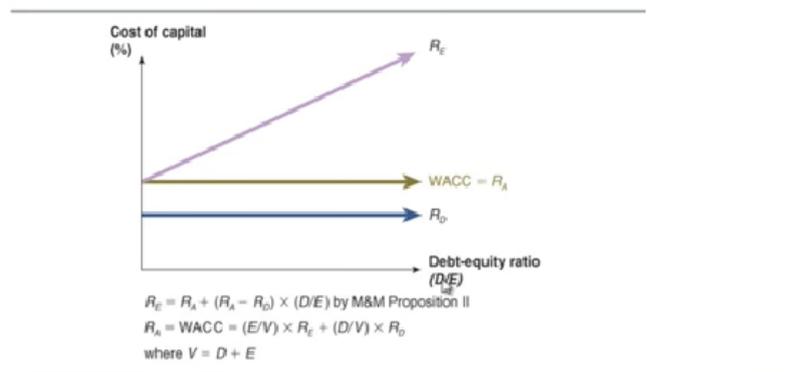
Il valore di un'azienda in questo primo caso dipende dai flussi di cassa che produce e non importa dunque se questi flussi sono finanziati con debito o con equity, è come se importasse solo il lato dell'attivo.

Ora è possibile individuare il rischio finanziario (Financial risk).

La seconda proposizione MM dice che se aumentiamo il rapporto del debito rispetto all'equity aumenta il rendimento medio atteso da parte degli azionisti, perché stiamo aggiungendo rischio finanziario. Se aumento la componente debito all'interno della formula del WACC l'effetto è quello di ridurlo, perché tipicamente il costo del debito (R_d) è inferiore al costo dell'equity (R_e), va considerato però che aumentandolo aumenta anche il rischio finanziario, che gli investitori vogliono veder remunerato.

Quindi all'atto pratico accade che il cambiamento del rapporto debito/equity è esattamente bilanciato dal cambiamento di R_e ed il WACC rimane invariato.

M&M Propositions I & II



The change in the capital structure weights (E/V and D/V) is exactly offset by the change in the cost of equity (R_e), so the WACC stays the same.

Figura 4

Il grafico mostra che all'aumentare del rapporto l'effetto di riduzione del WACC è compensato dall'incremento di R_e e rimane stabile. R_d , è indipendente da questo rapporto e rimane costante.

2° caso: si tasse aziendali, no costi di fallimento.

Proposizione 1:

$$WACC = r_D \times (1 - T_c) \times \left(\frac{D}{V} \right) + \left(r_E \times \frac{E}{V} \right)$$

Gli interessi passivi sono deducibili fiscalmente e si introduce dunque il concetto di beneficio fiscale del debito che aumenta il reddito totale distribuibile ad azionisti ed obbligazionisti. Per il solo fatto di avere del debito in luogo di capitale a parità di passivo l'impresa indebitata vale più della stessa impresa nel caso in cui utilizzasse solo equity. Quanto di più? Il valore attuale del beneficio fiscale.

$$\begin{aligned} \text{VA (benefici fiscali)} &= \frac{\text{aliquota d'imposta} \times \text{interessi passivi}}{\text{costo del debito}} \\ &= \frac{T_C (r_D \times D)}{r_D} = T_C \times D \end{aligned}$$

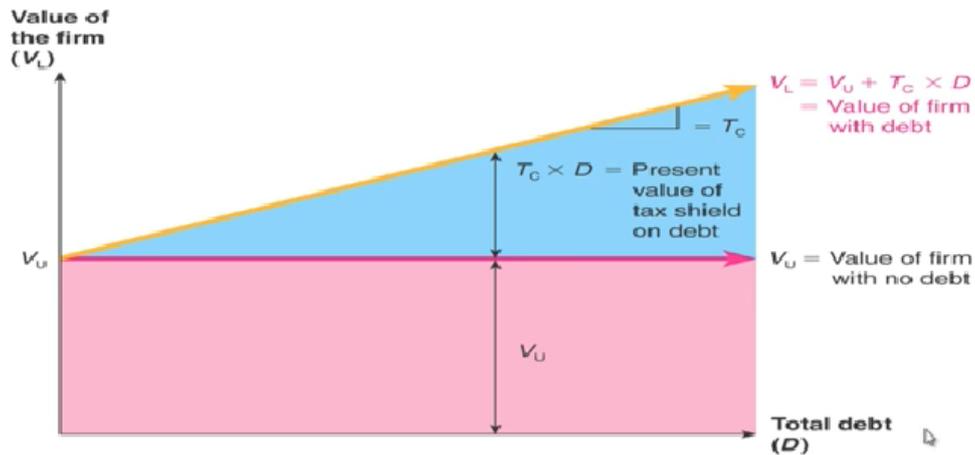
Il precedente esempio della torta si modifica come segue nel caso in cui si introducano le tasse:

“Il valore di una torta non dipende da come è stata tagliata. La torta rappresenta le attività dell'impresa e le fette i diritti dei creditori e degli azionisti. Mantenendo costante la grandezza della torta, a un euro in più di debito corrisponde un euro in meno di equity. In realtà però si aggiunge una terza fetta che è quella destinata al governo, minimizzandola agli azionisti ne va di più.”

Si arriva però ad un paradosso, infatti sulla base di quanto detto, un'impresa indebitata vale più di un'impresa non indebitata, allora la risposta spontanea sarebbe quella utilizzare solo debito. Ovviamente il limite a questo ragionamento è dato dal fatto che il beneficio fiscale esiste solo se esiste un reddito imponibile da cui dedurre gli interessi; nel lungo periodo ciò non è certo.

M&M Proposition I with Taxes

Figure 13.4



The value of the firm increases as total debt increases because of the interest tax shield. This is the basis of M&M Proposition I with taxes.

Figura 5

Graficamente: il valore V_U (unlevered cioè senza debito) in rosa rimane costante all'aumentare del debito che è rappresentato sull'asse x. Il valore dell'azienda levered (con debito) è dato dal valore unlevered a cui va aggiunto il beneficio fiscale ($T_c \times D$) in blu. T_c rappresenta l'inclinazione della linea gialla.

Come già detto teoricamente, all'aumentare del debito aumenta il valore levered, all'infinito.

Proposizione 2

Case II – Graph of Proposition II

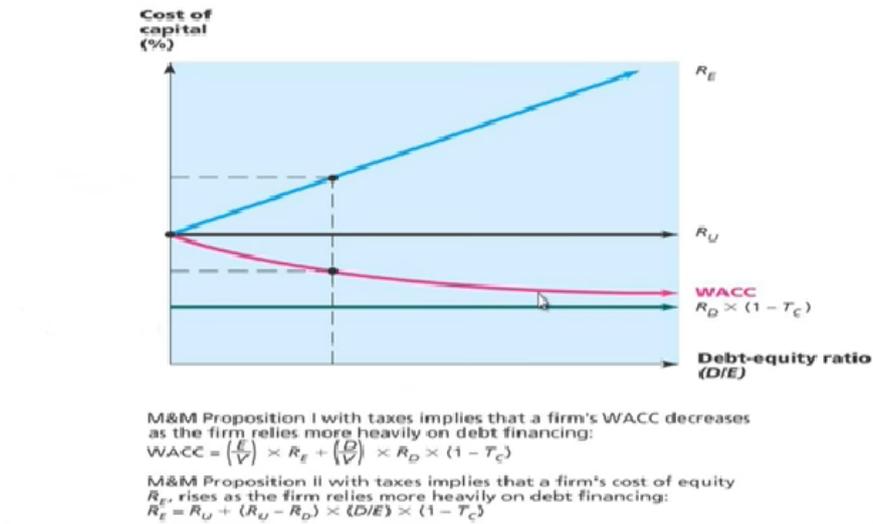


Figura 6

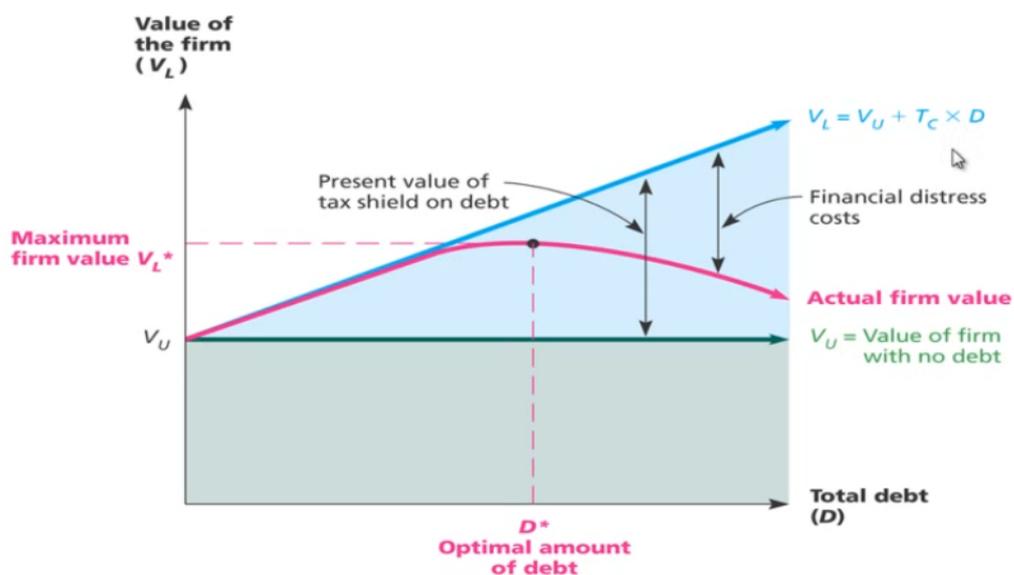
Mettendo nelle ordinate il costo del capitale (%), all'aumentare del rapporto D/E, il beneficio fiscale rimane costante, R_E aumenta e il WACC diminuisce perché l'effetto di compensazione di R_E del caso precedente non basta più. Quindi con queste ipotesi debito infinito, vantaggio infinito.

3° caso: si tasse aziendali, si costi del fallimento

Prima proposizione e seconda proposizione.

Seguendo il grafico si nota che la situazione è uguale a quella del caso precedente, se non per la curva color rosa che è come la curva blu che però a un certo punto inizia a decrescere a causa dei costi del fallimento, poiché più aumenta il debito più aumenta il rischio che l'impresa fallisca e più aumentano i costi legati all'eventuale fallimento, costi come la procedura giudiziaria, le spese legali e molti altri.

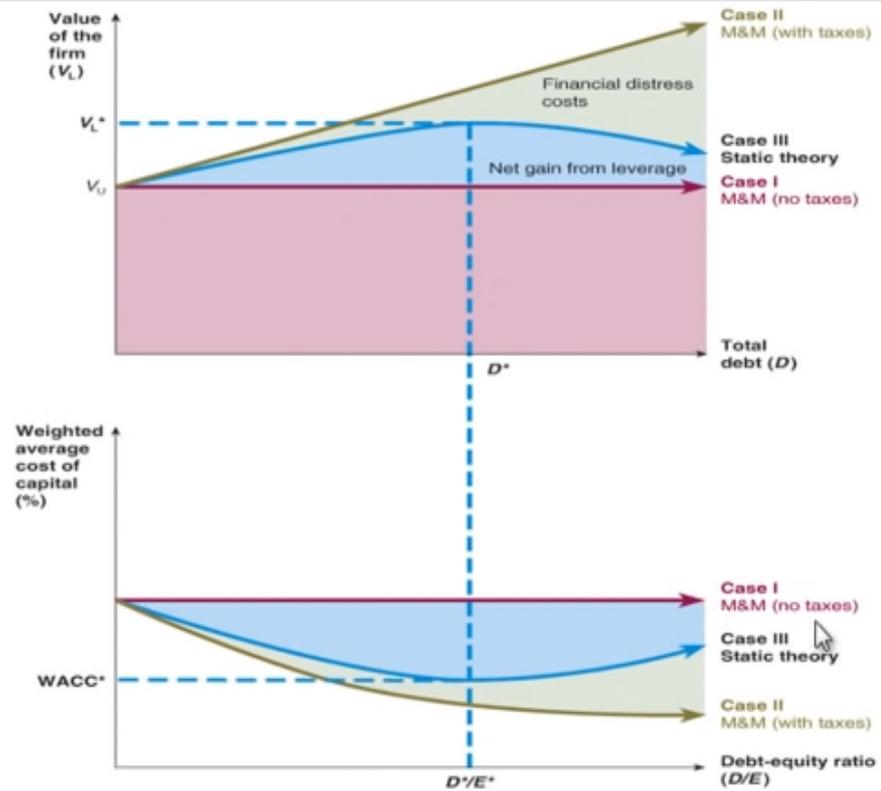
Quindi avvicinandosi al mondo reale si dimostra che non è vero l'assunto iniziale per cui la composizione della struttura finanziaria non conta, bensì si dimostra l'esistenza di un punto D^* tale per cui esiste una quantità ottimale di debito che massimizza il valore dell'azienda e che corrisponde anche al punto in cui il WACC è minimizzato.



