

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di laurea in Amministrazione, Finanza e Controllo

Cattedra Strumenti di Finanziamento per le imprese

Il ruolo dell'alternative lending, come rispondono agli shock le PMI italiane

Professore Riccardo Andriolo

RELATORE

Professore Mario Comana

CORRELATORE

Francesco Simeoli Matr. 764921

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

INTRODUZIONE	9
Metodi e domanda di ricerca	11
1 Il finanziamento delle PMI nell'attuale contesto e nel recente passato	13
1.1 Panorama del credito italiano	13
1.2 Dipendenza dal credito bancario	29
1.3 La crisi dei mutui sub-prime	36
1.3.1 Presupposti ed evoluzione	36
1.3.2 Analisi quantitativa.....	42
1.3.3 Considerazioni.....	46
1.4 Credit crunch e la crisi dei debiti sovrani.....	47
1.4.1 Presupposti ed evoluzione	47
1.4.2 Analisi quantitativa.....	51
1.4.3 Considerazioni.....	59
1.5 Impatto del Covid-19 sulle fonti di finanziamento	60
1.5.1 Presupposti ed evoluzione	60
1.5.2 Analisi quantitativa.....	63
1.5.3 Considerazioni.....	76
1.6 Il boom dei tassi di interesse e i conflitti di guerra.....	77
1.6.1 Presupposti ed evoluzione	77
1.6.2 Analisi quantitativa.....	79
1.6.3 Considerazioni.....	86
2 Gli strumenti di finanza alternativa.....	88
2.1 Perimetro dell'analisi	88
2.2 Minibond	92
2.2.1 Definizione e contesto normativo.....	92
2.2.2 Analisi quantitativa.....	97
2.2.3 Riflessioni	105
2.3 Crowdfunding.....	106
2.3.1 Definizione e contesto normativo.....	106
2.3.2 Analisi quantitativa.....	108
2.3.3 Riflessioni	121

2.4	<i>Invoice trading</i>	122
2.4.1	Definizione e contesto normativo.....	122
2.4.2	Analisi quantitativa.....	125
2.4.3	Riflessioni	127
2.5	<i>Direct lending</i>	128
2.5.1	Definizione e contesto normativo.....	128
2.5.2	Analisi quantitativa.....	130
2.5.3	Riflessioni	133
2.6	La transizione climatica una sfida oppure un'opportunità per le PMI?	133
3	<i>Intervista al CLO di Iccrea Banca</i>	143
	CONCLUSIONI	149
	BIBLIOGRAFIA	155

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: Tassi di variazione sui 12 mesi dei prestiti bancari ai residenti in Italia dal 2005 al 2008	15
Figura 2: Condizioni della domanda di credito in Italia dal 2011 al 2023	16
Figura 3: Condizioni dell'offerta di credito in Italia dal 2011 al 2023.....	17
Figura 4: Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro per settore dal 2003 al 2008 (valori percentuali) .	19
Figura 5: Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro per settore dal 2008 al 2017 (valori percentuali) .	19
Figura 6: Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro per settore dal 2017 al 2023 (valori percentuali) .	20
Figura 7: Esito della domanda di credito delle imprese italiane nel 2023	22
Figura 8: Tassi di deterioramento dei crediti delle imprese.....	24
Figura 9: Cashflow/attivo diviso per classe dimensionale dal 2007 al 2022.....	26
Figura 10: Tasso di inflazione nell'eurozona dal 2021 al 2024 e forecasts.....	29
Figura 11: Passività delle società non finanziarie italiane dal 2013 al 2022 (valori in miliardi di euro)	31
Figura 12: Tassi di interesse US dal 2000 al 2009 (valori percentuali)	38
Figura 13: Prezzi medi delle abitazioni negli Stati Uniti dal 2000 al 2009	39
Figura 14: Credit default swap medi del settore bancario: Italia, Europa e USA dal 2007 al 2009	43
Figura 15: Produzione industriale e clima di fiducia delle imprese italiane dal 2001 al 2010 (dati mensili)	44
Figura 16: Tassi di crescita dei prestiti bancari al settore privato in Italia e nell'Area Euro dal 2003 al 2008 (valori percentuali)	45
Figura 17: Tassi di crescita dei prestiti bancari alle imprese italiane per categoria dimensionale dal 2001 al 2008 (valori percentuali)	46
Figura 18: Andamento del tasso medio ponderato di interesse dei titoli di Stato calcolato sulla base dei rendimenti lordi all'emissione dei titoli emessi in un singolo anno dal 2000 al 2024	48
Figura 19: Indice mensile destagionalizzato del clima di fiducia dei consumatori dal 2003 al 2023	49
Figura 20: Spread BTP – BUND dal 2011 al 2024	50
Figura 21: Crescita annuale del PIL italiano dal 2006 al 2018.....	51
Figura 22: PMI per score economico-finanziario dal 2007 al 2012 (in valore assoluto e in % sul totale delle PMI dell'anno)	53
Figura 23: Produttività delle imprese durante il credit crunch	54
Figura 24: Evoluzione del costo del debito durante il credit crunch per categoria di imprese	55
Figura 25: Investimenti delle società di capitale rispetto al trend di lungo periodo dal 1982 al 2012.....	56
Figura 26: ROA per livello di dipendenza bancaria durante il credit crunch (valori in percentuale)	57
Figura 27: Probabilità di default delle PMI per livello di dipendenza bancaria durante il credit crunch (valori percentuali)	58
Figura 28: Indice mensile destagionalizzato del clima di fiducia delle imprese italiane dal 2003 al 2023 .	62

Figura 29: Produzione industriale in Italia: indice ISTAT destagionalizzato e media mobile a 3 mesi dal 2017 al 2022 (base 2015=100).....	63
Figura 30: Scenario macroeconomico dal 2019 al 2022	64
Figura 31: Andamento dei ricavi delle PMI dal 2007 al 2020	65
Figura 32: Variazione percentuale fatturato per classe dimensionale dal 2019 al 2021	66
Figura 33: Flessione del fatturato per classe dimensionale imputabile al Covid-19 (valori percentuali) ...	67
Figura 34: Andamento del valore aggiunto per dimensione d'impresa dal 2018 al 2020	68
Figura 35: Imprese in perdita durante la pandemia Covid divise per classe dimensionale.....	69
Figura 36: Mancati pagamenti delle PMI e delle grandi imprese sullo stock di fatture, dal 2012 al 2021 (valore delle partite non saldate in % su quelle in scadenza e già scadute)	69
Figura 37: Giorni medi concordati in fattura per dimensione d'impresa dal 2012 al 2021	70
Figura 38: Andamento di debiti finanziari, capitale netto e leva finanziaria delle PMI dal 2007 al 2020 ..	72
Figura 39: Crediti e debiti commerciali delle PMI italiane dal 2007 al 2020	73
Figura 40: Scala di rischiosità delle PMI italiane dal 2019 al 2022.....	74
Figura 41: Variazione percentuale del fatturato per classe di indebitamento bancario dal 2020 al 2022 .	75
Figura 42: Rapporto tra oneri finanziari e MOL per classe di indebitamento bancario dal 2020 al 2022..	76
Figura 43: Indice dei prezzi al consumo dal 2019 al 2024	78
Figura 44: Euribor 6 mesi dal 2000 al 2024.....	78
Figura 45: Variazione percentuale del fatturato per classe dimensionale dal 2020 al 2022	80
Figura 46: Quota di imprese con problemi di liquidità per classe di impatto BCE.....	81
Figura 47: Variazione percentuale del MOL per classe d'impatto BCE dal 2020 al 2023.....	82
Figura 48: Effetto debito e effetto tassi sul ROE delle PMI nel 2020.....	83
Figura 49: Giorni medi di pagamento delle PMI dal 2012 al 2023.....	84
Figura 50: Mancati pagamenti delle PMI dal 2019 al 2022	85
Figura 51: Imprese con ritardo superiore a due mesi divise per classe dimensionale dal 2012 al 2023 ...	86
Figura 52: Il flusso di finanziamento da canali alternativi al credito bancario per le PMI italiane tra il 2021 e il 2022 (valori in milioni).....	90
Figura 53: I minibond emessi da PMI in Italia dal 2013 al 2023 (flusso semestrale)	99
Figura 54: Controvalore delle emissioni di minibond dal 2018 e 2022 (dati in milioni)	101
Figura 55: Flusso semestrale dei finanziamenti erogati in crowdfunding in Italia dal 2020 al 2023 (dati in milioni di euro)	109
Figura 56: Flusso temporale del numero di campagne di equity crowdfunding in Italia dal 2014 a Giugno 2023	112
Figura 57: Statistiche sulle imprese che hanno promosso campagne di equity crowdfunding sulle piattaforme autorizzate da CONSOB fino al 30 giugno 2023	113
Figura 58: Evoluzione dell'EBITDA di un campione di 396 imprese industriali che hanno raccolto attraverso l'equity crowdfunding dal 2014 al 2020 (l'anno 0 è quello della campagna)	114

Figura 59: Distribuzione delle sottoscrizioni per singolo importo divise per investitori	116
Figura 60: I modelli del lending crowdfunding	118
Figura 61: Andamento del tasso di interesse medio offerto dalle campagne di lending crowdfunding nel segmento business non immobiliare	120
Figura 62: I modelli delle piattaforme di invoice trading	123
Figura 63: Evoluzione del factoring dal 2020 al 2022 (dati in miliardi)	126
Figura 64: Numero di deals di private debt dal 2021 al 2023 per l'Italia	130
Figura 65: Il mercato italiano del private debt confronto I semestre 2022 e 2023	131
Figura 66: Flusso investimenti di direct lending nelle PMI italiane dal I semestre 2021 al I semestre 2022 (dati in milioni)	132
Figura 67: I tre scenari che combinano rischio fisico e rischio climatico secondo la BCE	135
Figura 68: PD mediane per scenario, delta rispetto al 2020	137
Figura 69: Distribuzione imprese per valutazione ESG	138
Figura 70: Probabilità di default di un campione di 150 PMI con valutazioni ESG	139

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: Classificazione imprese secondo la Commissione Europea	14
Tabella 2: Valori tassi di deterioramento imprese italiane divisi per classe dimensionale.....	25
Tabella 3: Previsioni sui principali indicatori finanziari su dati ISTAT, IMF e BCE dal 2022 al 2025.....	27
Tabella 4: Scenario macroeconomico dal 2022 al 2025.....	28
Tabella 5: Quota di indebitamento bancario detenuto dalla banca principale per un campione di imprese con più di 10 addetti nel 2018	32
Tabella 6: Quota di indebitamento bancario detenuto dalla banca principale per un campione di medie imprese nel 2018.....	33
Tabella 7: Quota di indebitamento bancario detenuto dalla banca principale per un campione di piccole imprese nel 2018.....	34
Tabella 8: Credito alle imprese dal 2009 al 2014	52
Tabella 9: Settori con le maggiori contrazioni e aumenti dei ricavi 2019/20 (valori mediani)	65
Tabella 10: Le caratteristiche dei diversi canali di finanziamento alternativi per le PMI, confrontati con il credito bancario	89
Tabella 11: La tassonomia dei minibond.....	92
Tabella 12: Statistiche sui minibond emessi dalle PMI italiane dal 2013 al 2023.....	100
Tabella 13: Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di un campione di 689 PMI emittenti di minibond dal 2017 al 2022 (valori medi, fra parentesi i valori mediani)	103
Tabella 14: CAGR dei ricavi consolidati prima e dopo l'emissione di un campione di 689 PMI emittenti di minibond dal 2017 al 2022	104
Tabella 15: Dati sulla raccolta delle campagne pubblicate sulle piattaforme di crowdfunding italiane (fra parentesi l'incremento rispetto all'anno precedente)	110
Tabella 16: Evoluzione dell'invoice trading dal 2020 al 2022 (dati in milioni)	126

INTRODUZIONE

Il settore del credito in Italia e in Europa nell'ultimo ventennio è stato caratterizzato da violenti *shock* che si sono susseguiti nel corso degli anni e che hanno portato a conseguenze più o meno gravi. Questo studio si pone come strumento di indagine sulle modalità di risposta alle crisi per gli operatori del mercato e vuole essere da guida per l'individuazione di soluzioni innovative per la gestione di questi eventi. Le PMI sono le imprese più colpite dagli *shock* finanziari a causa della loro minore trasparenza, che porta un mercato già sfiduciato a evitare questo tipo di investimenti. Focalizzarsi su questo recinto di soggetti consente di rendere il lavoro il più efficiente possibile.

Parliamo di numeri, ABI¹ ha contabilizzato nel 2023 uno *stock* di prestiti bancari² pari a 1.669,6 miliardi di euro, contro i 1.742,7 miliardi di euro di fine 2022, una flessione di più del 4% in un anno e un tasso di interesse medio mensile, che si attestava a dicembre 2023 al 4,76%³ rispetto al 3,20% di dicembre 2022 ed al 2,13% di dicembre 2021, valore più che raddoppiato in due anni⁴. Tutto ciò è dovuto alla politica monetaria restrittiva della BCE⁵, che per rispondere all'aumento dell'inflazione e alla frenata del PIL⁶ nazionale dovuto ai conflitti in corso, ha aumentato i tassi, peggiorando le condizioni di accesso al credito, causando una flessione della domanda di finanziamenti e una maggiore difficoltà da parte delle imprese di rimborsare i propri debiti finanziari. Questo ha portato ad un aumento delle insolvenze e quindi ad una diminuzione dell'offerta di credito. Nonostante l'aumento dei tassi abbia ristretto la domanda di finanziamenti, il rialzo dei tassi ufficiali si è rapidamente trasmesso a quelli sui prestiti, alimentando il margine di

¹ L'Associazione bancaria italiana opera senza finalità di lucro per promuovere la conoscenza e la coscienza dei valori sociali e dei comportamenti ispirati ai principi della sana e corretta imprenditorialità, nonché la realizzazione di un mercato libero e concorrenziale.

² Prestiti in euro a famiglie e società non finanziarie in Italia.

³ Tassi d'interesse bancari sui prestiti in euro a famiglie e società non finanziarie in Italia.

⁴ *Monthly Outlook Gennaio 2024* | Associazione Bancaria Italiana.

⁵ Banca Centrale Europea.

⁶ Il PIL (Prodotto Interno Lordo) è il valore dei prodotti e servizi realizzati all'interno di uno Stato sovrano in un determinato arco di tempo.

interesse, così che le banche sono riuscite, grazie agli extraprofitti⁷, a ottenere risultati positivi nel 2023⁸.