According to the static theory, the gain from the tax shield on debt is offset by financial distress costs. An optimal capital structure exists that just balances the additional gain from leverage against the added financial distress cost.

Figura 7

FIGURE 13.6
The capital structure question



Case I
With no taxes or bankruptcy costs, the value of the firm and its weighted average cost of capital are not affected by capital structures.

Case II
With corporate taxes and no bankruptcy costs, the value of the firm increases and the weighted average cost of capital decreases as the amount of debt goes up.

Case III
With corporate taxes and bankruptcy costs, the value of the firm, V_L , reaches a maximum at D^* , the optimal amount of borrowing. At the same time, the weighted average cost of capital, WACC, is minimized at D^*/E^* .

Figura 8

In conclusione il lavoro di Modigliani e Miller fornisce due affermazioni di grande interesse per lo scopo di ricerca che questa tesi persegue:

- 1) la struttura finanziaria è importante ed ogni impresa dovrebbe bilanciarla al meglio;
- 2) minimizzando il WACC, cioè facendo in modo che l'azienda impieghi meno risorse possibili per reperire le fonti finanziarie, si ottiene la massimizzazione del valore dell'azienda.

2.2 Struttura Finanziaria delle PMI Italiane: Come le caratteristiche distintive condizionano le scelte di Finanziamento.

Il teorema in questione rappresenta un principio teorico che può essere applicato a imprese di qualsiasi grandezza. Tuttavia nella realtà accade che la struttura finanziaria delle grandi aziende non può essere paragonata a quelle delle medie e piccole; le dimensioni possono influenzare le capacità di accesso al credito e i costi associati alle varie scelte di finanziamento, si creano dunque delle differenze nel bilanciamento tra debito ed equity delle grandi e le medio piccole imprese.

Per comprendere il comportamento effettivo delle PMI nel mondo reale e le motivazioni che guidano le loro scelte, bisogna tenere conto del fatto che queste presentano delle caratteristiche peculiari e richiedono una classificazione che non si limiti al quadro quantitativo, includendo anche elementi di natura qualitativa come i sistemi di corporate governance, la cultura imprenditoriale tipica del paese e l'orientamento strategico.

In questo contesto emergono alcuni tratti distintivi della realtà italiana come la preminenza del soggetto economico cioè l'imprenditore intorno al quale viene frequentemente accentrata tutta la gestione; nella maggior parte dei casi si tratta di persone con una formazione tecnica che le porta a dedicare la loro attenzione al prodotto piuttosto che alla parte gestionale dell'impresa e allo stesso modo a vivere l'azienda giorno per giorno senza pensare alla pianificazione e alle sfide che dovranno essere affrontate nel futuro. Come già accennato, a causa di motivazione prettamente

economiche e culturali si assiste a una presenza limitata di figure manageriali e ad una certa avversione alla delega dei compiti. I sistemi informativi si limitano principalmente alla raccolta delle informazioni obbligatorie richieste dalla legge.

L'insieme di queste caratteristiche influenza la struttura finanziaria dell'impresa e orienta l'imprenditore nelle scelte relative alle decisioni di finanziamento.

La diversa composizione delle fonti rispetto alle grandi imprese trova fondamento nelle diverse finalità che le PMI perseguono e che si discostano da quelle ipotizzate da Modigliani e Miller. Mentre le aziende di maggiori dimensioni mirano a massimizzare il valore per gli azionisti e i principali stakeholder, i gestori delle PMI vedono come priorità aspetti come il mantenimento del controllo.

Ciò contribuisce a spiegare come mai l'autofinanziamento sia il più utilizzato tra le fonti e come, nel caso in cui questa possibilità si esaurisca e non risulti possibile, si ricorra principalmente al debito sotto forma di finanziamenti bancari a breve termine piuttosto che al capitale di rischio proveniente dall'esterno.

Riguardo al grado di indebitamento ottimale è importante specificare che non esiste la ricetta ideale applicabile ad ogni impresa, ciò che esiste è una soluzione adatta al caso specifico che varia appunto da una realtà all'altra.

In questo capitolo dunque si procederà all'analizzare nello specifico quali sono questi fattori e quali sono i pro e i contro delle macro categorie delle fonti di finanziamento: il debito e l'equity.

2.3 Il finanziamento tramite il capitale di rischio: pro e contro.

Con il termine equity si fa riferimento al capitale di rischio cioè quello sottoscritto ed apportato dai soci alla società. Il nome stesso esplica la natura di questa fonte, capitale di rischio perché appunto il soggetto o i soggetti che lo mettono a disposizione dell'attività di impresa sono pronti a rischiare di perderlo investendolo per un tempo indefinito e senza garanzia di restituzione. A fronte di ciò la società riconosce la partecipazione agli utili e alla proprietà aziendale.

Specificato ciò, è ovvio che quando si valuta di utilizzare l'equity come fonte di finanziamento bisogna tenere in considerazione e valutare attentamente tutti gli aspetti, positivi e negativi, che questa scelta implicherebbe.

Tra quelli che sono risvolti positivi: raccogliere finanziamenti tramite equity significa ottenere capitale senza l'obbligo di restituire un prestito. Ciò riduce il carico del debito dell'azienda e la pressione di fare pagamenti di interessi periodici e prefissati. Nella realtà italiana anche sulla base di quanto detto nella parte finale del paragrafo 2.1, evitare il ricorso al debito risulta essere un comportamento tipico di molte PMI.

Bisogna inoltre considerare il fatto che spesso gli investitori, specie nelle realtà di piccole e medie dimensioni non apportano solo capitale, ma anche competenze, conoscenze di settore e reti di contatti. Questi investitori possono agire come partner strategici, contribuendo a migliorare la pianificazione aziendale e offrendo risorse supplementari.

Tutto ciò può risultare particolarmente prezioso per una realtà che cerca di crescere e espandersi.

Ancora, questa fonte di finanziamento può fornire all'azienda maggiore flessibilità finanziaria nel lungo termine questo perché gli investitori non richiedono il rimborso entro scadenze specifiche come nel caso di finanziamento tramite l'emissione di debito.

Infine bisogna considerare che il ricorso al capitale di rischio è praticabile anche se l'azienda non ha un merito creditizio eccellente ed anche che rispetto al debito, a volte, è possibile ottenere più capitale.

Passando invece agli svantaggi: il ricorso all'equity è proporzionale alla diminuzione del controllo aziendale e che il cambiamento nella proprietà può modificare l'ambiente aumentando il rischio, ad esempio, di tensioni tra soci o tra i vari stakeholders.

Trovare investitori spesso non è semplice, per farlo l'impresa si trova a dover investire tempi e denaro nella creazione di un business plan attraente e di materiale adeguato a presentare al meglio il proprio piano per il futuro.

2.4 il finanziamento tramite emissione di debito: pro e contro.

Il capitale di debito (o di terzi) è quello che una società prende a prestito da altri soggetti finanziatori come intermediari finanziari o sottoscrittori privati.

La differenza principale con il capitale di rischio è che mentre quest'ultimo resta vincolato all'azienda per tutta la vita della stessa e senza dare alcuna garanzia di rendimento, quello preso a prestito, deve essere restituito secondo un piano di scadenze e deve riconoscere un rendimento certo.

Quindi l'unico fine che perseguono i soggetti che prestano capitale alla società è quello di vederselo restituito entro un termine prestabilito con un rendimento concordato preventivamente. Appare evidente che il vantaggio principale che offre questa strada è quello di permettere di non cambiare i pesi relativi al potere decisionale all'interno dell'attività.

Il secondo vantaggio viene dalla legislazione italiana e verrà approfondito all'interno di questo capitolo, si tratta della deducibilità degli interessi passivi che contribuiscono a ridurre l'onere fiscale complessivo dell'azienda e permettono di un reddito netto maggiore.

Se da un lato l'emissione di debito rappresenta per l'impresa l'onere di rispettare gli impegni presi entro determinate tempistiche, queste stesse scadenze, in particolar modo

nel caso di interessi fissi, possono facilitare la pianificazione finanziaria all'interno dell'impresa.

Uno dei lati negativi riscontrabile dall'utilizzo di questa fonte di finanziamento è l'aumento del rischio finanziario, come già visto nel primo paragrafo di questo capitolo, se l'azienda non dovesse essere in grado di gestire i pagamenti del debito o di rispettare le condizioni dei prestiti, si troverebbe ad affrontare problemi di liquidità o di rating creditizio. Proprio da quest'ultimo inoltre dipende il costo del debito, infatti nel frequente caso in cui una PMI non disponga di un buon merito creditizio, si troverebbe a dover pagare interessi più elevati a causa del rischio sobbarcato da chi presta capitale o come spiegato nel primo capitolo a non avere accesso al credito.

E' importante tener conto di come i pagamenti periodici potrebbero influire sul cash flow aziendale limitando l'operatività ed infine, nel caso di tassi di interesse variabili, del rischio tasso a cui si espone l'impresa.

2.4.2 Il presupposto per potersi indebitare

Ovviamente il debito è uno strumento avente pro contro e va analizzato scientificamente, il primo indicatore nel valutare un'azienda è il ROIC, reddito operativo/totale del passivo, che è dato dal rapporto tra quanto rende il passivo investito al numeratore e quanto è il totale investito al denominatore; paragonandolo al WACC è possibile avere subito un'idea della situazione in cui si trova l'impresa. Prendiamo i due esempi seguenti e analizziamoli:

-Redditività capitale del 28% e WACC del 3%

-Redditività capitale pari all'1% e WACC del 4%

Rapportando i due valori osserviamo nel primo caso un rapporto di quasi 7 a 1 positivo; al contrario nel secondo caso un rapporto 1 a 4 negativo.

Sono due situazioni nettamente differenti, la prima azienda si finanzia all'1 % con una rendita del 7%; la seconda si finanzia al 4% e con una resa dell'uno percento.

I valori percentuali appena trattati sono tra i primi a dover essere osservati in un'azienda perché permettono di confrontare imprese anche di dimensioni differenti.

Questo dimostra l'esistenza che il debito "buono" esiste ed è il motore principale per lo sviluppo di una realtà imprenditoriale.

2.5 Fattori da tenere in considerazione.

2.5.1 Fase di sviluppo dell'azienda:

Le necessità quantitative e qualitative di fabbisogno finanziario dipendono dalla fase del ciclo di vita che l'impresa sta attraversando e dalle dinamiche relative all'andamento di variabili come il ritmo di crescita e il tasso di autofinanziamento. Stabilire l'ammontare del fabbisogno è il presupposto per dotarsi di una struttura finanziaria efficiente.

A seconda del fatto che le necessità di capitali dell'impresa siano a medio/lungo o temporanee è importante coprirle mediante l'utilizzo di fonti stabili (ad esempio come capitale proprio o tramite l'emissione di debito a lungo termine) nel primo caso e a breve termine nel secondo, al fine di utilizzare strumenti adeguati e allineati temporalmente alle necessità che si riscontrano.

(inserirò quadro italiano, crollo della domanda di credito, assenza di credito fattore di vincolo per la crescita dell'impresa e causa di crisi, capitali pazienti per la fianna dell'innovazione)

Il ciclo di sviluppo di una Pmi può essere descritto mediante tre fasi principali:

- primo sviluppo/start up: si rende il più delle volte necessario il ricorso al capitale di rischio in quanto la grande incertezza riguardo all'andamento futuro, la frequente assenza di garanzie e le difficoltà di accesso al credito legate all'attuale situazione macroeconomica rendono difficoltoso il ricorso al debito. A riguardo però si stanno delineando canali nuovi ed adattati al contesto che le imprese stanno attraversando in questo periodo, forniti dallo stato e dalla sua collaborazione con le banche, dalla finanza alternativa e dal private equity; tutto ciò verrà approfondito nel prossimo capitolo.
- Fase della crescita: articolata in due sotto fasi molto delicate, la crescita accelerata e il consolidamento dello sviluppo. E' in questo momento che l'impresa deve trovare il suo equilibrio finanziario evitando situazioni di over trading e accumulando risorse per l'espansione futura. In questo momento è possibile finanziarsi sia attraverso debito che equity e a seconda delle politiche dei dividendi attraverso l'autofinanziamento.