Sebbene i numerosi *shock* di mercato abbiano ridimensionato le prospettive di crescita delle imprese, le PMI hanno dimostrato una grande capacità di tenuta, convivendo con il mutamento di scenario causato dalla crisi energetica innescata dalla guerra Russo-Ucraina, dal conflitto in Medio Oriente e dal conseguente aumento dell'inflazione. I bilanci delle PMI continuano a far registrare una tendenza positiva anche se in calo rispetto agli anni precedenti, con le piccole imprese che rispetto a quelle di media dimensione rendono meglio e che trainano la crescita dei fatturati reali fino al 6,1% nel 2023. Ciò è dovuto alla capacità delle PMI di gestire il rincaro dei prezzi, dovuto agli *shock* sopracitati, grazie alla tenuta della domanda interna e alle numerose politiche di sostegno. Emblematica è la forte crescita delle PMI del settore costruzioni intensificata dal *Superbonus 110%*⁹, è stato evidente infatti l'aumento dei fatturati reali superiore di circa tre volte, rispetto a quello dell'agricoltura e del settore servizi, in ripresa dopo il trauma Covid-19. L'aspetto negativo che si trae dai dati è l'aumento dell'indebitamento a breve termine, causato dalle numerose difficoltà che stanno affrontando queste imprese e dall'inasprimento di termini e condizioni applicati ai finanziamenti, data la minore tolleranza del rischio degli operatori¹⁰.

Questo lavoro offre una panoramica del *set* di strumenti di finanza alternativa a cui possono fare ricorso le PMI, fornendo un quadro quanto più completo ed esaustivo. È strutturato come segue: il Capitolo 1 presenta una panoramica della storia creditizia degli ultimi 20 anni in Italia con una prima illustrazione dell'evoluzione di domanda e offerta

⁷ Si intendono i maggiori profitti dati da circostanze particolarmente favorevoli, nel caso specifico l'aumento dei tassi di interesse da parte della BCE, ha consentito di aumentare considerevolmente il margine di interesse, ovvero la differenza tra interessi passivi e attivi, garantendo cospicui ricavi per gli istituti di credito.

⁸ *Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia sul 2023, 31 maggio 2024* | Fabio Panetta.

⁹ Il *Superbonus* è un'agevolazione fiscale disciplinata dall'articolo 119 del decreto-legge n. 34/2020 (decreto Rilancio), che consiste in una detrazione del 110% delle spese sostenute, a partire dal 1 luglio 2020 fino al 31 Dicembre 2023, per la realizzazione di specifici interventi finalizzati all'efficientamento energetico e al consolidamento statico o alla riduzione del rischio sismico degli edifici.

¹⁰ *Rapporto PMI, Novembre 2023* | Cerved.

di credito e della variazione dei tassi di interesse, per poi passare all'analisi dei numerosi *shock* che hanno caratterizzato il settore finanziario, dalla crisi dei mutui *subprime* fino ai conflitti di guerra attuali, con l'obiettivo di: verificare se il fattore della dipendenza dal credito bancario è stata una delle aggravanti in tempi di crisi che ha portato al *default* di molte PMI; capire il perché le piccole e medie imprese sono più soggette a conseguenze negative in tempi di crisi; individuare e dimostrare se vi è stato un effettivo miglioramento delle PMI nei comportamenti di gestione dei flussi di cassa, attraverso la diversificazione delle fonti di provvista. Il Capitolo 2, invece, ripercorre e analizza vari strumenti di finanza alternativa, con una riflessione sull'opportunità di utilizzarli per affrontare le crisi, esaminando i pro e i contro di ognuno di essi e sulla sfida *ESG*¹¹. Infine, nel Capitolo 3 è presentata un'intervista ad un eminente esperto del settore oggetto dello studio, dato il bacino di utenza dell'istituto da lui diretto. Con il Dottore Manuele Bonora, Chief *Lending Officer* di Banca Iccrea, ci si è confrontati sui risultati ottenuti dall'analisi dei dati empirici dei primi due capitoli e si sono ricavati interessanti spunti per le conclusioni.

Metodi e domanda di ricerca

Il panorama aziendale italiano è composto da una varietà di imprese che hanno dimensioni e quindi esigenze di finanziamento diverse.

Lo scopo di questo saggio è quello di capire quali strumenti permettono alle PMI di reagire meglio agli *shock* e alla variazione dei tassi, analizzando le opzioni alternative di finanziamento, attraverso l'analisi e l'interpretazione di *report* qualitativi, dati quantitativi e un'intervista conclusiva. In particolare sono stati analizzati dati forniti da istituzioni internazionali come BCE, FED¹² e Banca d'Italia; informazioni messe a

¹¹ L'acronimo *ESG* (*Environment, Social, Governance*) indica una serie di fattori che misurano l'impatto ambientale (E), il rispetto dei valori sociali (S) e gli aspetti di buona gestione (G) di un'azienda o di un Paese, per valutare quanto sono avanzati in termini di sostenibilità. In ambito finanziario, i fattori *ESG* possono essere integrati nel processo di investimento, per decidere quali azioni o titoli di debito acquistare, nell'ottica di una valutazione complessiva di un emittente, che va oltre i risultati puramente economici.

¹² La *Federal Reserve* (FED) è la Banca Centrale degli Stati Uniti d'America, si occupa della supervisione e della regolamentazione del sistema bancario nazionale, nonché della gestione della politica monetaria del Paese.

disposizione da associazioni di settore come ABI, Assifact¹³, AIFI¹⁴, Confindustria¹⁵ e Confcommercio¹⁶; pubblicazioni accademiche *peer reviewed* e *report* di enti di ricerca universitari; indicatori forniti dall'ente pubblico di ricerca ISTAT¹⁷ e l'agenzia di informazioni Cerved¹⁸, con l'obiettivo di rispondere alla seguente domanda di ricerca: qual è il ruolo dell'*alternative lending*, come strumento di risposta agli *shock* per le PMI italiane?

¹³ Assifact è l'Associazione Italiana per il *Factoring* e si occupa di: ricerca, assistenza tecnica, servizi alla formazione, rappresentanza istituzionale e promozione della conoscenza del prodotto *factoring*.

¹⁴ Associazione Italiana del *Private Equity*, del *Venture Capital* e del *Private Debt*, AIFI nasce nel maggio del 1986 per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano nel *private capital*.

¹⁵ Confindustria è un'associazione di rappresentanza delle imprese manifatturiere e di servizi in Italia. A Confindustria aderiscono oltre 150 mila imprese di dimensioni piccole, medie e grandi, per un totale di 5.389.972 addetti. La *mission* dell'associazione è favorire l'affermazione dell'impresa quale motore della crescita economica, sociale e civile del Paese.

¹⁶ Confederazione Generale Italiana delle Imprese, delle Attività Professionali e del Lavoro Autonomo, è una delle più grandi rappresentanze d'impresa in Italia, a cui sono associate oltre 700.000 imprese. La Confederazione, attraverso gli organi statutariamente previsti esprime le linee generali di indirizzo della politica di rappresentanza, e, attraverso la struttura nazionale, individua gli interventi, coordina gli strumenti di attuazione e definisce una strategia di sviluppo dei settori rappresentati.

¹⁷ L'Istituto Nazionale di Statistica è un ente pubblico di ricerca ed è il principale produttore di statistica ufficiale, il quale opera in piena autonomia e in continua interazione con il mondo accademico e scientifico. Fondato nel 1926, l'Istituto ha costantemente seguito, misurato e analizzato i fenomeni collettivi e le tappe fondamentali che hanno trasformato l'Italia.

¹⁸ *Cerved Group S.p.A.* opera come agenzia di informazioni commerciali, si occupa di valutazione della solvibilità e il merito creditizio delle imprese, affianca e supporta le imprese nella pianificazione e nella realizzazione di strategie commerciali e di *marketing*. Cerved opera come agenzia di *rating* tramite *Cerved Rating Agency S.p.A.*

1 Il finanziamento delle PMI nell'attuale contesto e nel recente passato

Il Capitolo 1 raccoglie al suo interno una disamina della letteratura e un'analisi approfondita delle varie crisi finanziarie degli ultimi vent'anni, effettuata attraverso il confronto di diverse fonti pertinenti e consolidate, di natura quantitativa e qualitativa, con l'obiettivo di capire se le PMI sono la categoria di imprese più colpita dagli *shock*.

Per inquadrare il confine di questo studio si sono prima introdotte le caratteristiche delle imprese oggetto del lavoro, le PMI, per poi indagare le tendenze storiche e attuali di variazione di domanda e offerta di credito e dei tassi di interesse, al fine di individuare le motivazioni di questi cambiamenti e gli impatti sugli operatori di mercato. Nello svolgimento di tale indagine sono stati valutati temi come: la contrazione del credito, la dipendenza dal canale bancario, le dinamiche dei pagamenti e dei tassi di deterioramento dei crediti, che si manifestano in tempi di crisi.

1.1 Panorama del credito italiano

Iniziamo definendo il perimetro di questa ricerca: le PMI sono definite dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea come imprese autonome il cui organico risulta inferiore a 250 dipendenti¹⁹ e alternativamente rispettano uno di questi due requisiti: fatturato non superiore a € 50 milioni oppure totale di bilancio annuale non superiore a € 43 milioni²⁰.

¹⁹ Requisito necessario.

²⁰ I due requisiti sono alternativi.

Tabella 1: Classificazione imprese secondo la Commissione Europea

CATEGORIA	DIPENDENTI		FATTURATO		ATTIVO
GRANDE IMPRESA	≥ 250	oppure	> 50 € mln	e	> 43 € mln
MEDIA IMPRESA	< 250	e	≤ 50 € mln	oppure	≤ 43 € mln
PICCOLA IMPRESA	< 50	e	≤ 10 € mln	oppure	≤ 10 € mln
MICRO IMPRESA	< 10	e	≤ 2 € mln	oppure	≤ 2 € mln

Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved

Veniamo ai numeri: le PMI contate da Cerved nel suo ultimo *report*²¹, pubblicato a novembre 2023, sono 163.794 società²², di cui 134.264 piccole imprese e 29.530 medie aziende. Le PMI rappresentano il 18,3% delle imprese che hanno depositato un bilancio valido²³ e impiegano in totale 4,7 milioni di addetti. Il giro d'affari che generano è superiore ai 900 miliardi di euro, il valore aggiunto prodotto è pari a 210 miliardi e l'esposizione verso gli istituti di credito ammonta a oltre 200 miliardi.

Procediamo poi con la valutazione dei dati per conoscere bene il settore e capire le motivazioni dell'evoluzione storica. Le statistiche e le pubblicazioni fornite da Banca d'Italia offrono una panoramica completa e molti spunti per impostare l'analisi, mentre gli archivi dell'associazione di categoria ABI sono un'eshaustiva base per la costruzione di un'efficace interpretazione delle tendenze del periodo. In particolare, *L'indagine sul credito bancario dell'area euro di Banca d'Italia*²⁴ consente di evidenziare in maniera distinta, da un lato, i fattori che influenzano l'offerta di credito nonché i termini e le condizioni praticate alla clientela, e dall'altro l'andamento della domanda di credito con le relative determinanti.

²¹ Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved.

²² Dati tratti dai bilanci del 2022.

²³ Dati estratti dalla banca dati Cerved, che comprende l'universo dei bilanci delle società di capitale a partire dal 1994 e i bilanci delle società di maggiore dimensione raccolti dalla Centrale dei Bilanci a partire dal 1982. Gli archivi sui bilanci sono utilizzati in questo capitolo per analizzare le *performance* delle PMI, con una particolare attenzione all'andamento della redditività e alla sostenibilità dei debiti finanziari delle società oggetto di analisi.

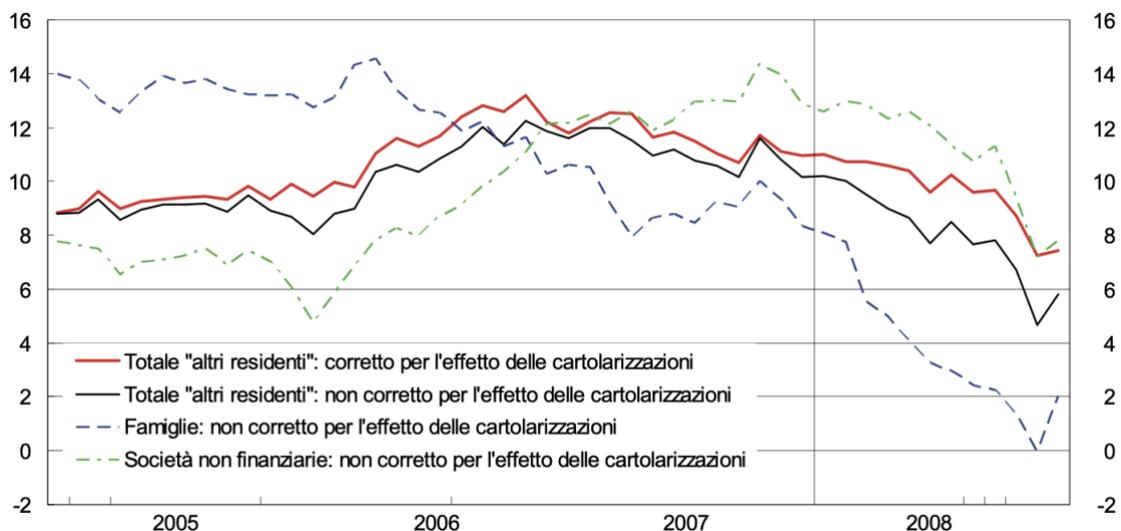
²⁴ L'indagine ha preso il via nel gennaio del 2003 ed è condotta dalle banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato la moneta unica in collaborazione con la Banca centrale europea. Si rivolge ai responsabili delle politiche del credito delle principali banche dell'area (circa 150); al momento per l'Italia partecipano le capogruppo di tredici gruppi creditizi.

L'indagine proposta in questo paragrafo si basa sull'analisi di:

- Figura 1, che racconta lo scenario del credito italiano prima e durante la crisi dei mutui *subprime* per capirne gli effetti;
- Figura 2 e Figura 3, le quali mostrano la storia dell'evoluzione di domanda e offerta di credito in Italia dal 2011 ad oggi;
- Figura 4, Figura 5 e Figura 6 che offrono una visione sulla variazione percentuale dei tassi dal 2003 ad oggi.

Lo studio è partito con una rapida disamina delle variabili che hanno influenzato domanda e offerta di credito nell'ultimo ventennio, valutando anche l'impatto della variazione dei tassi di interesse e poi si è passati ad una valutazione dello scenario attuale.

Figura 1: Tassi di variazione sui 12 mesi dei prestiti bancari ai residenti in Italia dal 2005 al 2008²⁵

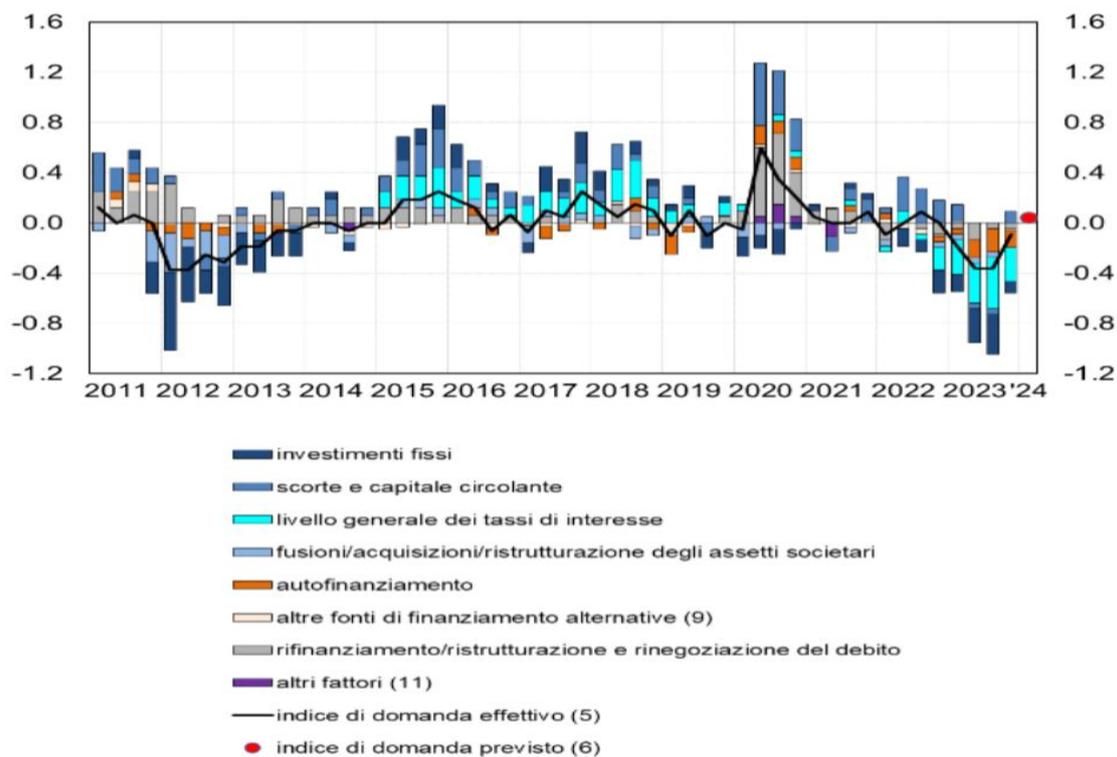


Fonte: Supplementi al Bollettino Statistico - Indicatori monetari e finanziari, 10 Febbraio 2009 | Banca d'Italia

²⁵ Sull'ordinata sono riportati i tassi di variazione sui 12 mesi dei prestiti bancari ai residenti in Italia, i quali sono calcolati dalle differenze nelle consistenze (*delta stock*), corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non derivi da transazioni economiche.

I prestiti bancari erogati alle società non finanziarie hanno seguito un *trend* positivo dal secondo semestre 2005 fino ai successivi tre anni, poi, a causa dello *shock*, dovuto alla crisi dei mutui *subprime* vi è stata una forte perdita di fiducia dei mercati, con un peggioramento delle condizioni di accesso al credito, per cui la domanda e l'offerta di credito sono fortemente diminuite. Le banche centrali per contenere questa deriva hanno abbassato i tassi portando l'*Euribor six month* dal 5% del 2008 all'1% del 2010²⁶, applicando una politica monetaria espansiva, dato che i livelli di inflazione oscillavano intorno al 2%²⁷, con l'obiettivo di stimolare la domanda e gli investimenti e facilitare la raccolta di capitale.

Figura 2: Condizioni della domanda di credito in Italia dal 2011 al 2023²⁸



Fonte: Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, 4° trimestre 2023 e prospettive per il 1° trimestre del 2024 | Banca d'Italia

²⁶ Euribor rates | European Central Bank.

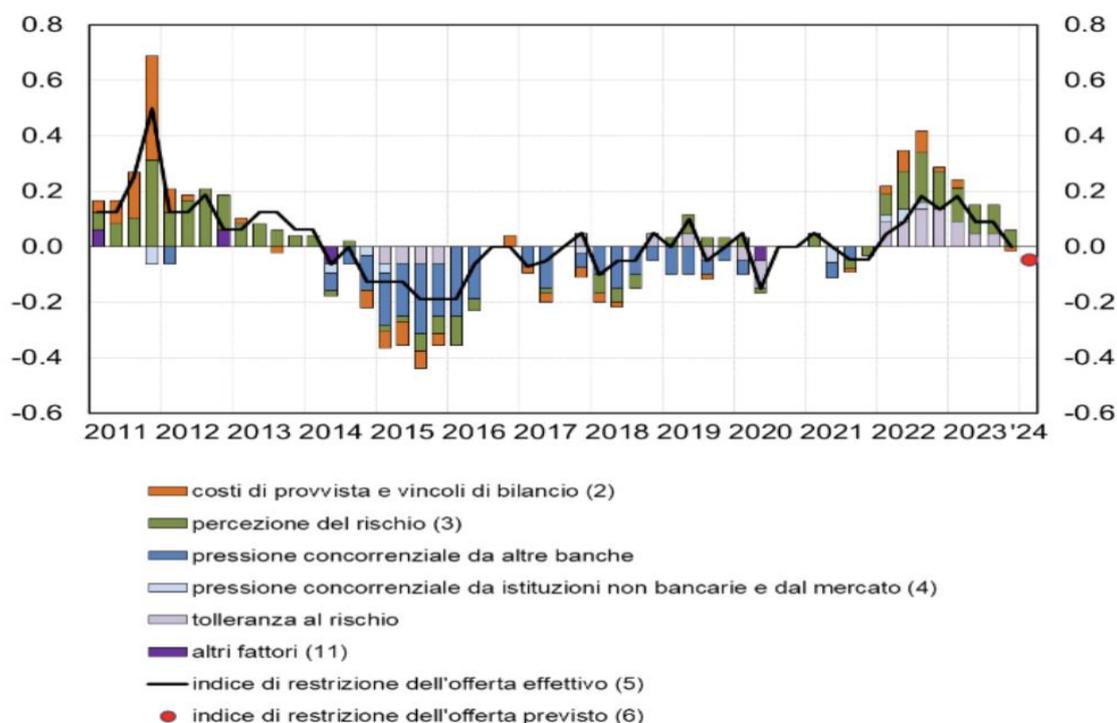
²⁷ Indices of Consumer Prices Euro Area changing composition | European Central Bank.

²⁸ Sulle ordinate sono riportati gli indici di diffusione rispetto al trimestre precedente costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione.

In seguito tra il 2011 e il 2012 con il *credit crunch*²⁹ l'indice di restrizione dell'offerta ha raggiunto un massimo di 0,5 (Figura 3) causando, in assenza di pressione concorrenziale, un impatto fortemente negativo nella percezione del rischio degli operatori e un aumento dei costi di provvista.

Dopo la crisi dei debiti sovrani le PMI italiane, in un contesto favorevole, si sono rivelate più virtuose, grazie all'abbassamento dei tassi di interesse, che ha portato all'aumento della capitalizzazione e alla riduzione dei livelli di indebitamento. La diminuzione della leva finanziaria ha condotto ad un calo della rischiosità delle PMI, che aveva raggiunto i livelli massimi nelle crisi precedenti.

Figura 3: Condizioni dell'offerta di credito in Italia dal 2011 al 2023³⁰



Fonte: Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, 4° trimestre 2023 e prospettive per il 1° trimestre del 2024 | Banca d'Italia

²⁹ Indica un razionamento dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari, fenomeno che può essere dovuto ad una mancanza di fiducia, ad un aumento della percezione del rischio, ma anche alla crescita del costo del debito per cui la curva dell'offerta si sposta verso sinistra.

³⁰ Sulle ordinate sono riportati gli indici di diffusione rispetto al trimestre precedente costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento.

Infatti, dal 2014 e per tutto il successivo quinquennio, la situazione è migliorata con forte aumento della domanda di credito, spinta dalla necessità di supportare gli investimenti e grazie ai tassi di interesse che si attestavano mediamente intorno al 2% (Figura 5). L'offerta, seguendo la domanda, è aumentata grazie alle buone condizioni di mercato, di conseguenza la pressione concorrenziale è salita e si è abbassata la percezione del rischio.

Nel 2020 la pandemia da Covid-19 ha causato però un forte *stop* al mercato creditizio con un'offerta che si è irrigidita a causa della diminuzione dei consumi e una domanda di ristrutturazione e di rinegoziazione dei *non performing loans*³¹ che è cresciuta fortemente per il blocco alla produzione imposto dal *lockdown*. L'aumento dei costi rispetto alle previsioni di *budget* ha causato difficoltà importanti per le PMI, le quali in alcuni casi hanno portato al *default*³², soprattutto per investimenti soggetti ad obsolescenza tecnologica, nei quali è fondamentale rispettare la scadenza dei piani per rientrare nei ricavi previsti e non farsi scavalcare dai *competitors*.

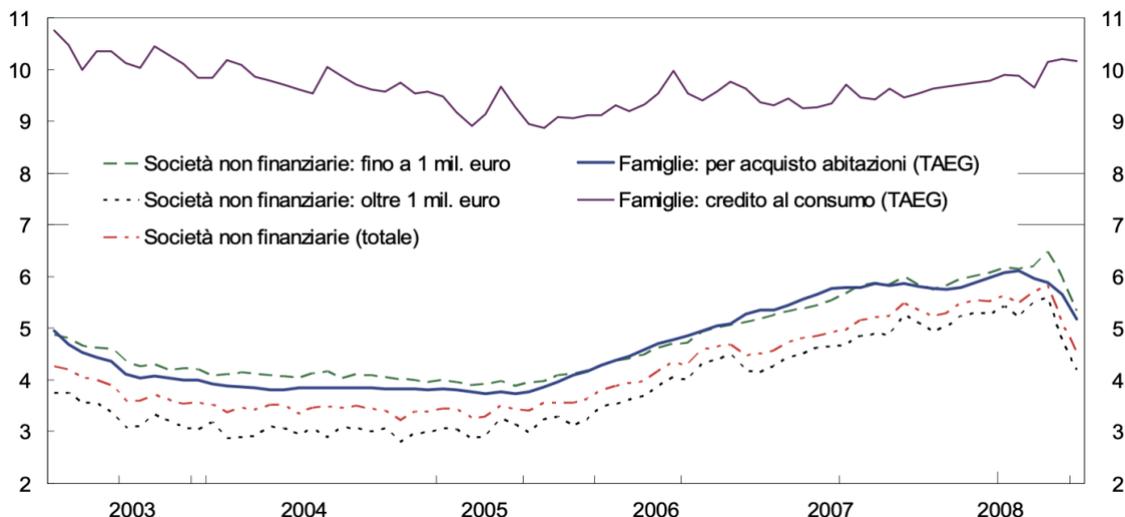
Nel quinquennio precedente la crisi dei mutui *subprime*, i tassi di interesse³³ oscillavano tra il 4% e il 6% (valore simile ai livelli attuali). Negli anni successivi essi hanno avuto una fortissima flessione di più di 2 punti percentuali, grazie alle politiche monetarie espansive portate avanti dalle banche centrali, per dare fiato ad imprese e mercati colpiti dallo *shock*. È evidente poi l'inversione di tendenza della variazione dei tassi di interesse nel momento in cui si è manifestata una nuova crisi nel 2011, quella dei debiti sovrani, quando hanno raggiunto nuovamente i 5 punti percentuali (Figura 5).

³¹ I crediti deteriorati delle banche (*Non-Performing Loans* – NPLs) sono esposizioni verso soggetti che, a causa di un peggioramento della loro situazione economica e finanziaria, non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni contrattuali.

³² Identifica la condizione di dichiarata impossibilità ad onorare i propri debiti e/o il pagamento dei relativi interessi.

³³ Bancari sui prestiti in euro alle società non finanziarie.

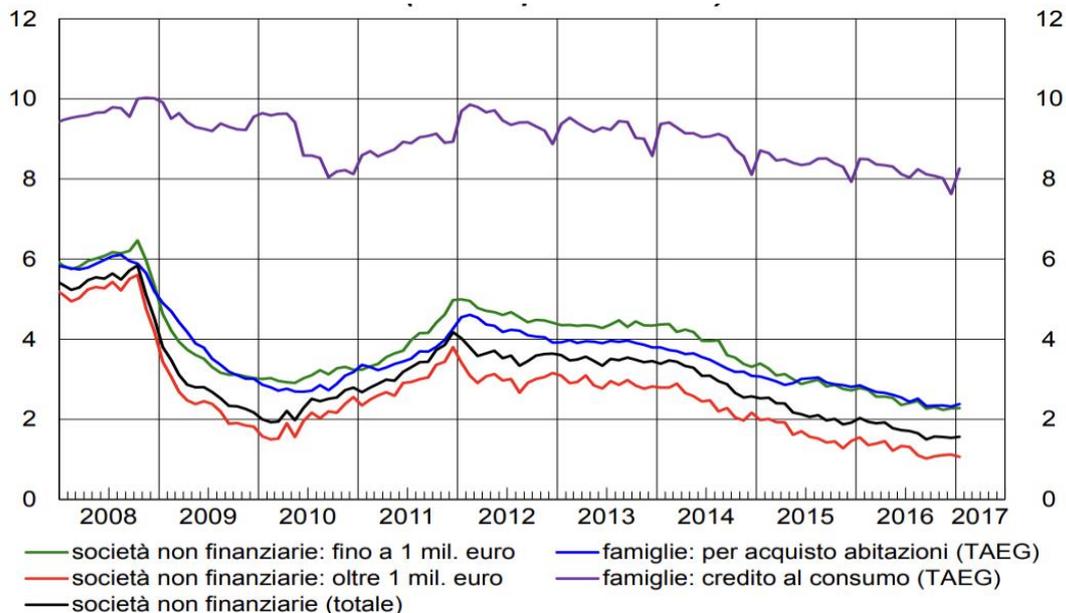
Figura 4: Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro per settore dal 2003 al 2008 (valori percentuali)



Fonte: Supplementi al Bollettino Statistico - Indicatori monetari e finanziari, 10 Febbraio 2009 | Banca d'Italia

Successivamente con uno scenario economico favorevole le condizioni di accesso al credito sono migliorate e dal 2017 e per i successivi 5 anni i tassi si sono mantenuti su valori tra l'1 e il 2% dando una forte spinta agli investimenti per la crescita.