- Fase della maturità e del primo declino, in cui si il tasso di sviluppo del fatturato si stabilizza e inizia spesso a registrare decrescite, qui le fonti di capitali servono principalmente al sostenere innovazioni all'interno dell'azienda per aumentarne l'efficienza a livello di costi, governance e pianificazione; tutto ciò con il fine di allungare la fase di maturità ed evitare il declino.

2.5.2 Condizioni macroeconomiche:

Le dinamiche macroeconomiche spiegate in questi capitoli sono ovviamente in grado di condizionare la scelta tra il ricorso all'equity o al debito. In una situazione di tassi di interesse molto elevati il ricorso al debito, a cui già è difficoltoso accedervi per una PMI, rischia anche di diventare poco conveniente; la situazione potrebbe variare a seconda dello strumento utilizzato, ad oggi il finanziamento bancario classico tanto apprezzato storicamente dalle imprese italiane è sicuramente soggetto alle problematiche appena elencate. Le banche infatti, a causa della politica restrittiva in atto e per mantenere il profilo di rischio relativo alle attività in cui impiegano i fondi dei depositanti, sono molto restie a concedere, senza garanzie forti, credito ad imprese di piccole dimensioni. Attualmente però la collaborazione stato/banche si sta rilevando il motore trainante dei finanziamenti alle PMI. Al contempo, per investimenti a breve termine e relativi ad un progetto specifico, uno strumento come il crowdfunding potrebbe risultare veloce ed efficace, perché gli investitori privati che investono in questi strumenti sono pronti a sobbarcare un rischio maggiore. Il capitolo 3 sarà dedicato allo studio approfondito di questi strumenti.

Al contrario l'equity, per i vantaggi elencati nel paragrafo 2.3, potrebbe essere efficace, a patto che siano investitori pronti ad entrare nel progetto e che i proprietari attuali siano disposti a rinunciare a una parte del controllo per ottenere fondi. Strumenti come il private equity sono sotto i riflettori, in America questi rappresentano il 20% dei fondi con i quali le imprese si finanziano, in Italia siamo circa all'1%, ma l'attenzione verso questi strumenti è crescente.

2.5.3 Costi:

Anche la convenienza dello strumento utilizzato è un fattore in grado di condizionare le scelte aziendali, nel caso del debito questo aspetto deve essere considerato sotto il duplice punto di vista, dell'impresa che finanzia per cui l'interesse richiesto dalle banche o ad esempio offerto nel caso di obbligazioni/crowdfunding rappresenta un costo e il punto di vista della controparte che presta per cui questo interesse rappresenta un ricavo. La necessità è trovare un compromesso in quanto ad oggi titoli di stato, considerati risk free garantiscono un rendimento alto, intorno al 4,5%. Allora quanto dovrebbe rendere una piccola media impresa, tipicamente rischiosa, che vuole emettere ad esempio uno strumento obbligazionario?

2.5.4 Velocità:

Spesso per le imprese, la necessità di fondi può sorgere all'improvviso, l'ambiente altamente dinamico e in costante cambiamento in cui operano offre molte opportunità che per essere sfruttate trovano come condizione necessaria la disponibilità di capitale.

Come è stato già accennato in precedenza la pianificazione finanziaria delle PMI non è spesso molto accurata ed inoltre finché l'impresa non si trova in una fase del suo sviluppo in cui risulta essere abbastanza patrimonializzata difficilmente avrà dei capitali fermi e a disposizione per sfruttare eventualità non programmate.

Di conseguenza quando l'occasione si presenta sorge la necessità di ricorrere all'utilizzo di uno o più strumenti finanziari, nel momento in cui la gestione si trova a dover scegliere quale utilizzare la velocità, intesa come il tempo impiegato dallo strumento per fornire capitale ad un'attività, diventa un fattore determinante da tenere in considerazione.

La rapidità dipende anche dalla preparazione dell'azienda, dalla preparazione adeguata della documentazione finanziaria necessaria e dalla capacità di soddisfare i requisiti delle diverse fonti di finanziamento.

Il prossimo punto trattato si collega strettamente con il tema della velocità:

2.5.5 Le necessità dell'impresa:

Lo strumento attraverso cui reperire capitali deve essere funzionale a soddisfare le necessità effettive che l'impresa deve soddisfare, riassumendole in tre macro aree è possibile individuare strumenti specifici adatti alla situazione. In queste sede l'attenzione verterà sugli strumenti innovativi che però non devono essere visti in competizione con i canali tradizionali già ampiamente conosciuti, ciò si ricollega al fatto che come è stato già accennato non esiste la soluzione universale adatta ad ogni impresa, ma esiste la soluzione specifica all'esigenza della singola impresa, quindi dato il contesto attuale è scopo di questa tesi far comprendere e conoscere tutte le vie percorribili.

Le 3 esigenze principali delle PMI:

- 1) **Finanziare il circolante:** Nella quotidianità aziendale le fatture creano spesso difficoltà a causa dei tempi di incasso lunghi e non sempre certi che le caratterizzano. Storicamente queste, possono essere utilizzate come mezzo per ottenere liquidità, negli ultimi anni però, accanto forme tradizionali di finanziamento proposte dalle banche come l'anticipo fatture o l'anticipo salvo buon fine, se ne sono affiancate altre che permettono all'impresa di ottenere circolante. Tra i più utilizzati si evidenziano l'invoice trading e il dynamic discounting; il primo simile alla cessione pro-soluto, prevede la vendita tramite asta delle fatture che dunque cambiando di proprietà sollevano l'azienda cedente dal rischio relativo all'incasso e quello di insolvenza dal parte del cliente; il secondo invece è una pratica finanziaria che consente a un'azienda di offrire sconti ai propri fornitori in cambio di pagamenti anticipati sulle fatture, questo servizio esiste da molto tempo, ma con le nuove tecnologie è diventato automatizzato. In termini pratici, significa che se un fornitore paga una fattura in anticipo o entro un certo periodo di tempo, l'azienda offre uno sconto sul costo della merce o dei servizi acquistati. Questo approccio migliora il Cash Conversion Cycle del fornitore, data la riduzione dei tempi di pagamento a fronte dello sconto. Invece l'impresa cliente, pagando in anticipo migliora il DPO (Days Payable Outstanding - giorni medi di pagamento ai fornitori).

Un'altra via percorribile sono le cambiali finanziarie consentono a società di capitali, cooperative e società mutue assicuratrici (ad eccezione di banche e micro imprese) di accedere a finanziamenti con durata variabile da 1 a 36 mesi attraverso l'emissione di titoli di debito esecutivi. Questi titoli rappresentano un impegno di pagamento incondizionato alla scadenza e vengono quotati sul mercato ExtraMot Pro di Borsa Italiana che si occupa dei nuovi strumenti di debito delle PMI italiane, con possibilità di sottoscrizione limitata a investitori professionali e qualificati. Le imprese non quotate su mercati regolamentati che desiderano emettere cambiali finanziarie devono soddisfare determinati requisiti, tra cui la certificazione del bilancio. Le piccole e medie imprese in particolare devono essere supportate da uno sponsor, come una banca o una Società di Gestione del Risparmio (SGR). Questo sponsor assiste l'impresa nella fase di emissione e collocamento dei titoli, e inoltre, deve detenere una quota dei titoli emessi fino alla scadenza della cambiale. Questa quota è stabilita al 5% per emissioni fino a 5 milioni di Euro, al 3% per emissioni tra 5 e 10 milioni di Euro, e al 2% per emissioni superiori a 10 milioni di Euro.

- 2) Finanziamenti a medio/lungo termine:** la maggior parte delle imprese si trova a dover sostenere economicamente i propri piani di crescita attraverso il ricorso a fonti di finanziamento esterne, a riguardo strumenti come il “Lending crowdfunding” e l’emissione di minibond sono strumenti disponibili nel ventaglio delle vie praticabili, ma che ancora non hanno espresso a pieno il loro potenziale, a questi come ad altri strumenti verrà dedicato il terzo capitolo dove verranno trattati in maniera esaustiva. Il "Lending Crowdfunding" è un metodo che consente a imprese finanziariamente stabili di ottenere fondi per un periodo solitamente compreso tra 3 mesi e 7 anni. Questo avviene presentando la propria azienda e un progetto/ business plan su una piattaforma, dove un gruppo di investitori potrà autonomamente decidere dove investire. Le piattaforme garantiscono standard minimi di qualità delle imprese e dei progetti agli investitori, dando così alle aziende la possibilità di valutare rapidamente la propria idoneità per il finanziamento, inoltre solitamente non richiedono alle imprese di avere bilanci certificati o una valutazione effettuata da una società di

rating certificata a livello europeo. Inoltre, le piattaforme utilizzano processi standardizzati e automatizzati per semplificare sia la selezione dei progetti, sia la stipula dei contratti tra debitori e investitori, sia la gestione dei pagamenti. Nel caso in cui una proposta di finanziamento venga accettata, l'azienda dovrà pagare una commissione alla piattaforma, oltre al tasso di interesse che verrà utilizzato per remunerare gli investitori. Il mini bond è un tipo di obbligazione con una tipica durata tra i 3 e i 7 anni, utilizzato dalle imprese per raccogliere risorse finanziarie che possono essere restituite in un'unica rata alla scadenza (bullet) o in modo simile a un prestito bancario, tramite un piano di ammortamento che consente il rimborso graduale e la possibilità di pagamenti anticipati (amortizing), possono essere emessi anche da società di capitali non quotate a patto che queste rispettino requisiti che verranno meglio definiti in seguito. L'emissione di minibond può richiedere più tempo rispetto a un finanziamento bancario poiché richiede il coinvolgimento di competenze specifiche non sempre presenti in azienda come consulenti finanziari, agenzie di rating e studi legali ai quali spetterà una commissione.

Il private credit è una forma di finanziamento alternativo che coinvolge l'emissione di prestiti da parte di investitori privati, direttamente alle aziende o alle imprese che necessitano di capitale. Questa modalità di finanziamento è distinta dal prestito bancario tradizionale poiché offre una maggiore flessibilità nelle condizioni di prestito, come tassi di interesse, termini e garanzie.

Le aziende spesso si rivolgono al private credit quando trovano difficoltà nell'ottenere finanziamenti dalle banche tradizionali o quando desiderano condizioni di prestito personalizzate per soddisfare le loro esigenze specifiche. Gli investitori di private credit possono trarre vantaggio da rendimenti potenzialmente più elevati rispetto ai titoli di debito tradizionali, poiché assumono un livello maggiore di rischio. Tuttavia, anche le aziende possono beneficiare della flessibilità e delle opportunità di finanziamento offerte dal private credit, soprattutto quando le alternative di finanziamento tradizionali risultano limitate o costose. Questo approccio consente alle imprese di diversificare le loro fonti di finanziamento e di adattare le condizioni del prestito

alle proprie esigenze specifiche, contribuendo così a sostenere la crescita e la stabilità aziendale. In America il mercato del private credit vale 800 miliardi di dollari e rappresenta il 20% del credito alle imprese, in Italia non si raggiunge neanche l'1%, l'ostacolo più grande di questo strumento si presenta a livello normativo, in quanto si prospetta una stretta regolamentare che stroncherebbe sul nascere lo sviluppo di questo mercato.

Anche questa tematica verrà approfondita nel terzo capitolo.

- 3) Raccogliere il capitale di rischio:** Qualora l'impresa decidesse di ricorrere all'equity si evidenzia la presenza di strumenti che negli ultimi anni stanno prendendo piede. L'equity crowdfunding è un metodo mediante il quale le startup e le piccole e medie imprese (PMI) possono raccogliere fondi, fino a un massimo di 8 milioni di euro all'anno, tramite piattaforme autorizzate dalla Consob. Da parte delle imprese è richiesta grande trasparenza per garantire gli investitori che sobbarcano il rischio di impresa, un piano di crescita futuro ben definito e attraente per gli investitori.

Il private equity invece rappresenta l'opportunità di coinvolgere nel capitale aziendale fondi specializzati che, oltre a fornire risorse finanziarie, possono contribuire con competenze cruciali per supportare il percorso di crescita delle imprese. La loro partecipazione è temporanea, poiché l'obiettivo che perseguono è quello di investire, aumentare il valore nel tempo e ottenere un guadagno al momento dell'uscita. L'equity crowdfunding è adatto per startup e PMI che desiderano raccogliere finanziamenti, mentre il private equity è più adatto per imprese con programmi di crescita stabiliti e prodotti/servizi riconosciuti.