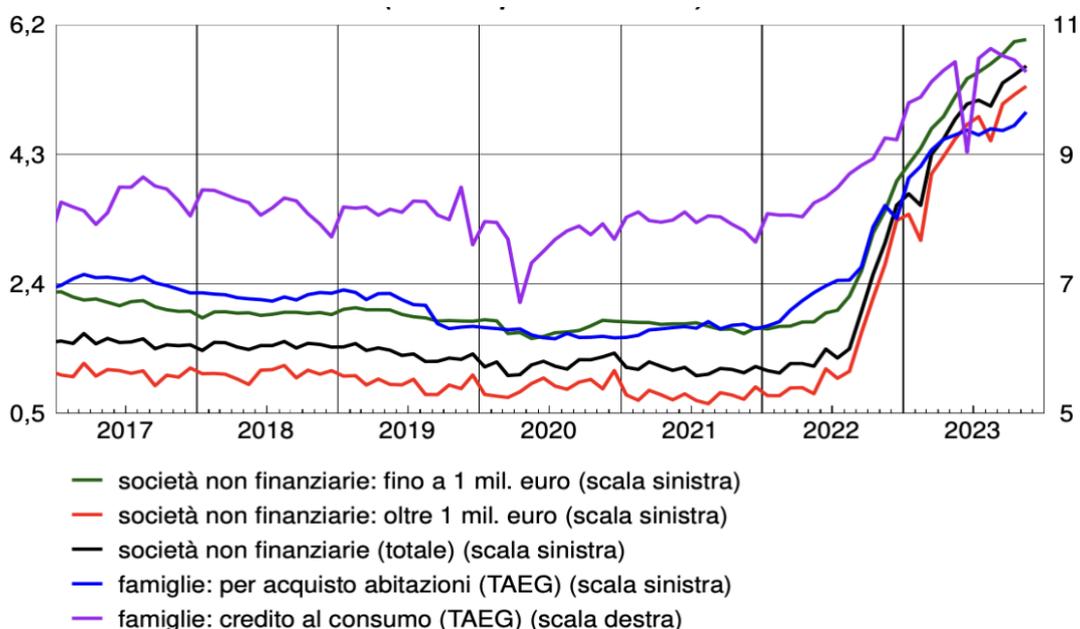
Figura 5: Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro per settore dal 2008 al 2017 (valori percentuali)



Fonte: Statistiche banche e moneta serie nazionali | Banca d'Italia

La Figura 6 invece è esemplificativa del forte rialzo dei tassi di interesse degli ultimi anni, quelli sui prestiti alle società non finanziarie sono aumentati di circa 5 volte negli ultimi 6 anni, dall'1% del 2017 fino al 5,69% di dicembre 2023. Nel 2020 e nel 2021 valevano rispettivamente l'1,38% e l'1,18%, prima dell'esponenziale salita nel secondo semestre del 2022; una variazione di più di 4 volte in soli tre anni e che li ha portati a raggiungere i livelli della crisi finanziaria globale del 2007 (5,72%). La crescita dei tassi di interesse è stata caratterizzata da un rialzo di più mezzo punto ogni mese, in media, da agosto 2022, quando il valore era di 1,45%, fino a luglio del 2023 allorquando l'incremento esponenziale si è arrestato. Con il peggioramento delle condizioni di accesso al credito, la domanda di finanziamenti si è fortemente contratta e a restringersi è stata anche l'offerta che si è dovuta adeguare alle esigenze di mercato. Il volume dei prestiti in euro alle società non finanziarie, infatti è passato dai 47 miliardi del 2020 e i 42 miliardi del 2021 ai 39 miliardi del 2023, con una diminuzione del 17% in soli 3 anni.

Figura 6: Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro per settore dal 2017 al 2023 (valori percentuali)



Fonte: Statistiche banche e moneta serie nazionali | Banca d'Italia

Un evento, questo, che ha messo in ginocchio il settore creditizio, poiché chi si era indebitato a tasso variabile, ha dovuto fare i conti con un impatto sugli oneri finanziari molto forte che ha condizionato un'efficiente gestione della liquidità. Difatti, l'indice del

clima di fiducia delle imprese³⁴ dai 94 punti di agosto 2022 è passato agli 87 di dicembre 2024 (Figura 28), a testimonianza del forte impatto che hanno avuto le variabili macroeconomiche sulle aspettative degli operatori di mercato, che in un contesto di alta inflazione con una domanda in flessione e un costo del debito in aumento, non sono riusciti a colmare i *gap* finanziari e gestire la crisi.

È interessante osservare invece, che in quanto ad emissione di obbligazioni nel 2023 vi era stato un forte rialzo sia di quelle bancarie, che avevano superato i 70 miliardi rispetto ai 56 del 2022 che dei *corporate bonds* che erano passati dai 65 ai 102 miliardi nel 2023³⁵. Questa situazione offre uno spunto di riflessione sulla reale opportunità di virare su forme alternative di finanziamento nel mercato.

Fino al terzo trimestre del 2023 i criteri di offerta sui prestiti alle imprese hanno registrato un ulteriore irrigidimento che rappresenta, come nel corso del 2022, una maggiore percezione e una minore tolleranza del rischio³⁶ dovuta all'inizio dei conflitti e alla conseguente congiuntura macroeconomica. Questi due fattori hanno contribuito anche all'inasprimento di tutti i termini e le condizioni generali dei finanziamenti, che è stato in parte attenuato dalla riduzione dei margini, applicati dalle banche, in particolare sui prestiti meno rischiosi. La domanda di finanziamenti da parte delle imprese ha mostrato una nuova marcata riduzione, riflettendo sia l'aumento del livello generale dei tassi di interesse, a cui si lega la diminuzione degli investimenti fissi e della domanda, sia la

³⁴ Questo indicatore si pone l'obiettivo di misurare la fiducia delle imprese italiane rispetto all'andamento economico del Paese, elemento importante che spesso condiziona investimenti e sviluppo. Quest'indagine ha avuto inizio nel 1986, prima su base bimestrale e poi mensile. Dal mese di maggio 2010 le informazioni sono raccolte su un *panel* di circa 1000 imprese commerciali divise per ripartizione geografica e attività. Viene calcolato con una media aritmetica ponderata dei saldi destagionalizzati e standardizzati delle variabili che compongono il clima di fiducia delle imprese manifatturiere, delle costruzioni, dei servizi e del commercio al dettaglio. Il risultato è in base 2010=100.

³⁵ *Monthly Outlook, Gennaio 2024* | Associazione Bancaria Italiana.

³⁶ È interessante analizzare anche quanto è importante per il settore dei finanziamenti il *sentiment* del mercato, che si adatta alla situazione negativa accettando un maggior rischio e ciò dato dal bisogno di liquidità per la gestione delle proprie attività aziendali che necessitano di innesti economici proprio a causa della crisi e quindi gli operatori sono costretti a tollerare il maggior rischio.

sospensione dei *bonus* settoriali³⁷. La percentuale di imprese in area rischio ha visto una diminuzione dal 2021 al 2022 (Figura 40), calo che è stato più evidente per le piccole imprese rispetto alle medio-grandi, denotando l'ottima capacità delle PMI di reagire allo *shock* pandemico.

Alla luce di quanto analizzato finora, la riacutizzazione della rischiosità delle imprese nel 2023 si deduce sia dovuta a due variabili macroeconomiche, che se presenti contemporaneamente, creano un potente effetto domino con il quale, ad una riduzione della domanda del mercato si accompagna un aumento del costo del denaro, che non permette alle imprese in difficoltà, a causa della diminuzione del fatturato, di riprendersi e di evitare il *default*.

Il tema della stretta creditizia è centrale nel 2023, quando solo il 40,1% delle imprese ha deciso di ricorrere al credito, di queste, quasi la metà (47,8%) si è vista accogliere la domanda con ammontare pari o superiore a quanto richiesto, il 36,6% ha visto accettare la propria domanda, ma con un ammontare inferiore alla richiesta ed il 3,7% ha visto rifiutare la propria richiesta di finanziamento.

Figura 7: Esito della domanda di credito delle imprese italiane nel 2023



Fonte: *La stretta del credito soffoca le imprese*, 13 Novembre 2023 | Indagine Confcommercio-Format Research

³⁷ Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, 3° trimestre 2023 e prospettive per il 4° trimestre del 2023 | Banca d'Italia.

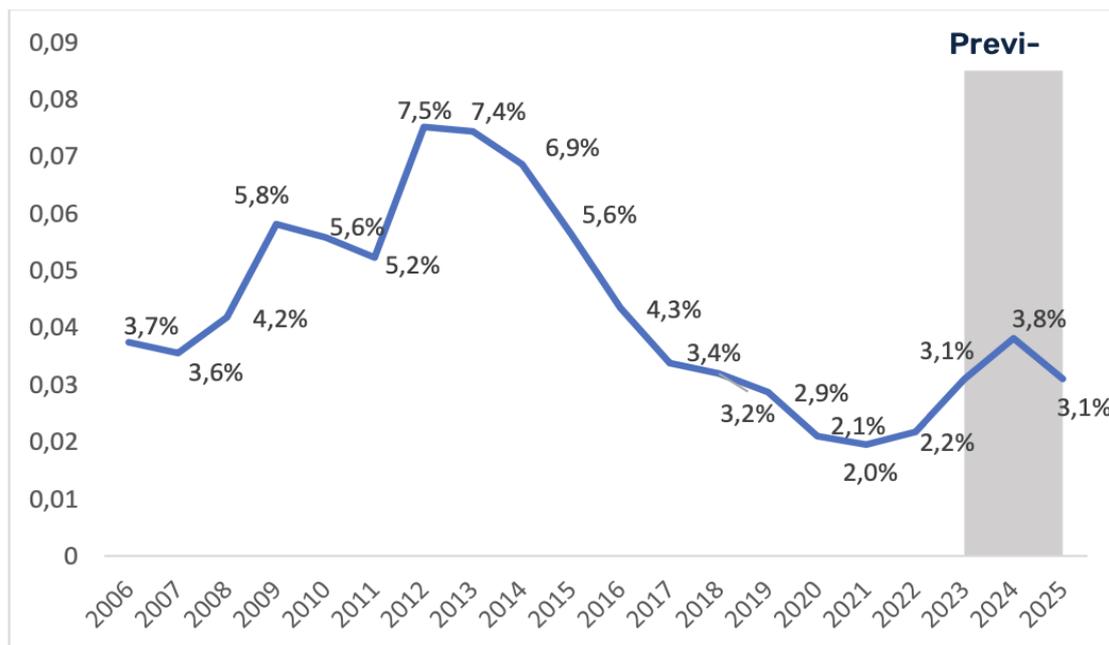
Secondo l'indagine³⁸ 8 imprese su 10 hanno registrato un aumento del costo del credito a causa dell'inasprimento dei tassi di interesse, inoltre la stretta creditizia comporterà per il 45% delle imprese una maggiore difficoltà nella gestione della liquidità, con il rischio di un impatto negativo sulla domanda dei consumatori, a causa di una minore capacità delle imprese di fare sviluppo commerciale e con una conseguente diminuzione dei ricavi e una minore capacità di fronteggiare l'aumento dei costi praticati dai propri fornitori. Questo scenario testimonia i costi elevati di provvista che hanno costretto molte imprese, circa il 60% del campione oggetto dell'indagine di Confcommercio, a rinunciare ad alcuni investimenti previsti a *budget* poiché i costi di accesso al credito erano troppo elevati.

Commentando i risultati dell'analisi, il presidente di Confcommercio, Carlo Sangalli, ha sottolineato che "la nostra vera preoccupazione oggi è la stretta creditizia, un fenomeno che si sta acutizzando anche per effetto del rialzo dei tassi di interesse e che sta penalizzando le imprese del terziario, in particolare quelle di minori dimensioni: dal 2011 ad oggi i prestiti del sistema bancario verso le imprese con meno di 20 dipendenti si sono ridotti di oltre il 35%".

Ciò che si trae da questa riflessione è che sicuramente vi è un'inversa proporzionalità tra dimensione delle imprese e rischio di *default*; quindi, è fondamentale un'apertura delle PMI verso forme alternative di finanziamento, utili per fronteggiare le esigenze di liquidità, attraverso canali che scontano meno gli effetti della contrazione dell'offerta di debito.

³⁸ *La stretta del credito soffoca le imprese, 13 Novembre 2023* | Indagine Confcommercio-Format Research.

Figura 8: Tassi di deterioramento dei crediti delle imprese



Fonte: Outlook sui crediti deteriorati delle imprese, Settembre 2023 | ABI e Cerved

I tassi di deterioramento³⁹, come si evince dalla Figura 8, nel 2023 sono cresciuti circa del 30% rispetto all’anno precedente, ma si attestano comunque su livelli molto più bassi rispetto alle precedenti crisi. Lo scenario per le imprese si è quindi complicato, ma le aspettative fanno ben sperare; ABI e Cerved prevedono che i tassi di deterioramento, dopo un ulteriore impennata nel 2024, subiranno una flessione di circa 20 punti percentuali nel 2025, poiché l’esponentiale salita dei tassi di interesse, che ha caratterizzato gli ultimi due anni, è destinata a terminare nel 2024, dando respiro agli operatori di settore.

È interessante osservare che i tassi di deterioramento dei crediti delle imprese dell’ultimo periodo si sono mantenuti su livelli molto più bassi di quelli delle crisi

³⁹ La stima dei tassi di deterioramento in serie storica è ottenuta attraverso un processo che utilizza uno score di Cerved disponibile per il complesso delle società italiane, il *CeBi-Score 4*, come valutazione sintetica del rischio economico-finanziario di un’impresa, trasformandolo in indicatori individuali del rischio *EIDR* (*Expected Individual Default Rates*) e riproporzionando gli *EIDR* sulla serie storica pubblicata da Banca d’Italia. La possibilità di disporre di un indicatore a livello individuale con la proprietà di replicare, in media, le dinamiche dei tassi di decadimento di settore, fornisce un potente stimatore del tasso stesso a livello di *cluster* dimensionale. La stima del futuro andamento dei tassi di deterioramento è ottenuta tramite un modello che valuta la rischiosità dei prestiti alle imprese elaborato da ABI, con un grado di dettaglio dato dall’intersezione tra la dimensione settoriale, territoriale e dimensionale.

precedenti, arrivando addirittura ad un valore di quasi la metà rispetto ai tempi della crisi dei debiti sovrani, nonostante i tassi di interesse siano più o meno sullo stesso livello delle crisi finanziarie del 2008 e del 2011.

La riflessione che offrono questi dati è che, sicuramente, le imprese italiane hanno fatto un passo avanti per quanto riguarda la scelta delle fonti di finanziamento e delle strategie di gestione della liquidità, rispetto al periodo tra il 2011 e il 2013 quando, in concomitanza con i risultati negativi lato deterioramento, c'erano le risultanze della crisi in atto e le problematiche relative alla gestione degli *asset* tossici dello *shock* dei mutui *subprime*.

Tabella 2: Valori tassi di deterioramento imprese italiane divisi per classe dimensionale

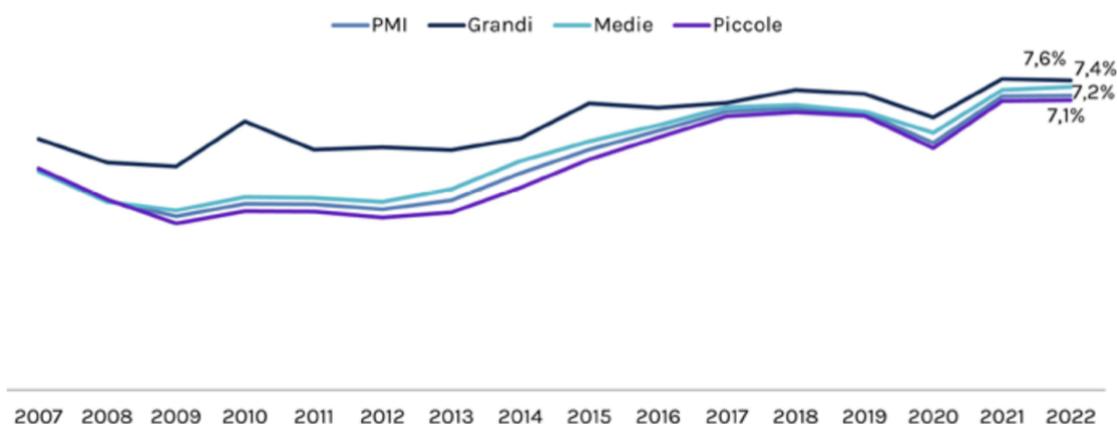
	Micro	Piccole	Medie	Grandi
2019	3.1%	2.1%	1.7%	1.3%
2022	2.4%	1.6%	1.2%	1.0%
2023	3.3%	2.4%	2.0%	1.9%
2024	4.0%	3.0%	2.7%	2.5%
2025	3.3%	2.3%	1.8%	1.4%

Fonte: Outlook sui crediti deteriorati delle imprese, Settembre 2023 | ABI e Cerved

È opportuno ora, per la ricerca in oggetto, soffermarsi su una valutazione dei tassi di deterioramento, per classe dimensionale; la Tabella 2 mostra valori molto più elevati rispettivamente per le micro, piccole e medie imprese; ciò dimostra che esse sono più sottoposte a difficoltà in presenza di *shock*, soprattutto per quanto riguarda la gestione della liquidità e delle scadenze, poiché non hanno un forte potere contrattuale. Nel 2023 la crescita dei tassi di deterioramento si riscontra in tutte le classi dimensionali con andamenti piuttosto omogenei: grandi e microimprese registrano rialzi dello 0,9% (rispettivamente da 1% a 1,9% e da 2,4% a 3,3%), mentre i tassi delle imprese di media e piccola dimensione crescono dello 0,8% (rispettivamente da 1,2% a 2% e da 1,6% a 2,4%).

L'analisi congiunta di Figura 8 e Tabella 2 evidenzia che ci si attende un forte abbassamento delle percentuali di deterioramento nel 2025, grazie ad un'inversione di tendenza delle variazioni di inflazione e tassi di interesse, più in difficoltà sono le microimprese, che si stima non riusciranno a riprendersi dalla crisi per il loro maggiore fabbisogno di investimenti, se nelle fasi iniziali di vita, o per il loro minore potere contrattuale.

Figura 9: Cashflow/attivo diviso per classe dimensionale dal 2007 al 2022



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved

La Figura 9 mostra un'evidente congiuntura verso una crescita uniforme del rapporto *cashflow/attivo* per tutte le categorie di imprese, che negli anni del *credit crunch*, dal 2008 al 2012, misurava uno scarto importante tra i valori di grandi imprese e PMI.

La tendenza degli ultimi anni verso un rapporto tra *cashflow* e attivo uguale per tutti i tipi di imprese, testimonia il percorso di crescita e maturazione delle PMI, che attraverso una serie di misure come il riposizionamento competitivo, l'utilizzo di una politica di *governance* trasparente e aperta al coinvolgimento di attori esterni e lo sfruttamento dei fondi pubblici, ha portato le piccole e medie imprese a migliorare la gestione operativa, garantendosi dei flussi adeguati e in linea con quello delle imprese di maggiore dimensione normalmente più efficienti da questo punto di vista.

Infine, per capire lo scenario del prossimo futuro la Tabella 3 e la Tabella 4 ci aiutano, osservando i dati dei bilanci del 2022 e valutando la situazione macroeconomica attuale,

a contestualizzare un quadro completo delle aspettative future su rendimenti e variazione dei tassi.

Tabella 3: Previsioni sui principali indicatori finanziari su dati ISTAT, IMF e BCE dal 2022 al 2025

Indicatore	2022	2023	2024	2025
Tasso di crescita del fatturato reale	6,1%	2,2%	1,5%	1,8%
Tasso di crescita del valore aggiunto reale	3,2%	0,6%	1,2%	1,6%
Tasso di variazione del MOL reale	3,6%	-0,6%	1,7%	2,2%
Debiti finanziari / Capitale netto	56,8%	57,6%	56,6%	56,8%
Oneri finanziari / MOL	9,3%	16,2%	16,6%	15,7%
ROA	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%
ROE ante imposte e gestione straordinaria	13,2%	9,8%	9,4%	9,6%
Debiti finanziari / MOL	2,69	2,77	2,83	2,88

Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved

Il PIL nel 2023 ha avuto un incremento dell'1,3%, un terzo di quanto registrato nel 2022 (+3,8%), le prospettive non promettono risultati migliori poiché per il 2024 è stimato un +0,9%. Il rallentamento della crescita del prodotto interno lordo è legato anche al raffreddamento del commercio internazionale, evidenziato dal crollo di esportazioni e importazioni, che sono passate rispettivamente dal 10,2% del 2022 all'1,5% del 2023 e dal 12,5% del 2022 al -0,1% del 2023 a causa del quadro geopolitico imprevedibile.

I fatturati, quindi, sono destinati a crescere in misura sempre minore, nonostante nel 2024 si preveda un leggero miglioramento dello *status* degli scambi internazionali, con l'*export* che si stima possa crescere al 2,8% e l'*import* al 2,1%. Il PIL continuerà a soffrire anche a causa del calo dei consumi delle famiglie, che sono decelerati dal 4,6% del 2022 all'1,3% del 2023. Nel 2024 si prevede una persistenza di alti tassi, che però non cresceranno più esponenzialmente, grazie ad una drastica riduzione dell'inflazione (2,4% in aprile 2024⁴⁰), che si stima che nel 2025 ritornerà nei limiti del mandato BCE al 2,0% e porterà ad una ripresa del settore, stimolando gli investimenti, grazie alla diminuzione dei costi di raccolta del capitale. Lo scenario economico invece ricalcherà la situazione

⁴⁰ *Indices of Consumer Prices Euro Area changing composition* | European Central Bank.

del 2024, con un PIL in crescita dell'1%, esportazioni e importazioni rispettivamente al 2,8% e 2,6%, consumi privati all'1,1% e consumi pubblici allo 0,5%.

Tabella 4: Scenario macroeconomico dal 2022 al 2025

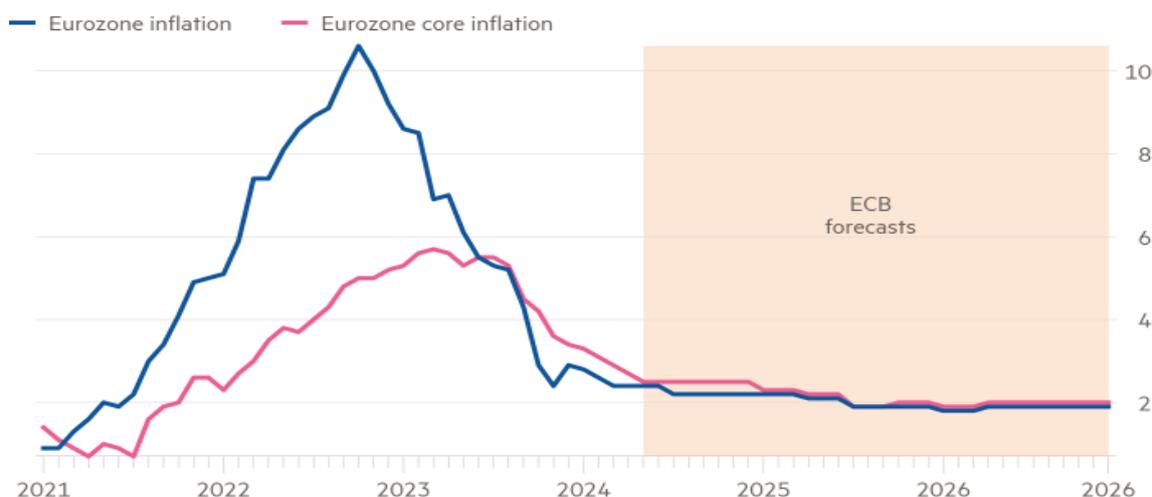
Prezzi costanti (var % annue)	2022	2023	2024	2025
Pil	3.8%	1.3%	0.9%	1,0%
Consumi privati	4.6%	1.3%	1.2%	1.1%
Consumi pubblici	0%	1.3%	-0.2%	0.5%
Investimenti fissi lordi	9.7%	2.8%	-0.3%	0.6%
Esportazioni	10.2%	1.5%	2.8%	2.8%
Importazioni	12.5%	-0.1%	2.1%	2.6%
Inflazione	8.7%	6%	2.3%	2%
Tasso Euribor a 3 mesi	0.3%	3.4%	3.4%	2.9%
Tasso medio Btp	3.2%	4.3%	4.5%	4.7%
Tasso medio Bot	0.9%	3.6%	3.6%	3.2%

Fonte: Outlook sui crediti deteriorati delle imprese, Settembre 2023 | ABI e Cerved

È lo stesso Philip Lane, membro del comitato esecutivo della BCE, a confermarlo in un'intervista rilasciata al *Financial Times* il 27 maggio 2024, dichiarando che l'inflazione continuerà a diminuire gradualmente nel 2024 fino a raggiungere i livelli del mandato BCE nel 2025, per cui la Banca Centrale probabilmente effettuerà un allentamento delle condizioni monetarie di una ventina di *basis points*⁴¹, in linea con le aspettative, per rilanciare l'economia. Ma attenzione, ha anche affermato che l'obiettivo del 2% non è ancora raggiunto per cui è necessario essere prudenti ancora per un buon periodo di tempo.

⁴¹ Unità di misura utilizzata per definire le variazioni dei prezzi di mercato, dei rendimenti, ecc. Equivale ad un centesimo di punto percentuale (0.01%).

Figura 10: Tasso di inflazione nell'eurozona dal 2021 al 2024 e forecasts⁴²



Fonte: *Indices of Consumer Prices Euro Area changing composition* | European Central Bank

1.2 Dipendenza dal credito bancario

In Italia la struttura del sistema produttivo, costituito in prevalenza da piccole e medie imprese, è fortemente legata all'intermediazione bancaria, mentre è storicamente limitato il ricorso al mercato dei capitali. Ciò è ampiamente documentato in uno studio dei professori Stefano Caselli⁴³ e Stefano Gatti⁴⁴, una collaborazione di ricerca tra l'Università Bocconi ed *Equita*, una banca d'investimenti italiana, intitolata "*Capital Markets: Perspectives over the Last Decade*". Questa pubblicazione accademica evidenzia che l'Italia ha ancora un sistema bancocentrico per tre motivi: innanzitutto, il mercato dei capitali è poco sviluppato e gli investitori italiani non prediligono l'acquisto di titoli delle imprese nazionali, il cosiddetto *investor gap*, come viene definito dagli autori; in secondo luogo, vi è una eccessiva dipendenza delle imprese, soprattutto di media e piccola dimensione, dal credito bancario tradizionale, definito *financing gap*;

⁴² Core inflation esclude energia, alimenti, alcool e tabacco.

⁴³ Stefano Caselli vanta un'esperienza accademica ventennale: è *Dean della SDA Bocconi School of Management*, ed è Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari dal 2007 e Algebris Chair in "*Long-Term Investment and Absolute Return*" dal 2019 presso l'Università Bocconi. È inoltre membro del Comitato di Direzione di *SDA Bocconi School of Management* dal 2006, ha anche svolto incarichi come membro indipendente del consiglio di amministrazione di società sia quotate che private.

⁴⁴ Stefano Gatti è *Antin IP Professor of Infrastructure Finance* nel Dipartimento di Finanza dell'Università Bocconi, gestisce progetti di ricerca, consulenza e formazione presso numerose istituzioni finanziarie. È stato consulente per importanti banche nel campo del *project financing*, svolge ricerche in campo *finance*, *investment banking*, *corporate restructuring* e *private equity*.

infine il tessuto bancario italiano è principalmente costituito da intermediari che raccolgono il risparmio e prestano denaro, il numero di banche di investimento nazionali è ancora troppo limitato. Stefano Caselli, inoltre, nella stessa ricerca ha affermato che: "più capitale significa più opzioni a propria disposizione, grazie a un sistema finanziario solido, ben organizzato e integrato. Meno capitale e un sistema finanziario meno solido e integrato significano esporsi al rischio di crisi future, che richiederebbero nuovi interventi pubblici e dunque nuovo debito. Non possiamo permettercelo".