Mentre il primo coinvolge un ampio gruppo di piccoli investitori ed è adatto alle fasi iniziali, il private equity coinvolge solitamente investitori istituzionali o fondi specializzati e risulta utile per sostenere la crescita dimensionale e reddituale di imprese più mature.

2.5.6 Fiscalità: L'imposizione fiscale applicata sulle società di capitali può avere un impatto sulle loro scelte di finanziamento.

Abbiamo visto nel primo paragrafo di questo capitolo come la presenza di tassazione a livello societario abbia l'effetto di rendere alcune fonti di finanziamento più convenienti di altre. Tuttavia, se si tiene conto non solo della tassazione delle società ma anche della tassazione applicata sull'imprenditore a livello personale, la convenienza dell'indebitamento potrebbe non essere più così evidente. Infatti, i vantaggi fiscali del debito a livello aziendale potrebbero essere compensati o addirittura superati dalla tassazione personale.

Entrambe queste imposte vanno dunque esplicitamente considerate se si desidera spiegare l'influenza che il sistema tributario esercita sulla struttura finanziaria delle imprese.

CAPITOLO 3

3.1 La finanza complementare (o alternativa) in Italia

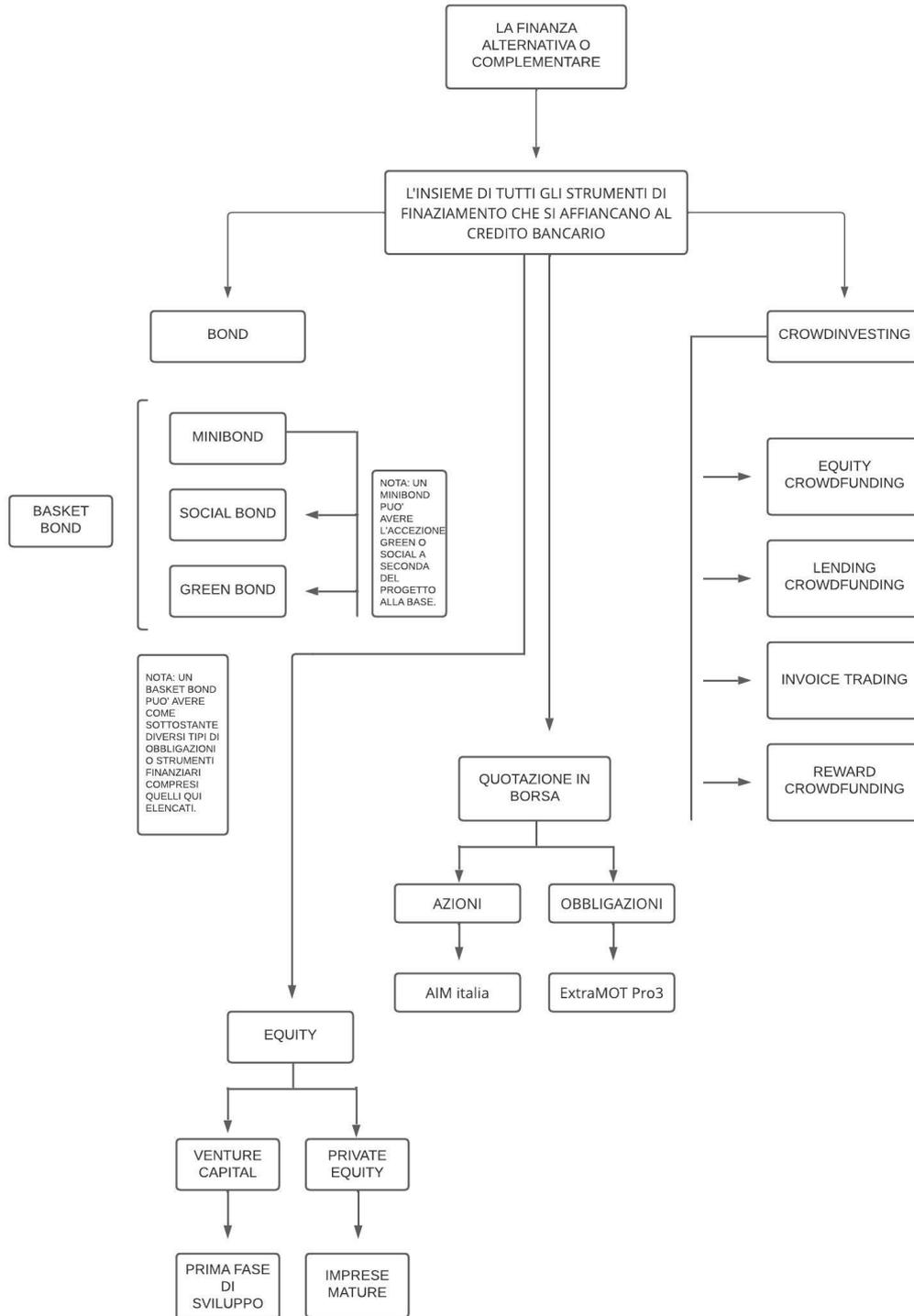


Figura 9 @umbertomurelli

La figura 9 che introduce il terzo capitolo di questo progetto di tesi mostra schematicamente gli strumenti principali in cui si articola quella che è definita “finanza complementare” detta anche “alternativa”. Questo ramo della finanza comprende tutte le modalità attraverso le quali una PMI può reperire capitale che si affiancano al tradizionale credito bancario a cui questa tipologia di imprese ha storicamente fatto affidamento per finanziarsi. Il sistema Italiano ha da sempre visto al proprio centro le banche che rappresenta tutt’ora la modalità prevalente che le imprese in questione utilizzano.

Con il fenomeno del “credit crunch” però le attività non contraddistinte da un particolare merito creditizio, poco patrimonializzate e che non dispongono delle garanzie necessarie stanno riscontrando particolare difficoltà ad accedere al credito, anche a causa degli shock trattati nel paragrafo 1.3; questo comporta una frenata degli investimenti che però, considerate le sfide associate alla sostenibilità e alla digitalizzazione si rendono fondamentali ed imprescindibili per garantire un futuro a molte imprese.

A riguardo il mercato della finanza alternativa, nonostante il fatto che ad oggi rappresenti solo una piccola parte delle fonti finanziarie delle PMI, può essere di grande aiuto per fornire capitale. Questo mette a disposizione molti strumenti differenti tra loro, riguardanti sia il debito che l’equity, per gli imprenditori che come già detto hanno difficoltà ad accedere ai canali bancari, che vogliono semplicemente differenziare le modalità di approvvigionamento del capitale, che hanno la curiosità di testare tutte le vie a disposizione o che necessitano di finanziare progetti di investimento con tematiche precise che necessitano di un target di investitori specifico o che infine ambiscono a quotarsi in borsa attraverso equity o tramite strumenti obbligazionari. Se paragonata con gli strumenti tradizionali mediante i quali le PMI tipicamente si finanziano, la crescita del mercato della finanza alternativa in Italia sta aumentando a ritmi più spediti degli altri paesi europei. Secondo gli ultimi dati disponibili, l’utilizzo di strumenti alternativi ha mobilitato capitali pari a 3,2 miliardi di euro nel 2020, 4,5 miliardi nel 2021 e un risultato simile 2022.

Lo schema della figura 9 parte dalla definizione inserita all'inizio di questo paragrafo e poi distingue gli strumenti in 4 macro categorie che sono: i bond, il crowdfunding, l'equity e la quotazione in borsa per poi suddividerli in tutte le possibilità specifiche che ad oggi si rendono disponibili. In questo capitolo l'attenzione verterà sulle prime due categorie elencate e sul rapporto tra il sistema bancario, la finanza complementare e il ruolo che può giocare lo stato a riguardo. Verrà inoltre trattato il tema dei basket bond che nel 2022 hanno giocato un ruolo chiave nel contribuire all'aumento dell'utilizzo di minibond.

?

3.2 I minibond

3.2.1 Cosa sono?

I minibond sono titoli di debito di importo non superiore a 50 milioni di euro emessi da società italiane non finanziarie che possono essere quotate e non quotate, in particolare le forme societarie che possono emetterli sono le società di capitali o cooperative con l'esclusione di banche, società finanziarie, assicurazioni, società veicolo e micro imprese (Organico inferiore a 10 persone e fatturato o totale di bilancio annuale non superiore ai 2 milioni di euro)

La diffusione dell'utilizzo di questi strumenti anche da parte di imprese non quotate o in generale non di grandi dimensioni è iniziata nel 2013 a seguito di alcuni Decreti Legge che ne hanno definito le normative, in particolar modo negli ultimi 5 anni si evidenzia una crescita notevole delle imprese utilizzatrici.

Nel corso del 2022, ben 190 aziende italiane hanno debuttato con successo nel mercato dei minibond, superando nettamente le 165 del precedente anno. Questo risultato visionabile nella figura 10 è il più alto riscontrato finora in Italia; a contribuire sono state le operazioni di basket bond che hanno svolto un ruolo fondamentale in questo contesto.

Da sottolineare, inoltre, che la maggioranza degli emittenti nel 2022 sono state piccole e medie imprese (PMI).

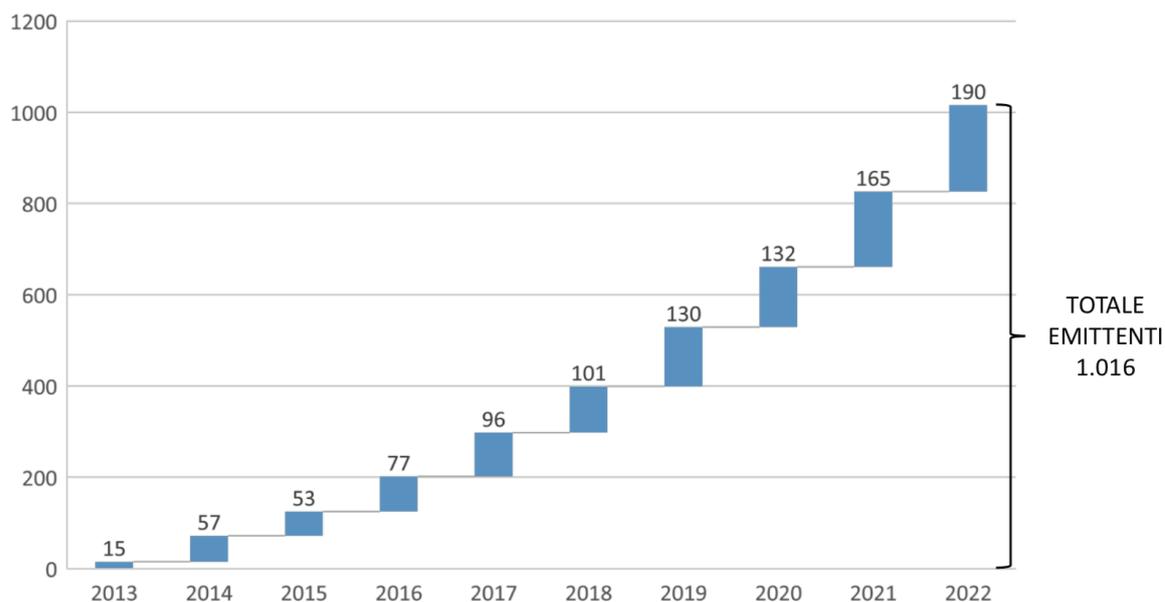


Figura 10 Il flusso delle nuove emittenti che si sono affacciate al mercato dei minibond anno per anno Fonte: 9° REPORT ITALIANO SUI MINIBOND Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Questi titoli vengono emessi sul mercato mobiliare e sono tipicamente sottoscritti da investitori professionali, capaci grazie alla loro esperienza di gestire il rischio tipico delle realtà di piccole e medie dimensioni.

A riguardo la Consob, con la revisione del regolamento riguardante il crowdfunding ha allargato, in alcune casistiche determinate, la cerchia dei possibili investitori.

Ad oggi i minibond emessi da Spa possono essere sottoscritti anche da investitori retail a patto che detengano un portafoglio di strumenti finanziari di ammontare superiore a 250mila euro o che alternativamente si impegnino a gestire almeno 100mila euro per singola sottoscrizione o infine a patto che siano assistiti da gestori professionali di portafogli di investimento.

La figura 11 mostra in percentuale quali sono state le tipologie di investitori in minibond nel 2022, è possibile notare che al primo posto si trovano le banche con circa il 33% dei volumi, a seguire fondi di private debt con il 24%, banche estere e fondi stranieri con il 17% e cassa depositi e prestiti con il 14%.