L'eccessiva dipendenza delle imprese dalle banche e il ruolo predominante del debito rispetto al capitale di rischio sono caratteristiche storiche dell'economia italiana. Già nel 1922, in un articolo sulla crisi della Banca Italiana di Sconto pubblicato nell'*Economic Journal*⁴⁵, Piero Sraffa⁴⁶ osservava che in Italia il finanziamento da parte delle banche "rappresenta per l'industria una necessità assoluta" e che "a causa della scarsità di capitale nel paese, della generale riluttanza a investire in beni mobili [...] le industrie non possono altrimenti ottenere il capitale di cui hanno bisogno". Ma lo stretto legame tra banche e imprese e la debolezza patrimoniale di queste ultime ha rappresentato in più fasi un fattore di grande fragilità del sistema finanziario. Inoltre, dopo le difficoltà finanziarie che avevano colpito negli anni Settanta le imprese italiane, il Presidente Carlo Azeglio Ciampi ricordava, nelle Considerazioni finali sul 1984, che "la riluttanza a cercare risorse sul mercato del capitale azionario, dettata dal timore di perdere il controllo proprietario, è stata all'origine di crisi di aziende ancora dotate di buone capacità di produzione e di vendita, ma indebolite nella struttura finanziaria".

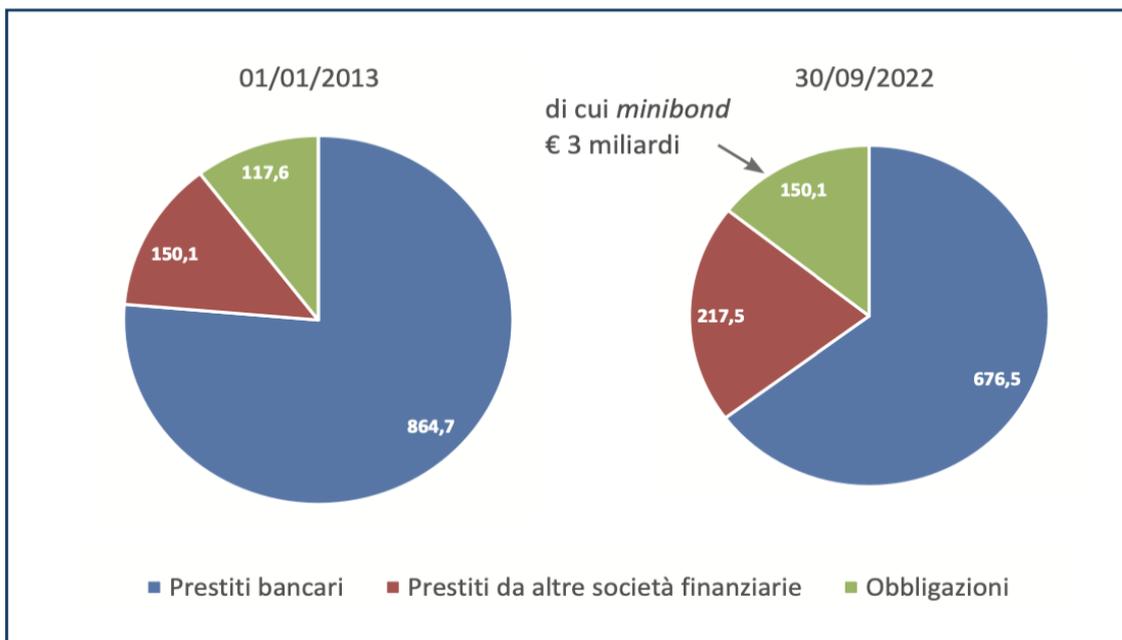
Questa riflessione dell'allora Governatore della Banca d'Italia porta ad affermare che la conformazione della proprietà della maggior parte delle PMI italiane si lega ad una gestione familiare, spesso restia nei confronti dei capitali esterni, necessari però per crescere nel lungo termine.

⁴⁵ *The bank crisis in Italy, 1 Giugno 1922 | The Economic Journal, Volume 32, Issue 126, Pag 178-197, Pietro Sraffa.*

⁴⁶ Piero Sraffa è stato un economista e accademico italiano, una figura chiave nell'economia del XX secolo, è noto per le sue critiche all'economia tradizionale e per i suoi contributi alla teoria del valore e della distribuzione.

Ciò che si deduce da questi interventi è che un sistema finanziario diversificato, in cui al finanziamento delle imprese contribuiscano in misura rilevante non solo le banche, ma anche i mercati e altri operatori, permette di correre meno rischi ed evitare di cadere nella trappola del *credit crunch*.

Figura 11: Passività delle società non finanziarie italiane dal 2013 al 2022 (valori in miliardi di euro)



Fonte: 9° Report Italiano sui Minibond, Marzo 2023 | Politecnico di Milano

Finanziarsi presso la propria banca di riferimento resta la soluzione preferita dalle PMI italiane, soprattutto quando si parla di piccoli imprenditori e di una gestione familiare che affonda le proprie radici in rapporti di fiducia con la banca del territorio. La Figura 12 ci offre un confronto tra le passività delle società non finanziarie italiane nel 2022 con quelle di 10 anni fa. Lo *stock* di debito bancario è diminuito notevolmente a testimonianza della virata degli operatori verso altre forme di finanziamento alternative. Le differenze con il contesto internazionale però sono ancora ampie, nonostante la dipendenza dal credito bancario in Italia sia diminuita di oltre 10 punti percentuali dal 2013, l'incidenza dei prestiti bancari sul totale dei debiti finanziari nel 2022 sfiorava il 65%, il valore più elevato tra i principali paesi dell'area euro e ancora superiore di oltre 25 e 30 punti rispetto a Stati Uniti e Regno Unito. Non c'è stato un passo avanti deciso

da parte delle obbligazioni, in quanto la fetta in Figura 11 è aumentata solo dal 10 al 14 per cento (un valore in linea con la media dell'area dell'euro), ma che è ancora inferiore di circa 10 punti percentuali rispetto a quella del Regno Unito e di oltre 25, se guardiamo il valore registrato negli Stati Uniti. Il segmento dei prestiti non bancari è cresciuto maggiormente rispetto alle obbligazioni, ma è ancora più di tre volte inferiore dei prestiti tradizionali. Pertanto, resta un tema di riflessione l'eccessiva dipendenza delle imprese italiane dagli istituti di credito.

Un sondaggio ISTAT del 2018 su un campione⁴⁷ di imprese non finanziarie, con almeno 10 addetti e con rapporti con più di una banca, ne ha analizzato la dipendenza da un singolo istituto bancario.

Il 33%⁴⁸ del campione⁴⁹ ha dichiarato che la sua banca principale detiene una percentuale del suo indebitamento totale tra il 25% e il 49,99% e addirittura il 7% del campione ha affermato di essere dipendente per più del 75% del proprio debito da un singolo istituto di credito.

Tabella 5: Quota di indebitamento bancario detenuto dalla banca principale per un campione di imprese con più di 10 addetti nel 2018

Territorio	Italia			
Classe di addetti	10 e più ▾			
Tipo dato	Imprese non finanziarie attive con almeno 10 addetti che hanno rapporti con più di una banca			
Seleziona periodo	2018			
Quota (%) di indebitamento bancario detenuto dalla banca principale	0,1-24,99	25-49,99	50-74,99	75 e oltre
	▲ ▾	▲ ▾	▲ ▾	▲ ▾
Ateco 2007				
0010: TOTALE	46 063	32 497	12 739	7 143

Fonte: Censimento permanente delle imprese sulla quota di indebitamento, ISTAT

⁴⁷ Attraverso l'indagine è stato chiesto, ad un campione definito di imprese italiane con più di 10 addetti, il grado di dipendenza dalla propria banca principale nel periodo che va dal 2018 al 2022.

⁴⁸ Valore ottenuto dividendo il valore associato alla fascia di riferimento per il totale del campione.

⁴⁹ 98442 imprese scomposte nelle varie fasce nell'ultimo rigo in figura.

Circoscrivendo il perimetro alle medie imprese, ovvero quelle con addetti tra i 100 e 250, i dati sono i seguenti: il 30% del campione si trova nel *range* (25-49,99) per quota di indebitamento e il numero di medie imprese estremamente dipendenti, ovvero per oltre il 75% del proprio indebitamento dalla propria banca di fiducia è minore rispetto alla media generale poiché raggiunge i soli 5 punti percentuali.

Tabella 6: Quota di indebitamento bancario detenuto dalla banca principale per un campione⁵⁰ di medie imprese nel 2018

Territorio	Italia			
Classe di addetti	100-249 ▾			
Tipo dato	Imprese non finanziarie attive con almeno 10 addetti che hanno rapporti con più di una banca			
Seleziona periodo	2018			
Quota (%) di indebitamento bancario detenuto dalla banca principale	0,1-24,99	25-49,99	50-74,99	75 e oltre
	▲ ▾	▲ ▾	▲ ▾	▲ ▾
Ateco 2007				
0010: TOTALE	2 307	1 271	418	240

Fonte: Censimento permanente delle imprese sulla quota di indebitamento, ISTAT

Per le piccole imprese, che nella ricerca ISTAT sono inquadrare come soggetti che hanno tra i 20 e i 49 dipendenti, i valori per l'indebitamento sono in generale leggermente superiori sia al campione complessivo che a quello delle medie imprese. Difatti il 34% del campione delle piccole imprese ha una dipendenza dalla banca principale compresa tra il 25 ed il 49,99%, mentre nella fascia successiva, quella tra il 50 ed il 74,99% è compreso il 12% del campione di piccole imprese (3 punti in più rispetto a quelle medie).

⁵⁰ 4236 imprese scomposte nelle varie fasce nell'ultimo rigo in figura.

Tabella 7: Quota di indebitamento bancario detenuto dalla banca principale per un campione⁵¹ di piccole imprese nel 2018

Territorio	Italia			
Classe di addetti	20-49			
Tipo dato	Imprese non finanziarie attive con almeno 10 addetti che hanno rapporti con più di una banca			
Selezione periodo	2018			
Quota (%) di indebitamento bancario detenuto dalla banca principale	0,1-24,99	25-49,99	50-74,99	75 e oltre
Ateco 2007				
0010: TOTALE	13 412	9 335	3 275	1 641

Fonte: Censimento permanente delle imprese sulla quota di indebitamento, ISTAT

Questi dati mostrano che vi è un'inversa proporzionalità tra dimensione dell'impresa e dipendenza dalla propria banca principale, che ci fa capire il valore che ha la banca del territorio per il piccolo imprenditore. Essa si realizza come una vera e propria guida nella gestione finanziaria dell'impresa, che può rappresentare un problema in caso di crisi di liquidità o di corse agli sportelli, dato che si risulterebbe troppo esposti nei confronti di un unico operatore, pagando a caro prezzo anche una crisi di carattere specifico.

Inoltre, Cerved nel suo ultimo report sulle PMI⁵², ci offre dati non solo sulla dipendenza dal canale bancario, ma anche sugli effetti sulla marginalità delle imprese oggetto della ricerca. Solo il 57% del campione⁵³ analizzato dichiara di ricorrere al finanziamento bancario in misura modesta⁵⁴, il 39% risulta invece moderatamente dipendente dai finanziamenti bancari⁵⁵, mentre il restante 4% risulta fortemente dipendente, con debiti bancari che incidono per più del 50% sul totale dell'attivo. Le imprese fortemente dipendenti dal canale bancario hanno subito una contrazione del margine operativo

⁵¹ 27663 imprese scomposte nelle varie fasce nell'ultimo rigo in figura.

⁵² Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved.

⁵³ L'analisi è stata svolta su 164 mila PMI, di cui 134 mila imprese di piccole dimensioni e 29,5 mila imprese di medie dimensioni, le elaborazioni sono integrate con le dinamiche di circa 6.900 grandi imprese. Oltre ai bilanci 2020 e 2021, sono stati considerati i bilanci 2022 già depositati al momento dell'elaborazione (circa il 70% del campione), i bilanci 2022 non ancora disponibili sono stati simulati, utilizzando un modello proprietario Cerved.

⁵⁴ Rapporto fra debiti bancari e attivo inferiore al 10%.

⁵⁵ Rapporto fra debiti bancari e attivo compreso fra il 10% e il 50%.

lordo⁵⁶ pari al 30,7% nel 2020, di molto maggiore rispetto ai cali delle imprese moderatamente dipendenti (-8,6%) e delle imprese non dipendenti (-3,7%).

Questo dato dimostra che l'assenza di diversificazione nelle fonti di provvista, in periodi di crisi, è uno dei fattori limitanti per una corretta gestione d'impresa.

Lo stesso rapporto di Cerved sopracitato, nell'edizione del 2014⁵⁷ dichiarava che le PMI maggiormente dipendenti dalle banche avevano sofferto di più durante la crisi dei debiti sovrani, ampliando i *gap* negativi già presenti nel 2007.

Anche dall'analisi di questi dati, quindi, si evince che gli istituti di credito rappresentano l'interlocutore privilegiato per le PMI, soprattutto per le imprese più piccole che appaiono maggiormente legate alla propria banca di fiducia.

Le banche commerciali per fornire liquidità ai propri correntisti operano con un elevato grado di leva finanziaria; infatti, i loro bilanci si caratterizzano per una durata del passivo più breve di quella dell'attivo; i depositi non sono vincolati e gli investimenti in titoli non sono smobilizzabili nel breve termine. La capacità di assorbire rischi è quindi limitata e con essa la possibilità di finanziare le imprese con investimenti a lungo termine. I mercati finanziari e gli altri intermediari specializzati consentono invece di frazionare le grandi esposizioni tra un numero elevato di investitori, favorendo l'offerta di capitale di rischio e sostenendo, per questa via, il rafforzamento patrimoniale delle imprese con abbassamento della leva. Inoltre, numerosi studi teorici ed empirici dimostrano che una struttura finanziaria con una percentuale di debito elevata rispetto ai mezzi propri, riduce gli incentivi degli imprenditori ad investire e finanziarsi con capitale, diminuendo la capacità dell'impresa di creare valore. In particolare, l'azienda potrebbe rinunciare a investimenti con un ritorno atteso positivo perché i profitti finirebbero per ripagare il debito piuttosto che remunerare l'*equity*, il cosiddetto *debt overhang*. Un'altra inefficienza deriva dall'incentivo a fare investimenti troppo rischiosi rispetto al ritorno atteso, in quanto i possessori di *equity* si approprierebbero di eventuali *extra profitti*, mentre le perdite sarebbero principalmente sopportate dai creditori, definito *risk*

⁵⁶ Differenza tra ricavi e costi operativi.