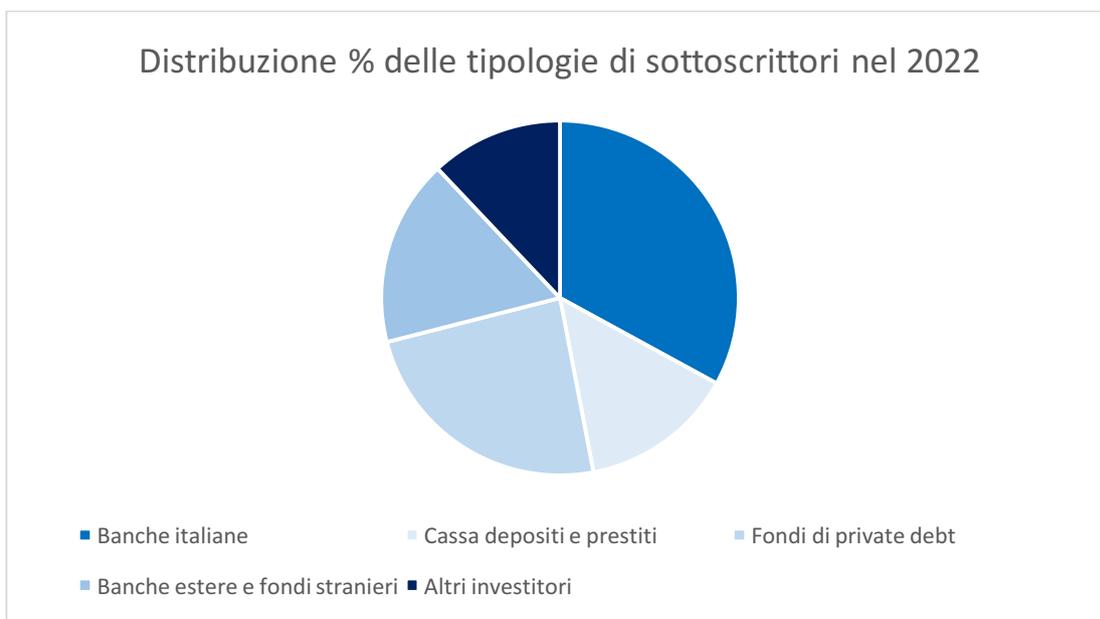


Figura 11 Realizzato da Umberto Murelli sulla base dei dati del "9° Report italiano sui Minibond" realizzato dal politecnico di Milano school of management.

A fronte del capitale che la società emittente raccoglie, questa si impegna alla remunerazione degli investitori che viene stabilita contrattualmente e consiste nel pagamento di cedole. Queste nella maggior parte dei casi sono fisse, ma rispetto agli anni passati, i dati del 2022 analizzati dall'Osservatorio del Politecnico di Torino nel "9° report italiano sui minibond" evidenziano che i casi di tassi indicizzati all'inflazione, ma anche alle performance sostenibili dell'impresa emittente, sono in netto aumento (105 emissioni con cedole indicizzate nel 2022 contro le 22 del 2021). Nell'ultimo anno la remunerazione offerta si è allineata all'aumento dei tassi sul mercato con una media del 5,18% rispetto a 3,94% del 2021, ciò inoltre è legato al fatto che questa tipologia di titoli di debito devono risultare appetibili per gli investitori che vogliono vedere ricompensato il rischio che sobbarcano, considerato anche che nel contesto attuale i titoli di stato offrono rendimenti elevati per i loro standard, ma con un rischio inferiore rispetto a quello di un'emissione obbligazionaria di una PMI.

Il rimborso del capitale avviene prettamente attraverso l'utilizzo di due modalità il cui utilizzo varia a seconda della scadenza del minibond:

- Nel caso di titoli short term con maturity a pochi mesi si ricorre nella maggioranza dei casi alla modalità "bullet" che consiste nel rimborso integrale del valore dell'emissione alla scadenza;
- Nel caso di titoli con una scadenza più lunga i dati evidenziano un utilizzo maggioritario del rimborso a rate successive (amortizing).

3.2.2 Convieni utilizzarli?

Le motivazioni tipiche alla base della scelta di utilizzare minibond sono:

- Sostenere la crescita interna senza ricorrere all'equity e quindi evitando la diluizione del controllo;
- Garantire liquidità nel breve periodo e finanziare il capitale circolante netto.
- Effettuare il rifinanziamento del debito già esistente.

Tenendo però in considerazione l'attuale andamento dell'inflazione che è iniziata a diminuire, ma con un ritmo molto lento, bisogna analizzare in quali casi è conveniente fare ricorso a questo strumento.

La risposta è che la partita per bilanciare e trovare il compromesso tra esigenze di emittenti e investitori si gioca sulla scadenza del minibond, sul fatto che venga utilizzato un tasso fisso o variabile e le aspettative sull'inflazione futura.

Per comprendere bisogna considerare il punto di vista di chi investe oggi in obbligazioni; attualmente il ciclo economico è in una fase intermedia e gli investitori sono disposti ad inserire strumenti di lunga durata in portafoglio solo a patto che vedano ricompensati i rischi che sopportano.

Gli investitori attuali sono più inclini a inserire strumenti a lungo termine nei loro portafogli solo se vengono adeguatamente compensati per il rischio associato. Questo si traduce in cedole proporzionali al rischio di insolvenza dell'emittente, con premi di rendimento più elevati in caso di percezione di maggiore rischio.

Il coinvolgimento di soggetti terzi come i Consorzi Fidi e il Fondo di Garanzia dello Stato può contribuire a mitigare il rischio e ridurre il costo del capitale.

Inoltre, la scarsa liquidità dei minibond sul mercato comporta la necessità di includere un premio di illiquidità nella cedola, che sarà più elevato per emissioni di piccolo controvalore e per minibond non quotati.

L'impresa quindi, dovrebbe valutare attentamente la durata da utilizzare con un'occhiata al possibile trend di diminuzione dei tassi di interesse.

Emettere titoli con scadenze relativamente brevi può infatti offrire la flessibilità di rifinanziarsi in maniera più conveniente appena sarà possibile.

I dati aggiornati al 2022 supportano questa affermazione, si evidenzia infatti un aumento delle emissioni

La Figura 12 evidenzia la presenza di differenze tra PMI e imprese più grandi nella scelta della scadenza. La durata delle prime risulta essere inferiore: in media 4,24 anni contro 5,35 per le grandi.

La maggior parte dei bond a breve termine, cioè meno di 12 mesi è emesso dalle PMI, mentre la maggior parte di quelli di durata superiore a 7 anni sono emessi dalle imprese di grandi dimensioni.

Ciò che si osserva in generale è la presenza di molta varianza, la causa principale è il differente scopo delle emissioni, quelle a breve termine sono infatti solitamente destinate a finanziare il capitale circolante, invece nel caso di emissioni sopra i 7 anni l'obiettivo è solitamente quello finanziario progetti infrastrutturali dove l'impresa nel medio/lungo periodo riscontra il bisogno di certezza riguardo la fonte e i costi di finanziamento al fine di pianificare la propria gestione finanziaria.

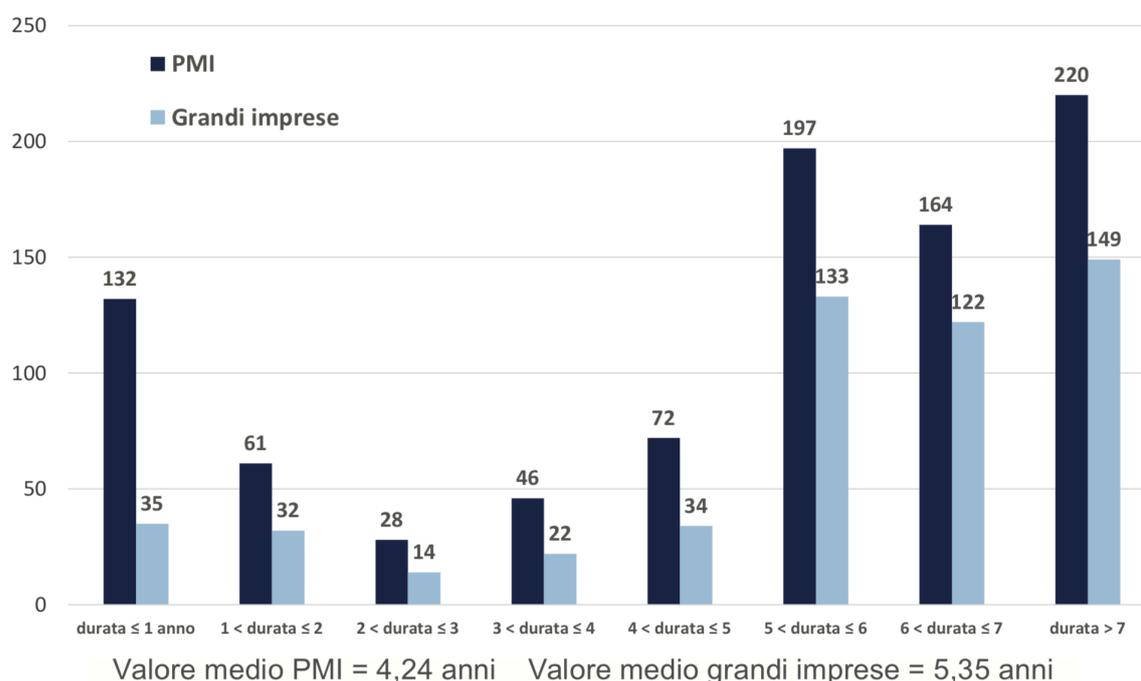


Figura 12 Distribuzione della scadenza dei minibond: differenza fra PMI e grandi imprese. Campione: 1.220 emissioni. Fonte: 9° REPORT ITALIANO SUI MINIBOND Copyright © Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

3.2.3 Modalità di emissione e tempistiche

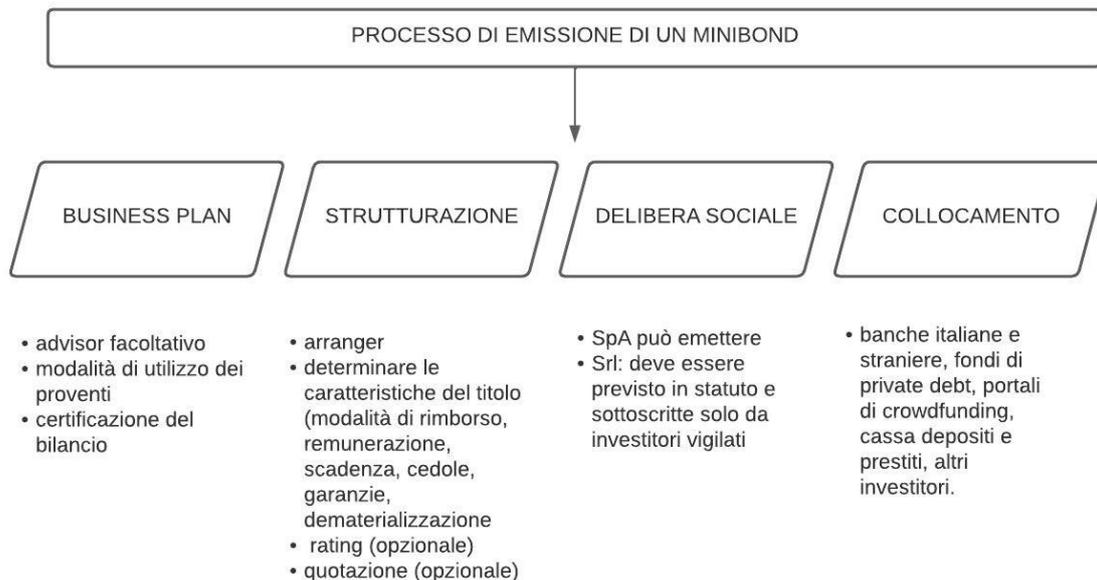


Figura 13 Schema realizzato da Umberto Murelli

Il processo di emissione di un minibond viene mostrato nella figura 13 e si articola in 4 fasi principali:

- Il business plan insieme ad una serie di attività preliminari sono fondamentali ai fini dell'emissione, in questa fase è possibile ricorrere alla figura dell'advisor, che si occupa di offrire supporto verificando i requisiti necessari previsti dalla normativa e la capacità dell'impresa a livello finanziario di riuscire ad adempiere alle obbligazioni che assumerà. Inoltre spesso è necessario che il bilancio aziendale venga certificato da una società di revisione.
- La strutturazione prevede l'intervento di una banca "arranger" che si occupa in primis di verificare la sostenibilità dell'operazione coordinandosi anche con l'advisor, si occupa poi di strutturare il minibond definendone le caratteristiche: modalità di rimborso, remunerazione, scadenza, cedole. La normativa attuale non impone il rating come obbligo per l'impresa, sicuramente quando presente contribuisce a dare maggiore trasparenza all'operazione facilitandone il successo.