⁵⁷ *Rapporto PMI, Novembre 2014* | Cerved.

*shifting*⁵⁸. Per cui un'impresa molto indebitata accuserebbe gli effetti di una contrazione dell'offerta del credito, in modo molto più evidente, dato che le banche, a fronte delle problematiche sopracitate, sono più restie a fornire finanziamenti a chi è estremamente dipendente dal debito.

Una struttura finanziaria sbilanciata può quindi limitare le capacità di crescita di un'impresa, anche in presenza di buone prospettive economiche.

Nonostante lo sviluppo dell'ultimo decennio delle fonti alternative di finanziamento, dall'emissione di obbligazioni, alle piattaforme di *crowdfunding* fino al *private equity*, la transizione verso un approccio di diversificazione della provvista è ancora lento e deriva dalle caratteristiche delle imprese medio-piccole, che nella maggior parte dei casi non hanno una documentazione finanziaria adeguata per una corretta valutazione del rischio da parte degli investitori, dato che, a differenza delle grandi imprese, non sono sottoposte a stringenti obblighi di trasparenza e, attraverso il canale bancario, possono attingere a risorse economiche senza dover applicare particolari obblighi normativi di *disclosure*.

Veniamo quindi all'analisi di quelle che sono state le crisi finanziarie più importanti degli ultimi anni per capire come, il fenomeno della dipendenza dal credito bancario, sia stata una delle cause che ha portato al *default* di molte imprese.

1.3 La crisi dei mutui sub-prime

1.3.1 Presupposti ed evoluzione

La crisi finanziaria dei mutui *subprime*⁵⁹ ha avuto origine nel 2006 negli USA, i presupposti però risalgono ad alcuni anni prima, al 2003, quando cominciò a crescere enormemente il numero di mutui erogati. Il problema di questo fenomeno era l'estrema

⁵⁸ *La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive*, Milano 13 febbraio 2019 | Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco

⁵⁹ I *subprime* sono mutui a basso merito di credito, ovvero erogati a clienti ad alto rischio. Si chiamano così poiché sono più rischiosi dei debiti primari (*prime*) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e garanzie di affidabilità.

fiducia del mercato, che per cavalcare l'onda dei rendimenti positivi, chiudeva gli occhi di fronte alla realtà e gli istituti di credito non mettevano in atto tutte le procedure di valutazione della fattibilità per cui, anche soggetti con poche garanzie, ottenevano comunque credito.

I fattori che hanno stimolato la crescita dei mutui *subprime* sono stati:

- la bolla⁶⁰ del mercato immobiliare statunitense;
- la politica monetaria della FED;
- lo sviluppo delle cartolarizzazioni⁶¹.

A partire dal 2003 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti il mercato immobiliare ha avuto una crescita esponenziale; tale dinamica era favorita dai tassi di inflazione estremamente contenuti e dalla politica monetaria accomodante della *Federal Reserve*, che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004⁶². Tali tassi equivalevano a un costo del denaro contenuto per i prenditori di fondi e ad una maggiore facilità di ottenere un prestito, anche per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari, tutto ciò stimolò la domanda di abitazioni alimentandone ulteriormente i relativi prezzi, fino a creare una bolla.

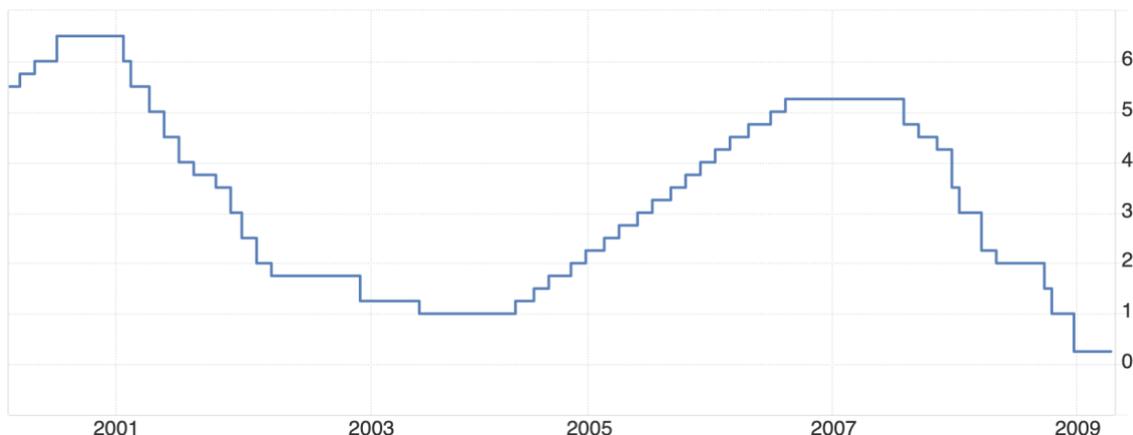
I prezzi elevati del mercato immobiliare rendevano conveniente la concessione di mutui alle banche che, in caso di insolvenza del mutuatario, potevano comunque recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione. La conseguenza fu una diminuzione dei controlli sulle garanzie da parte delle banche, che condizionate da una bassa percezione del rischio, concedevano prestiti anche a soggetti inaffidabili.

⁶⁰ Bolla o bolla speculativa, è un termine utilizzato in ambito finanziario per descrivere una situazione in cui il prezzo di un determinato bene, come azioni, immobili o materie prime, si discosta in modo significativo dal suo valore intrinseco, creando una distorsione nel mercato. Una bolla si forma quando gli investitori, spinti da aspettative irrazionali di guadagno futuro, acquistano in modo massiccio il bene in questione, innescando un aumento dei prezzi, questo, a sua volta, attira nuovi investitori, alimentando ulteriormente la speculazione e creando un ciclo di aspettative positive.

⁶¹ Operazioni mediante le quali un insieme di diritti su attività illiquide (crediti, immobili) sono incorporati in uno strumento negoziabile.

⁶² In risposta alla crisi della bolla *dot-com* e all'attacco dell'11 settembre 2001.

Figura 12: Tassi di interesse US dal 2000 al 2009 (valori percentuali)



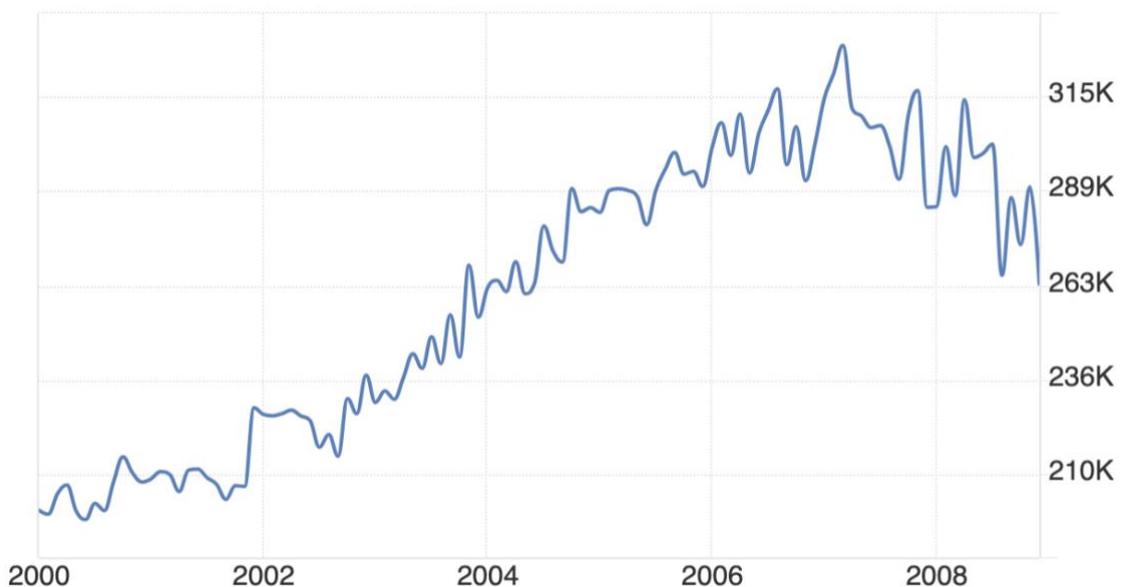
Fonte: Data | Federal Reserve

Oltre alla bolla immobiliare e ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui *subprime* è stata sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ossia dalla possibilità per gli istituti creditizi di trasferire i mutui, trasformati in titoli e divisi in *tranche* in base alla rischiosità, a soggetti terzi (SPV⁶³) e di recuperare immediatamente il credito scontato, che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi (10, 20 o 30 anni dopo). La cartolarizzazione consentiva alle banche di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori di fondi e indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo presentavano all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e si finanziavano con titoli a breve termine⁶⁴, garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse.

⁶³ *Special purpose vehicle*, sono un soggetto giuridico diverso da una banca, costituito per veicolare attività finanziarie cedute da terzi, in particolare con lo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni. La struttura della società veicolo è volta a isolare le obbligazioni della società stessa da quelle del cedente.

⁶⁴ Principalmente *asset backed commercial paper*. Gli ABCP sono uno strumento di investimento a breve termine con una data di scadenza tipicamente compresa tra 90 e 270 giorni. I titoli vengono emessi da una banca o da un'altra istituzione finanziaria e sono garantiti dalle attività fisiche delle imprese, come i crediti commerciali.

Figura 13: Prezzi medi delle abitazioni negli Stati Uniti dal 2000 al 2009



Fonte: Data and Maps | US Census Bureau

Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevedeva l'emissione dei *collateralised debt obligations* (CDO)⁶⁵, sempre tramite apposite società veicolo e operazioni di *ricartolarizzazione*, nelle quali le attività sottostanti erano in prevalenza titoli strutturati. In un contesto di bassi tassi di interesse, i titoli cartolarizzati furono sottoscritti da molti investitori anche in Europa; tale circostanza creò i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie europee. Lo sviluppo delle cartolarizzazioni ha comportato il passaggio per le banche da un *business model collect and hold*⁶⁶ ad un approccio *collect and sell*⁶⁷, per effetto delle stesse, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti, la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata. Grazie alle cartolarizzazioni, le banche riuscirono ad espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio attraverso la leva finanziaria⁶⁸. Queste operazioni poco trasparenti generavano prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e poco liquidi. I prodotti strutturati, inoltre, venivano scambiati

⁶⁵ Titoli a reddito fisso tutelati da un portafoglio di obbligazioni, prestiti e altri strumenti.

⁶⁶ Gli intermediari acquistano le attività e le detengono fino a scadenza.

⁶⁷ Gli intermediari acquistano le attività con il fine di venderle e generare una plusvalenza.

⁶⁸ Definita come rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto.

prevalentemente *over the counter*⁶⁹ (OTC), ossia al di fuori dei mercati regolamentati, e in assenza di prezzi significativi, ossia di prezzi utilizzabili per una loro valutazione condivisa dagli operatori di mercato. In tale contesto, a fronte dell'opacità dei prodotti e della difficoltà di apprezzarne il valore, il giudizio delle agenzie di *rating*⁷⁰ aveva assunto un'importanza crescente in quanto riferimento condiviso per la valutazione dei prodotti finanziari; tuttavia, dato che le agenzie prestavano spesso servizi di consulenza presso i soggetti su cui poi dovevano emettere un giudizio, ci fu un evidente conflitto di interessi che portò alla divulgazione di *rating* eccessivamente generosi e fu una delle cause della crisi, lacuna colmata poi con l'evoluzione della normativa⁷¹ che portò nuove regole su trasparenza e *governance* per garantire l'indipendenza delle agenzie. I titoli strutturati generavano una situazione di asimmetria informativa, alimentata dai giudizi redatti in conflitto di interesse dalle agenzie di *rating*, che sottostimavano il rischio di questi strumenti, i quali più circolavano nel mercato più cresceva la difficoltà di valutazione dell'effettiva rischiosità.

All'inizio del 2004, la FED cominciò a innalzare i tassi di interesse in risposta alla ripresa dell'economia statunitense. I mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenze delle famiglie incapaci di restituire rate sempre più onerose. La domanda di immobili si ridusse, con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti. Le istituzioni finanziarie più

⁶⁹ Un mercato *over the counter* è un mercato mobiliare non regolamentato, ovvero i titoli e gli operatori ammessi non sono assoggettati alla disciplina specifica e all'autorizzazione delle autorità di vigilanza in materia di mercati regolamentati e non sono iscritti nell'apposito albo. Le modalità di contrattazione non sono standardizzate ed è possibile stipulare contratti "atipici". In generale i titoli trattati in un mercato OTC sono meno liquidi rispetto a quelli trattati sui mercati regolamentati.

⁷⁰ Il *rating* è un giudizio di merito emesso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza rispetto alla capacità dell'emittente di ottemperare agli impegni previsti circa la remunerazione e il rimborso del capitale.