- Per procedere con la delibera sociale entra in gioco la forma societaria dell'emittente, nel caso di una SpA non sorgono problematiche, invece nel caso di una Società a Responsabilità Limitata (S.r.l.), è obbligatorio che lo statuto includa disposizioni che consentano di emettere titoli di debito. Nel caso in cui non contenga tali disposizioni, sarà necessario procedere con una modifica statutaria per includerle.
- Infine si procede con il collocamento presso le tipologie di investitori presenti nella figura 13.

La figura 14 inserita di seguito mostra che le tempistiche necessarie per giungere all'emissione di un minibond variano a seconda del fatto che lo strumento sia a breve o medio/lungo termine e se l'impresa abbia già esperienza con questi processi.

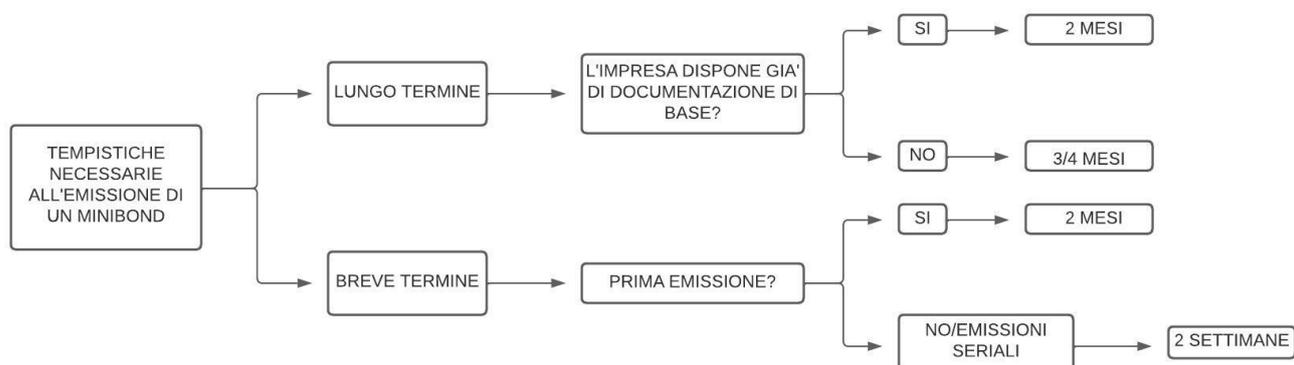


Figura 14 Schema realizzato da Umberto Murelli

3.2.4 I principali vantaggi e le opportunità

Le interviste effettuate agli imprenditori dal Politecnico di Milano riassumono le motivazioni principali per cui un'impresa potrebbe trovare interessante utilizzare questo mezzo per finanziarsi.

In primis permettono di diversificare le fonti di finanziamento, consentendo alle aziende di non dipendere esclusivamente dal credito bancario tradizionale.

A molti imprenditori piace infatti poter scegliere tra le varie fonti ed è stata riscontrata la volontà di sperimentare nuove strade di finanziamento, scoprendo e testandone il loro funzionamento. L'approccio innovativo piace a molti imprenditori, poiché consente loro di esplorare opzioni di finanziamento alternative senza compromettere gli assetti proprietari dell'azienda.

Un altro aspetto significativo dei minibond è la capacità di aprire un canale diretto con gli investitori istituzionali sul mercato finanziario. Questo avviene peraltro senza la necessità di modificare la struttura proprietaria dell'azienda al contrario di alternative il private equity o la quotazione in borsa che possono essere percepite come invasive dagli imprenditori delle aziende familiari tipiche della realtà italiana.

In aggiunta, l'emissione di minibond consente alle imprese di acquisire competenze nuove nel campo del mercato del capitale, arricchendo la loro conoscenza finanziaria e aprendo nuove opportunità di crescita durante il processo di emissione del titolo.

Consentono di allungare la scadenza del debito, fornendo alle imprese una maggiore flessibilità nella gestione dei loro obblighi finanziari a lungo termine e rendendolo più stabile evitando di rifinanziarlo tramite le banche nel breve termine.

Il tema delle garanzie è uno di quelli che può spingere maggiormente le PMI a valutarne l'utilizzo, sono molte le possibilità che supportano l'accesso al credito di queste attività come garanzie del fondo centrale gestito dal medio credito, possibilità di garanzie regionali, dal fondo europeo per gli investimenti, la garanzia SACE e i confidi a livello regionale/provinciale.

3.2.5 L'utilizzo della tecnologia blockchain

L'applicazione della tecnologia blockchain al mondo dei bond sta portando una rivoluzione nel mondo finanziario; anche l'Italia negli ultimi mesi ha adottato misure significative in questo ambito.

Il Dl approvato in data 16 marzo 2023 definisce gli strumenti che possono essere emessi sotto forma di “token”³, tra questi sono presenti: azioni, obbligazioni, titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata, ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano, ricevute di deposito relative a obbligazioni, strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano, nonché azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) italiani.

Un range di possibilità che supera quelle previste dall'UE e gioca in anticipo per il futuro.

Uno dei fini del decreto in questione è quello di garantire che la nazione italiana non rimanga indietro rispetto ad altri paesi europei nell'adozione del Regolamento (UE) 2022/858 riguardante le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia blockchain.

Gli investitori che sottoscriveranno obbligazioni “tokenizzate”, potranno esercitare i diritti senza documenti cartacei, è chiaro che tutto ciò segna un punto di svolta nelle modalità di emissione e gestione degli strumenti finanziari tradizionali.

Ovviamente anche altri paesi europei, in particolar modo Svizzera e Lussemburgo si sono attivati nell'utilizzo di questa tecnologia, con varie imprese che hanno emesso i loro primi bond basati su blockchain, sfruttando la tecnologia “DLT” che sta per “Distributed Ledger Technologies”⁴.

Queste iniziative stanno attirando l'attenzione di banche e istituzioni finanziarie che apprezzano i vantaggi legati alla trasparenza, ai minori costi e alla semplificazione

³ Qualsiasi asset che è digitalmente trasferibile tra due soggetti

⁴Definizione del ministero delle Imprese e del Made in Italy: Con il termine *Distributed Ledger Technologies (DLT)* si fa riferimento a “libri mastri” (o registri) elettronici, distribuiti geograficamente su un'ampia rete di nodi, i cui dati sono protetti da potenziali attacchi informatici grazie al fatto che le stesse informazioni sono ridondate, verificate e validate mediante l'adozione di diversi protocolli (o regole) comunemente accettati da ciascun partecipante.

offerti dalla tecnologia blockchain, tecnologia che deve ancora mostrare a pieno il proprio potenziale e che sicuramente troverà applicazioni in innumerevoli settori, compreso in particolar modo quello degli strumenti finanziari.

3.3 Basket Bond

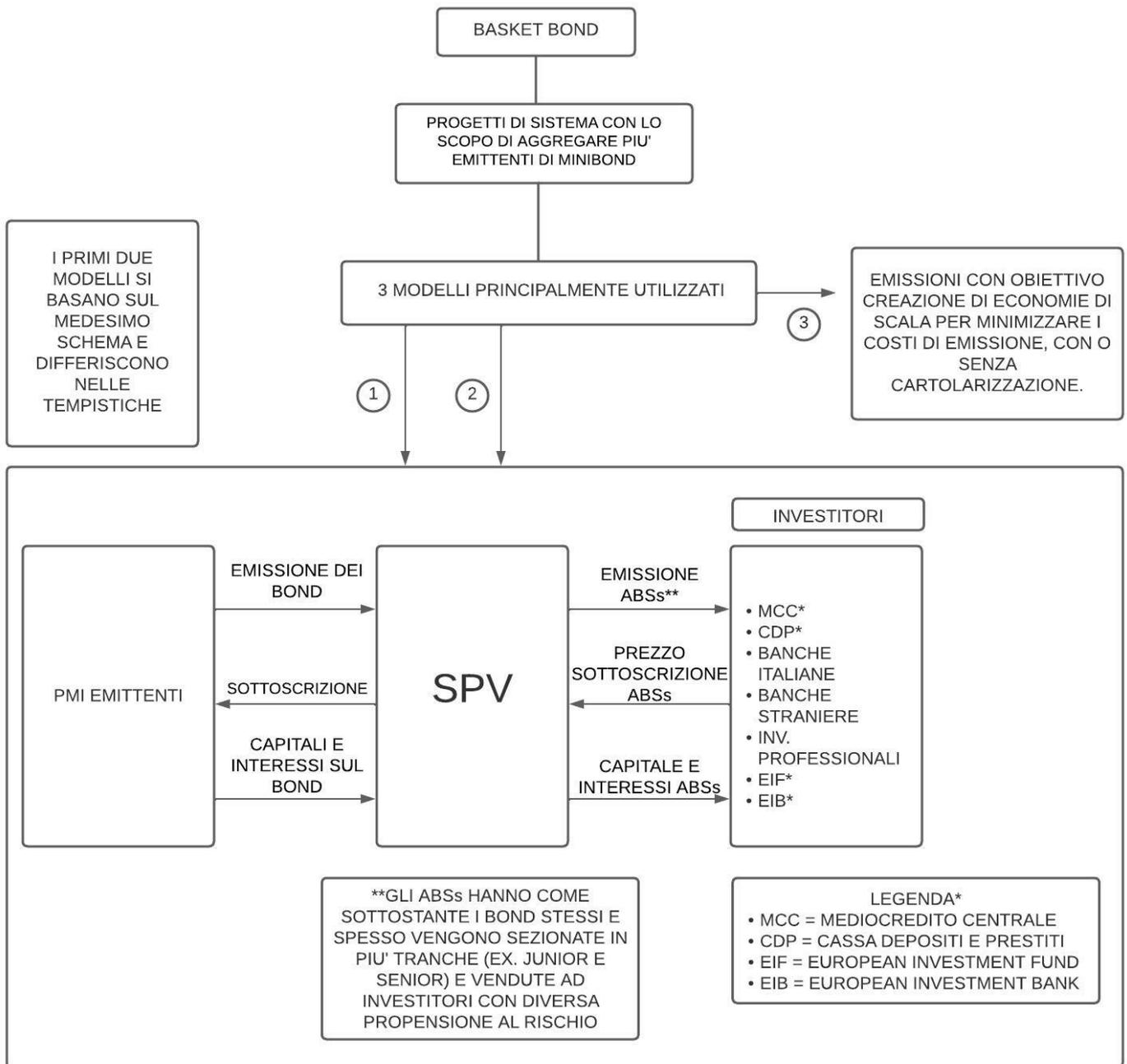


Figura 15 Schema realizzato da Umberto Murelli

Uno dei problemi legati ai minibond è la massa critica che difficilmente raggiunge dimensioni tali da interessare i grandi investitori, i basket bond rappresentano una soluzione. Il loro funzionamento si basa solitamente su operazioni di cartolarizzazione, che consistono nel mettere insieme tanti titoli di piccole dimensioni emessi da più imprese così da creare titoli di valore abbastanza elevato.

Ciò permette di collocare sul mercato un unico titolo cartolarizzato che ha come sottostante una serie di crediti su tante imprese diverse tra loro e che risulta essere ben diversificato.

Negli ultimi anni si sono registrate molte operazioni di sistema condotte con filiere locali o in ambito regionale, dove ci sono molte risorse messe sul tavolo dalle banche da cassa depositi e prestiti e dal fondo europeo per gli investimenti.

La figura 15 spiega schematicamente il funzionamento dei basket bond, solitamente vengono utilizzati 3 “modelli” nella creazione di queste operazioni.

I primi si basano sul medesimo schema e differiscono nelle tempistiche: nel primo caso tutte le imprese si accordano per fare emissioni sincronizzate nelle scadenze, nel secondo modello, che lascia più flessibilità alle imprese è previsto un periodo di "ramp-up"⁵ in cui vengono ceduti i titoli al veicolo di cartolarizzazione.

Il processo prevede che un veicolo di cartolarizzazione (SPV nella figura 15) sottoscrive i minibond delle imprese e li utilizza come sottostante di ABSs (Le **Asset backed securities** sono strumenti finanziari, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, del tutto simili alle normali obbligazioni; come queste, infatti, pagano al detentore una serie di cedole a scadenze prefissate per un ammontare determinato sulla base di tassi di interesse fissi o variabili.⁶) che verranno collocate presso gli investitori. Le PMI

⁵ Periodo in cui la SPV (Special Purpose Vehicle) acquista i titoli che andranno a costituire il collateral sottostante.

⁶ Fonte della definizione: tesi.luiss.it/29484/1/703981_MEDUGNO_MARCO.pdf

pagheranno alla SPV capitali e interessi sul bond e a sua volta questa pagherà capitali e interessi ai sottoscrittori degli ABSs.

Spesso inoltre questi asset vengono sezionate in tranche con diversi profili di rischio e quindi adatte alle esigenze di più target di investitori, quest'ultimi sono solitamente banche italiane e non, EIF e EIB, CDP e MCC (vedi legenda nella figura 15).

Il terzo modello invece, non prevede sempre l'utilizzo della cartolarizzazione, trova infatti come obiettivo principale l'ottimizzazione dei costi di emissione per le imprese attraverso economia di scala. In questi casi vengono raggruppate aziende accomunate ad esempio dallo stesso settore o dall'appartenenza ad una determinata area geografica.

I basket bond svolgono un ruolo fondamentale nel permettere di far incontrare le esigenze degli investitori professionali che hanno ticket minimi di investimento elevati e quelle delle piccole e medie imprese che necessitano di emettere minibond che come sappiamo sono solitamente caratterizzati da importi non elevati.

Si tratta dunque di un win-to-win dove entrambe le parti vedono soddisfatte i loro interessi, gli investitori comprano ABSs con sottostanti differenziati e le imprese riescono nel loro intento di ottenere capitale.

3.4 Crowdfunding

3.4.1 Cosa è?

Il crowdfunding, appartenente al settore del “Fintech”⁷ è uno dei servizi finanziari innovati dalla tecnologia digitale, nasce con lo scopo di agevolare il finanziamento e la raccolta di capitali attraverso varie modalità e facendo di base ricorso al contributo di una pluralità di investitori, sia privati che professionali e attraverso l’utilizzo di piattaforme online.

Questa pratica comprende una varietà di strumenti, ciascuno con caratteristiche distinte.

Nell'equity crowdfunding, menzionato precedentemente, gli investitori, a fronte del loro apporto di capitale, ottengono una quota della società proponente il progetto, diventando quindi soci effettivi. Gli investitori possono essere sia retail che qualificati, in particolare quest’ultimi, per legge, devono sottoscrivere almeno il 5% della campagna. Questa disposizione mira a fornire maggiore sicurezza e a incrementare le probabilità di successo.

È necessario che l’impresa definisca chiaramente tutte le caratteristiche della campagna di crowdfunding, ad esempio l'obiettivo finanziario che mira a raccogliere in base alle esigenze del progetto e una sua dettagliata descrizione, fornendo una serie di documenti e informazioni ai potenziali investitori al fine di ridurre le asimmetrie informative il più possibile.

⁷ Secondo la definizione della CONSOB con il termine "Fintech" viene generalmente indicata l'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può tradursi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, ed anche nuovi operatori di mercato

In media, il valore delle campagne in Italia si aggira intorno ai 200.000 euro che solitamente corrispondono ad una percentuale di circa l'8% delle quote della società date agli investitori in cambio dei capitali.

Inizialmente rivolto prettamente alle startup innovative, l'equity crowdfunding si è progressivamente aperto anche alle imprese tradizionali, a patto che siano società di capitali.

Attualmente le PMI e le PMI innovative, con una percentuale del 16% e del 12%, rispettivamente, sono tra i più grandi utilizzatori di questo strumento.

Le piattaforme devono ottenere l'autorizzazione dalla CONSOB; in Italia, al 30 giugno 2022, ne esistevano 49 altamente specializzate in settori specifici e che quindi raccoglievano diversi target di imprese.

Il lending crowdfunding non si discosta particolarmente dal credito bancario tradizionale, la principale differenza sta nell'utilizzo di piattaforme online e dal fatto che il capitale proviene da una molteplicità di investitori. Grazie ai sistemi digitalizzati di valutazione, le tempistiche possono essere ridotte e la prefattibilità del finanziamento può essere stabilita con pochi dati. Il processo di istruttoria è più agile e digitalizzato, ma è importante sottolineare che anche utilizzando questo strumento di finanza alternativa l'accesso al credito non è garantito e non è detto che sia più semplice ottenerlo rispetto al tradizionale bancario.

Esistono due modelli principali: il modello "diretto", in cui la piattaforma colloca i fondi degli investitori tra le imprese prenditrici automaticamente basandosi sui profili di avversione al rischio individuali selezionati. Il secondo invece è il modello "diffuso", nel quale gli investitori scelgono autonomamente su chi investire.

In Italia, queste due forme di crowdfunding, secondo i dati del 7° Report italiano sul Crowdfunding, hanno generato complessivamente 430,60 milioni di euro tra il 1° luglio 2021 e il 30 giugno 2022, con una crescita del 27% rispetto all'anno precedente. Questo mercato sta attraversando una fase di consolidamento e si dimostra particolarmente utilizzato nei progetti legati a tematiche ESG.

3.4.2 I punti chiave nello sviluppo di questa tecnologia

Sono diversi i punti chiave che nei prossimi anni richiederanno particolare attenzione per lo sviluppo continuo e sostenibile dell'utilizzo del crowdfunding come fonte di finanziamento:

L'entrata in vigore del regolamento UE n. 2020/1503 riguardante l'armonizzazione delle regole relative ai fornitori di servizi e alle piattaforme di crowdfunding a livello europeo segna un notevole passo in avanti. Questo infatti, introduce importanti novità che avranno ripercussioni nel settore e richiederanno una piena conformità da parte delle piattaforme che dovranno adeguarsi. In Italia, in particolare, entro il termine ultimo del 10 novembre 2023, si rende necessario nominare un'autorità competente per il rilascio delle autorizzazioni alle piattaforme.

L'aumento della trasparenza è l'elemento determinante per il corretto funzionamento e quindi per il successo del crowdfunding, soprattutto nell'ambito dell'equity crowdfunding.

È importante lavorare per ridurre il gap informativo tra datori e prenditori di fondi, gli investitori devono avere accesso a informazioni chiare e dettagliate sui progetti e sulle opportunità di investimento per dare fiducia a questo mercato.

La creazione di un mercato secondario per le quote di equity crowdfunding che permetta e faciliti l'incontro tra domanda e offerta sarà necessario per garantire una maggiore liquidità e dinamicità al settore.

Questo mercato consentirebbe agli investitori di vendere o acquistare le loro quote in modo più agevole, incoraggiando ulteriormente la partecipazione.

Per sostenere una crescita continua del crowdfunding, è essenziale che gli imprenditori siano più disinvolti nell'utilizzarlo. A riguardo lavorare sull'educazione finanziaria e la formazione sulle opportunità offerte dalla finanza alternativa è la chiave per raggiungere l'obiettivo.

3.5 Il rapporto tra il credito bancario e la finanza complementare

Gli strumenti trattati, in molti casi, non risultano essere all'atto pratico più convenienti di un prestito bancario tradizionale.

Ipotizzando una PMI sana, ben patrimonializzata, con garanzie adeguate e con una rendicontazione sulla sostenibilità ricorrere al sistema bancario per finanziarsi è una via assolutamente valida da percorrere. Nella realtà dei fatti spiegata nei capitoli precedenti, però, è chiaro che non tutte le piccole e medie imprese si trovano nella situazione appena ipotizzata.

Bisogna considerare inoltre che il mercato della finanza alternativa ad oggi, per quanto in crescita è ancora molto piccolo.

Nel contesto di riferimento però, può comunque essere di aiuto sia per imprese sane sia per altre che si trovano in situazioni più complicate; per le prime rappresenta una via per ridurre la dipendenza dal sistema bancario, differenziando le fonti. Per le seconde invece offre maggiori possibilità di accedere al credito, grazie anche alle molte garanzie messe in campo dallo stato a disposizione delle PMI. Credito che però come già detto non risulta essere nella maggior parte dei casi più economico rispetto a quello prestato dalle banche.

Quindi la chiave per fornire capitale alle PMI italiane nel breve termine non potrà essere rappresentata dalla finanza complementare, ciò che è auspicabile è una forte cooperazione tra banche, garanzie statali ed imprese. In particolare quest'ultime dovranno essere proattive nel all'andare incontro a quella che è la direzione dell'unione europea, direzione che come spiegato nel primo capitolo influenza direttamente le banche che si trovano a doversi adeguare. Tutto ciò deve avvenire perché attività rappresentano la spina dorsale dell'economia italiana e non possono assolutamente rallentare la loro crescita anche nell'ottica di rimanere competitivi a livello internazionale.

L' aumento di competenze finanziarie interne alle singole PMI è necessaria per farle avvicinare più agevolmente alle opportunità che si presentano.

A riguardo si procede con l'analisi di alcuni degli strumenti messi a disposizione per aiutare le aziende in questo percorso.

3.7 Gli strumenti a disposizione

3.7.1 Transizione sostenibile:

1) Citando quanto riporta il sito di Invitalia: “l’iniziativa **Investimenti sostenibili 4.0 – PN RIC 2021-2027**, in continuità con il precedente bando del 2022 è l’incentivo a sostegno di nuovi investimenti imprenditoriali innovativi e sostenibili che facciano ampio ricorso alle tecnologie digitali, nella direzione indicata dal Piano Transizione 4.0. Destinatari sono le micro, piccole e medie imprese delle regioni meno sviluppate del Mezzogiorno (Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sicilia e Sardegna). La misura dà attuazione agli obiettivi di sviluppo indicati nel Programma Nazionale “Ricerca, Innovazione e Competitività per la transizione verde e digitale” FESR 2021-2027. La dotazione finanziaria complessiva dello strumento è pari a 400 milioni di euro.”

Le PMI devono rispettare alcuni requisiti per accedere: devono essere regolarmente costituite, attive nel registro delle imprese, non sottoposte a procedure concorsuali e rientrare in determinate condizioni finanziarie e normative.

L'agevolazione riguarda l'acquisto di nuove immobilizzazioni materiali e immateriali, come macchinari, programmi informatici e licenze, spese di consulenza e certificazioni; verrà data la priorità ai progetti che ambiscono a perseguire obiettivi di sostenibilità e che potenzialmente possano creare un impatto notevole in senso positivo a riguardo.

Le agevolazioni vengono erogate attraverso contributi in conto impianti e finanziamenti agevolati, coprendo fino al 75% delle spese ammissibili.

Le domande per l'accesso devono essere presentate in via telematica attraverso l'apposita procedura informatica di Invitalia.

2) Citando quanto riporta il sito del Ministero delle Imprese e del Made in Italy: “La misura **Voucher per consulenza in innovazione** è l’intervento che, in coerenza con il Piano nazionale “Impresa 4.0”, sostiene i **processi di trasformazione tecnologica e digitale delle PMI e delle reti di impresa** di tutto il territorio nazionale attraverso l’introduzione in azienda di figure manageriali in grado di implementare le tecnologie abilitanti previste dal Piano Nazionale Impresa 4.0, nonché di ammodernare gli assetti gestionali e organizzativi dell’impresa, compreso l’accesso ai mercati finanziari e dei capitali.

La dotazione finanziaria stanziata per l’attuazione dell’intervento è pari a 75 milioni di euro.”

Possono beneficiare di questi incentivi le imprese che soddisfano determinati requisiti: essere classificate come micro, piccole o medie imprese, non essere coinvolte in settori esclusi dalla normativa "De Minimis"⁸, avere una presenza attiva sul territorio nazionale, essere in regola con contributi previdenziali, non essere in situazioni di difficoltà finanziaria o procedura concorsuale, e non aver ricevuto aiuti dichiarati incompatibili dalla Commissione Europea.

Le spese ammissibili comprendono consulenze specialistiche erogate da manager dell'innovazione qualificati e indipendenti, inseriti nell'azienda con un contratto di consulenza di almeno nove mesi.

Le agevolazioni sono erogate sotto forma di contributo "De Minimis", con un massimo differenziato in base al tipo di beneficiario:

⁸ La soglia “De Minimis” non è altro che il tetto massimo di contributi concedibili per singola impresa, pari a 200.000,00€ nell’arco dell’ultimo triennio, compreso quello in corso. I settori esclusi sono: produzione agricola, pesca, acquacoltura e dell’industria carboniera.

- Micro e piccole imprese: contributo fino al 50% delle spese sostenute fino a 40.000 euro
- Medie imprese: contributo fino al 30% delle spese sostenute fino a 25.000 euro
- Reti di imprese: contributo fino al 50% delle spese sostenute fino a 80.000 euro

3) Il programma "**Beni strumentali - Nuova Sabatini**" è un'iniziativa del Ministero delle Imprese e del Made in Italy che mira a agevolare l'accesso al credito per le imprese, al fine di potenziare la competitività del sistema produttivo del paese. L'agevolazione consiste nel supportare gli investimenti nelle acquisizioni o locazioni di macchinari, attrezzature, impianti, hardware, software e tecnologie digitali.

Questo programma è rivolto alle micro, piccole e medie imprese (PMI) che soddisfano i seguenti requisiti: regolare costituzione e iscrizione nel Registro delle imprese, l'assenza di situazioni di liquidazione o procedure concorsuali, e la conformità alle norme UE riguardo agli aiuti. Non sono ammesse imprese che svolgono attività finanziarie e assicurative.

I beni ammissibili devono essere nuovi e rientrare nelle categorie di impianti e macchinari, attrezzature industriali e commerciali, software, tecnologie digitali e altri beni. Sono esclusi beni usati, terreni, fabbricati e immobilizzazioni in corso. Tali beni devono essere funzionali all'attività produttiva e riconducibili agli investimenti in "industria 4.0", con specifici elenchi di beni immateriali ammissibili.

L'agevolazione consiste nella concessione di finanziamenti da parte di banche e intermediari finanziari aderenti, che coprono le spese di investimento e possono essere assistiti dalla garanzia del "Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese" che verrà trattato nel punto successivo. Inoltre, il Ministero concede un contributo correlato agli interessi sui finanziamenti, calcolati in modo convenzionale su un periodo di cinque anni. L'ammontare del contributo è variabile sulla base del tipo di investimento (ordinario, 4.0 o green) e all'importo del finanziamento.

4) **Il Fondo di Garanzia per le PMI** è uno strumento operativo dal 2000, la sua finalità è quella di facilitare l'accesso alle fonti finanziarie delle piccole e medie imprese mediante la concessione di una garanzia pubblica che si affianca e spesso si sostituisce alle garanzie reali fornite dalle imprese.

L'impresa ha quindi una possibilità nettamente più elevata di ottenere finanziamenti senza garanzie aggiuntive (e senza costi di fidejussioni o polizze assicurative), secondo i dati disponibili infatti, circa il 99% delle aziende che non disponevano di garanzie ha avuto comunque accesso al finanziamento richiesto grazie a questo strumento.

Il funzionamento del Fondo di garanzia prevede che l'agevolazione possa essere attivata solo in concomitanza con finanziamenti concessi da banche, società di leasing e altri intermediari finanziari.

La garanzia non condiziona il rapporto tra la banca e il cliente, compresi tassi di interesse e condizioni di rimborso che vengono concordati tra le parti.

Il Fondo di garanzia copre principalmente le imprese di micro, piccole e medie dimensioni (PMI) e i professionisti titolari di partita IVA.

La valutazione del merito di credito del beneficiario finale non è richiesta per l'ammissibilità alla garanzia, a causa delle disposizioni emergenziali in atto.

Per richiedere la garanzia, le imprese e i professionisti devono presentare la domanda tramite una banca o un Confidi ("consorzio di garanzia collettiva dei fidi") accreditato.

Nel caso di una banca, essa si occuperà di inoltrare la richiesta al Fondo di garanzia. Nel caso di un Confidi, questi garantirà l'operazione inizialmente e presenterà la richiesta di controgaranzia al Fondo.

3.7.2 Educazione finanziaria e approccio agli strumenti di finanza innovativa:

1) Il 7 luglio 2023 Banca d'Italia ha presentato il suo primo **programma di educazione finanziaria rivolto ai piccoli imprenditori**, captando la carenza citata precedentemente di nozioni basilari in ambito economico che caratterizzano molte delle PMI italiane. Questo programma è già stato sperimentato in collaborazione con Confartigianato e CNA (Confederazione nazionale dell'Artigianato), coinvolgendo circa 250 formatori e 3.000 imprenditori, dando ottimi risultati.

Il programma si basa su una semplificazione del linguaggio e un approccio concreto e innovativo; i partecipanti affrontano temi di finanza d'impresa e rapporto con le banche, combinando corsi online interattivi con lezioni dal vivo.

Sono 3 le motivazioni principali per cui Banca d'Italia giustifica la scelta di intraprendere questa iniziativa:

-Benefici per le imprese, infatti diversi studi evidenziano come le competenze finanziarie influenzano positivamente l'andamento aziendale mostrando una correlazione positiva con redditività, crescita del fatturato, gestione del debito e possibilità di accesso al credito.

-Livello basso delle competenze finanziarie in Italia; risulta una bassa alfabetizzazione finanziaria tra i piccoli imprenditori, che come spiegato nel paragrafo 1.2 rappresentano

una grande parte del fatturato e degli occupati della nazione. Di conseguenza diventa imprescindibile dotarli di nozioni base per garantire la sopravvivenza di queste realtà

-Facilitare l'approccio alla finanza innovativa considerato il ruolo fondamentale che giocherà nei prossimi anni e visti i rapidi cambiamenti che stanno caratterizzando il sistema finanziario e la sua regolamentazione. Si pone dunque la necessità di disporre di informazioni accurate per affrontare i cambiamenti e valutare il rischio delle nuove situazioni che potranno capitare nel futuro prossimo.

CONCLUSIONI

Durante il primo capitolo di questo progetto di tesi sono stati trattati gli elementi fondamentali e propedeutici per comprendere l'importanza delle PMI per l'Italia, il contesto in cui operano, le sfide e le problematiche che si trovano ad affrontare. Nel secondo la trattazione si è focalizzata sulla struttura finanziaria di queste realtà, sull'analisi dei fattori che influenzano la scelta tra il ricorso al debito o all'equity come fonte di finanziamento. Nel terzo capitolo infine si è arrivati al cuore della trattazione, introducendo il mondo della finanza complementare o "alternativa" e analizzando gli strumenti a disposizione delle imprese, indagandone i pro e i contro ed il loro rapporto con il credito bancario.

Nella parte introduttiva la tesi si è posta tre domande ora in questa sede tenteremo di dare delle risposte:

Le decisioni relative al reperimento di capitali per un'impresa sono influenzate da diversi aspetti che una PMI dovrebbe tenere in considerazione. In primo luogo, è fondamentale considerare la fase del ciclo di vita in cui si trova l'azienda. Ad esempio, durante la fase di avvio o start-up, potrebbe essere necessario il capitale di rischio a causa dell'incertezza e della mancanza di garanzie. In fasi più avanzate, come la crescita e la maturità, possono essere utilizzati sia il debito che l'equity per finanziare l'espansione e l'innovazione. A livello di durata temporale le necessità a medio/lungo termine richiedono fonti stabili, come il capitale proprio o il debito a lungo termine, mentre le necessità

temporanee possono essere soddisfatte con fonti a breve termine. I costi associati agli strumenti finanziari devono essere attentamente valutati. Ci sono costi legati al debito, come gli interessi, e costi legati all'equity, come i dividendi o la diluizione del controllo. La velocità con cui l'azienda ha bisogno di fondi può essere un fattore determinante. Alcuni strumenti di finanza alternativa possono risultare più veloci rispetto ad altri. Tuttavia, è essenziale essere preparati e avere la documentazione finanziaria pronta per accelerare il processo. Infine le esigenze specifiche dell'azienda come ad esempio il finanziamento del circolante, il supporto per piani di crescita a medio/lungo termine o la raccolta di capitale di rischio, dovrebbero guidare la scelta degli strumenti finanziari più adatti.

Considerata l'importanza delle PMI, il rapporto tra stato/unione europea e piccole medie imprese assume rilievo nel contesto attuale.

Gli sforzi però devono venire da entrambi le parti, lo stato e l'UE devono sostenere le PMI nell'affrontare le sfide odierne e fare in modo che gli investimenti non si fermino, per farlo è necessario che venga garantito l'accesso al credito. In particolar modo il lato regolamentare sarà un punto determinante in quanto l'emanazione di normative stringenti potrebbe strozzare sul nascere lo sviluppo dei mercati degli strumenti alternativi.

Le imprese allo stesso tempo devono essere proattive per valorizzare le opportunità che già vengono e verranno date, con la consapevolezza che le 4 sfide spiegate nel primo capitolo sono profondamente interconnesse tra loro e necessarie per un futuro solido.

Gli intermediari finanziari, in particolare le banche sono dei player cruciali, poiché quando si parla di finanza complementare non bisogna mai dimenticare che si fa riferimento ad un mercato piccolo in confronto a quelle che sono le necessità delle imprese italiane.

Gli istituti bancari rimarranno per un lungo periodo di tempo la fonte principalmente utilizzata.

Dai dati analizzati nei capitoli di questa tesi si riscontra una crescita notevole nell'utilizzo della finanza complementare che è iniziata a seguito di eventi come la pandemia e la guerra, dunque è probabile che nel caso in cui le condizioni

economiche dovessero peggiorare ulteriormente il ricorso a questi strumenti diventi sempre più frequente. E' altrettanto probabile che quando la situazione economica migliorerà l'esigenza di differenziare le fonti di approvvigionamento potrebbe essere diventata una necessità per le imprese e queste vie alternative continuerebbero a rappresentare la via per ridurre la dipendenza dal credito bancario.

Non si esclude inoltre che le banche stesse saranno sempre più legate alle fonti alternative, basti ricordare che queste sono le principali sottoscrittrici dei minibond emessi dalle PMI italiane; inoltre ridurre le asimmetrie informative è una delle necessità più impellenti per consentire un utilizzo più disinvolto degli strumenti di finanza alternativa e in questo gli intermediari finanziari potranno contribuire.

Nel futuro si prospetta dunque un periodo di crescita in cui gli strumenti in questione mostreranno il loro potenziale, a cui seguirà con grande probabilità un momento in cui la curva di crescita nell'utilizzo si stabilizzerà. A quel punto si configurerà una situazione nella quale si vedrà la coesistenza del credito bancario con la finanza complementare.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

9° REPORT ITALIANO SUI MINIBOND Copyright © Politecnico di Milano
– Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Rapporto regionale PMI 2023 realizzato da CERVED e CONFINDUSTRIA

QUADERNO DI RICERCA: LA FINANZA ALTERNATIVA PER LE PMI IN
ITALIA Copyright © Unioncamere - Innexa - Politecnico di Milano,
Dipartimento di Ingegneria Gestionale

<https://blog.osservatori.net/pmi-significato-numeri-innovazione#:~:text=Le%20PMI%20italiane%20sono%20invece,del%20valore%20aggiunto%20del%20Paese>

<https://blog.osservatori.net/pmi-significato-numeri-innovazione#:~:text=Su%204%2C4%20milioni%20di,%2C09%25%20di%20grandi%20imprese>

<https://docplayer.it/64805085-Universita-degli-studi-di-padova.html>

https://www.gazzettaufficiale.it/atto/corte_costituzionale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=3&art.versione=1&art.codiceRedazionale=008C0900&art.dataPubblicazioneGazzetta=2008-11-26&art.idSottoArticolo=0

<https://greenreport.it/rubriche/laautorizzazione-unica-ambientale-cose-e-come-funziona/>

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=39934835#/showdoc/39934835/bondlemissione?ref=pullsearch>

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=39523741#/showdoc/39523741/bondlemissione?ref=pullsearch> 1/1

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=39923029#/showdoc/39923029/bondlemissione?ref=pullsearch> 1/1

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=38822689#/showdoc/38822689/blockchainbond?ref=pullsearch>

<https://www.invitalia.it/cosa-facciamo/rafforziamo-le-imprese/nuovi-investimenti-sostenibili-40>

<https://www.mimit.gov.it/it/incentivi/voucher-per-consulenza-in-innovazione-secondo-sportello>

https://www.gazzettaufficiale.it/atto/corte_costituzionale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=3&art.versione=1&art.codiceRedazionale=008C0900&art.dataPubblicazioneGazzetta=2008-11-26&art.idSottoArticolo=0

<https://www.ilsole24ore.com/art/non-solo-banca-perche-pmi-cercano-nuovi-strumenti-finanziamento-AEEYN0YB>

Conferenza online del sole 24 ore: “Finanza e PMI istruzione per l’uso”

<https://stream24.ilsole24ore.com/video/eventi/finanza-pmi-istruzioni-l-uso-26-settembre-2022/AEgRPz3B>

www.fortuneita.com/2022/06/09/crisi-ucraina-supply-chain-e-pmi-italiane-abbiamo-un-problema/

web.tiscali.it/paolopracucci/derivati%201.htm

blog.osservatori.net/it_it/dynamic-discounting-che-cos-e

www.dima.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid765976.pdf

www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01375462.pdf