⁷¹ Con il Decreto Legislativo n. 176/2010 la Consob è stata individuata come autorità competente nella vigilanza alle agenzie di *rating* in applicazione delle disposizioni del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, che tra l'altro sancisce che non è opportuno che un'agenzia di *rating* del credito presti servizi di consulenza, ed in particolare che formuli proposte o raccomandazioni per quanto riguarda la concezione di uno strumento finanziario strutturato. Importanti novità aggiunte hanno riguardato i componenti delle agenzie di *rating* che devono ora avere determinati requisiti e conoscenze appropriate per consentire di emettere giudizi tempestivi in caso di cambiamento di scenario e devono essere sottoposti a rotazione degli incarichi. Deve essere garantita un'analisi completa dei rischi e un'analisi di sensitività, inoltre le metodologie devono essere periodicamente riviste e aggiornate.

coinvolte nell'erogazione dei mutui *subprime* registrarono pesanti perdite. A partire da Luglio 2007 e per tutto il 2008, inoltre, si susseguirono vari declassamenti del merito di credito (*downgrading*) di titoli cartolarizzati da parte delle agenzie di *rating*; tali titoli, ormai ampiamente diffusi sul mercato, persero ogni valore e diventarono illiquidabili, costringendo le società veicolo a chiedere fondi alle banche che li avevano emessi e che avevano garantito linee di liquidità. Alcuni istituti di credito, tuttavia, non furono in grado di reperire la liquidità necessaria per soddisfare tali richieste, poiché nessun ente finanziario era disposto a fare loro credito. In un contesto di scarsa chiarezza circa la distribuzione dei titoli strutturati nel sistema finanziario, infatti, il mercato interbancario sperimentò un forte aumento dei tassi e una significativa contrazione della disponibilità delle banche a concedere credito ad altri istituti finanziari. Dalla crisi di fiducia si sviluppò dunque una crisi di liquidità, le banche subirono pesanti perdite non solo a causa dei legami con le SPV, ma anche per le esposizioni verso altri soggetti colpiti dalla crisi come i fondi che avevano investito nei titoli cartolarizzati. Tali circostanze condussero alcuni tra i maggiori istituti di credito statunitensi verso il *default*, evitato grazie all'intervento del Tesoro di concerto con la FED.

Una seconda fase della crisi iniziò quando la banca di investimento *Lehman Brothers*, non avendo ricevuto aiuti statali o supporto da soggetti privati, avviò le procedure fallimentari il 15 settembre 2008. Si innescò così una nuova fase di intensa instabilità, poiché la decisione del governo di lasciare fallire una grande istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività anche al di fuori degli USA, scosse profondamente la fiducia degli operatori e alimentò un clima di fortissima tensione e incertezza sui mercati, a causa della consapevolezza che non si è mai "*too big to fail*"⁷². Il *default* di *Lehman Brothers* generò preoccupazioni diffuse sulla solidità di altre banche d'affari e timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori determinò una

⁷² L'espressione inglese *too big to fail*, in italiano troppo grande per fallire, è entrata nell'uso durante la crisi economica globale scoppiata nel 2008 in riferimento a banche, istituti creditizi o aziende considerate troppo grandi all'interno delle rispettive economie perché possano essere privati dell'intervento pubblico in caso di rischio di bancarotta.

nuova drastica riduzione della liquidità disponibile sul mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante le banche centrali avessero già avviato massicce iniezioni di fondi.

In breve tempo, la crisi dei mutui *subprime* si trasferì dall'economia statunitense a quella europea, provocando una caduta di reddito e occupazione. A tale caduta concorsero la restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni e il progressivo deterioramento delle aspettative del mercato, con conseguenti ripercussioni su consumi e investimenti. Le interdipendenze commerciali tra paesi, infine, comportarono una pesante riduzione del commercio mondiale. L'aggravarsi della crisi spinse il governo americano e quelli europei ad intervenire con piani di salvataggio del sistema finanziario e dei grandi istituti di credito articolati in operazioni di nazionalizzazione⁷³ e programmi di acquisto di titoli privati⁷⁴. Inoltre, i governi hanno protetto le istituzioni finanziarie dalle perdite sull'attivo per tutelare i depositi, attraverso operazioni di separazione patrimoniale (*ring-fencing*) con l'obiettivo di trasferire le "attività tossiche" dai bilanci delle banche.

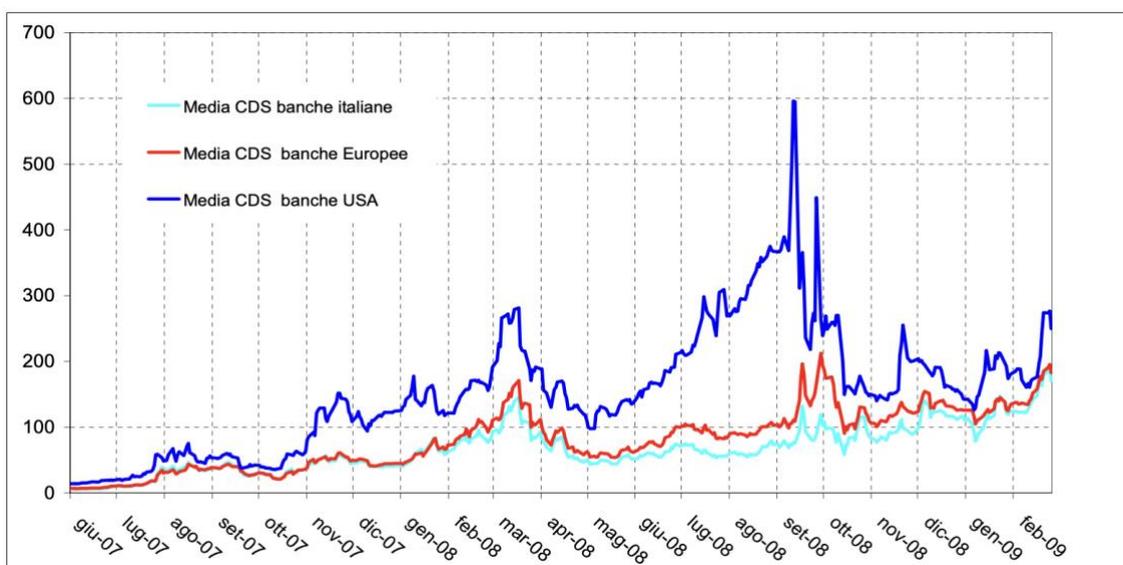
1.3.2 Analisi quantitativa

Il sistema bancario italiano ha risentito dello *shock* in misura minore rispetto a quanto si è osservato in altre economie, grazie a un modello di intermediazione orientato prevalentemente verso gli impieghi e la raccolta al dettaglio, per cui l'esposizione verso i titoli rischiosi da compravendita era poco rilevante, poiché non era un'attività *core* degli istituti di credito della nazione.

⁷³ La Banca Centrale britannica nazionalizzò la *Northern Rock*, quinto istituto di credito britannico specializzato in mutui immobiliari, impegnando circa 110 miliardi di sterline, oggetto a metà settembre del 2007 di una corsa agli sportelli.

⁷⁴ Durante il biennio 2007-2009, il programma di acquisto di titoli cartolarizzati Tarp (*Troubled asset relief program*), comportò l'immissione di liquidità sul mercato bancario a tassi prossimi allo zero da parte della FED, a sostegno di banche e compagnie di assicurazione, raggiungendo complessivamente i 7.700 miliardi di dollari. In Italia lo Stato invece si limitò a sottoscrivere obbligazioni subordinate, per un ammontare complessivo di poco più di 4 miliardi di euro, emesse da quattro banche, a fronte dell'impegno degli istituti emittenti a non ridurre il credito erogato all'economia reale.

Figura 14: Credit default swap⁷⁵ medi del settore bancario: Italia, Europa e USA dal 2007 al 2009



Fonte: La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane | Intervento di Stefano Mieli, Direttore Centrale per la Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia

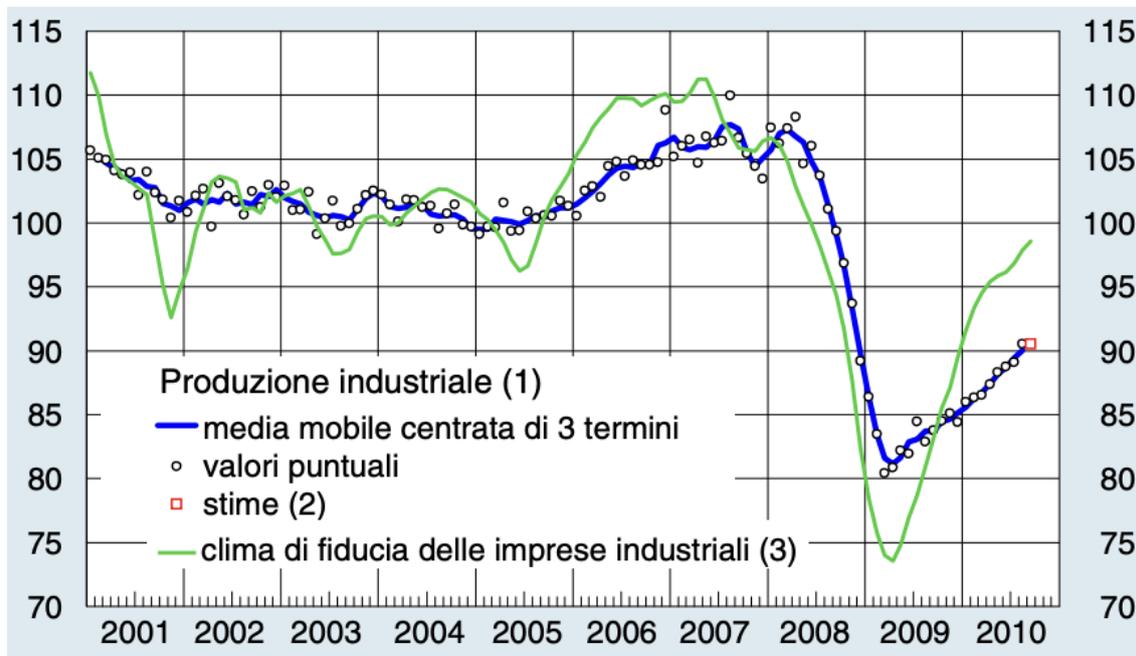
Infatti dalla Figura 14 si evince l'evidente differenza, in termini di percezione del rischio di insolvenza delle banche di USA, Europa ed Italia, a testimonianza che l'economia europea e ancora di più quella italiana non avevano una forte esposizione nei confronti dei titoli inquinati. Inoltre in generale l'indebitamento del settore privato in Italia era inferiore a quello osservato negli altri principali paesi: per le imprese non finanziarie il rapporto fra debiti finanziari e prodotto era pari al 75%, circa 12 punti percentuali in meno della media europea, invece per le famiglie i debiti finanziari rappresentavano il 49% del reddito disponibile, contro il 90% dell'area dell'euro e il 150% circa del Regno Unito e degli Stati Uniti.

Nonostante ciò, la crisi ha avuto un effetto restrittivo sulla produzione industriale e sul clima di fiducia delle imprese italiane, che hanno risentito dello *shock* attraverso una diminuzione del fatturato, dato dalla contrazione dei consumi, dall'aumento del costo del debito e dall'incertezza sul futuro. La produzione industriale infatti è diminuita di

⁷⁵ Contratto *swap* appartenente alla categoria dei derivati sul rischio di credito che offre la possibilità di coprirsi dall'eventuale insolvenza di un debitore contro il pagamento di un premio periodico.

quasi 30 punti, spinta giù da una domanda in flessione e da uno *stop* agli investimenti frenati dalla sfiducia degli operatori.

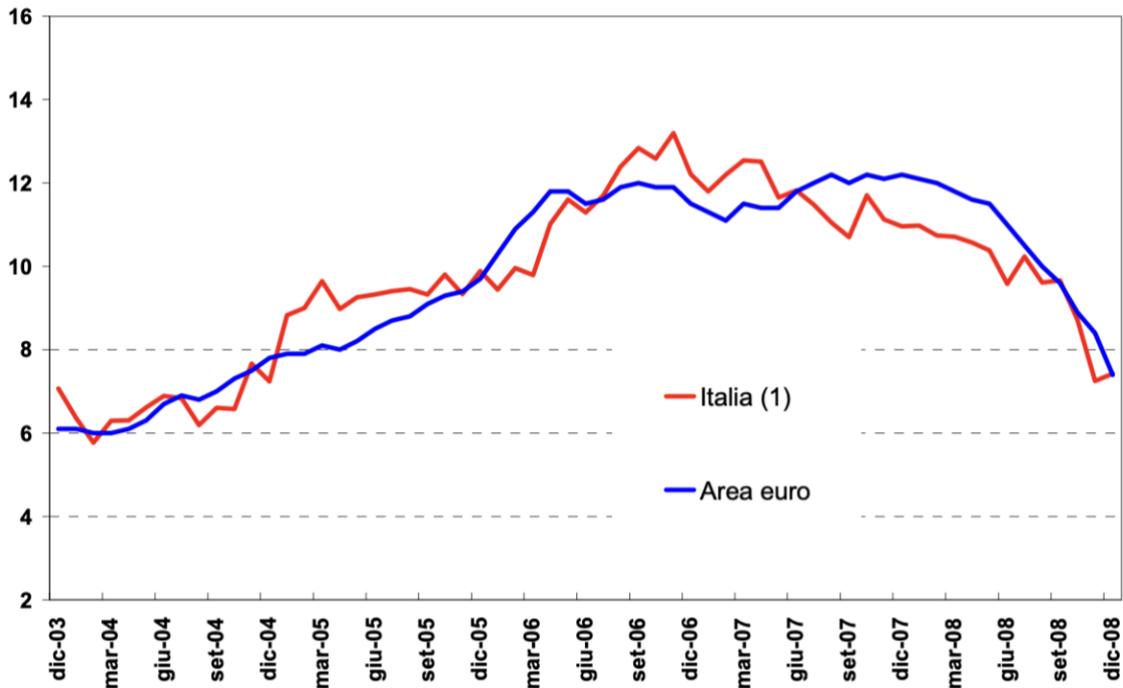
Figura 15: Produzione industriale e clima di fiducia delle imprese italiane dal 2001 al 2010 (dati mensili)



Fonte: Bollettino Economico n. 62, 15 Ottobre 2010 | Banca d'Italia

Nel 2008 il tasso di espansione del credito bancario in Italia era diminuito drasticamente rispetto agli anni precedenti, a causa del calo dell'attività produttiva e della paralisi del mercato immobiliare, che avevano determinato una minore domanda di prestiti da parte di famiglie e imprese, mentre il maggior rischio percepito dalle banche aveva portato ad un irrigidimento dei criteri di erogazione dei finanziamenti, seguito da una decelerazione dell'offerta. Fin dall'inizio la Banca d'Italia ha rivestito un ruolo importante, in quanto al manifestarsi delle prime avvisaglie della crisi, ha messo in atto interventi di vigilanza prudenziale per valutare l'esposizione delle banche italiane sugli strumenti strutturati.

Figura 16: Tassi di crescita dei prestiti bancari al settore privato in Italia e nell'Area Euro dal 2003 al 2008 (valori percentuali)



Fonte: La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane | Intervento di Stefano Mieli, Direttore Centrale per la Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia

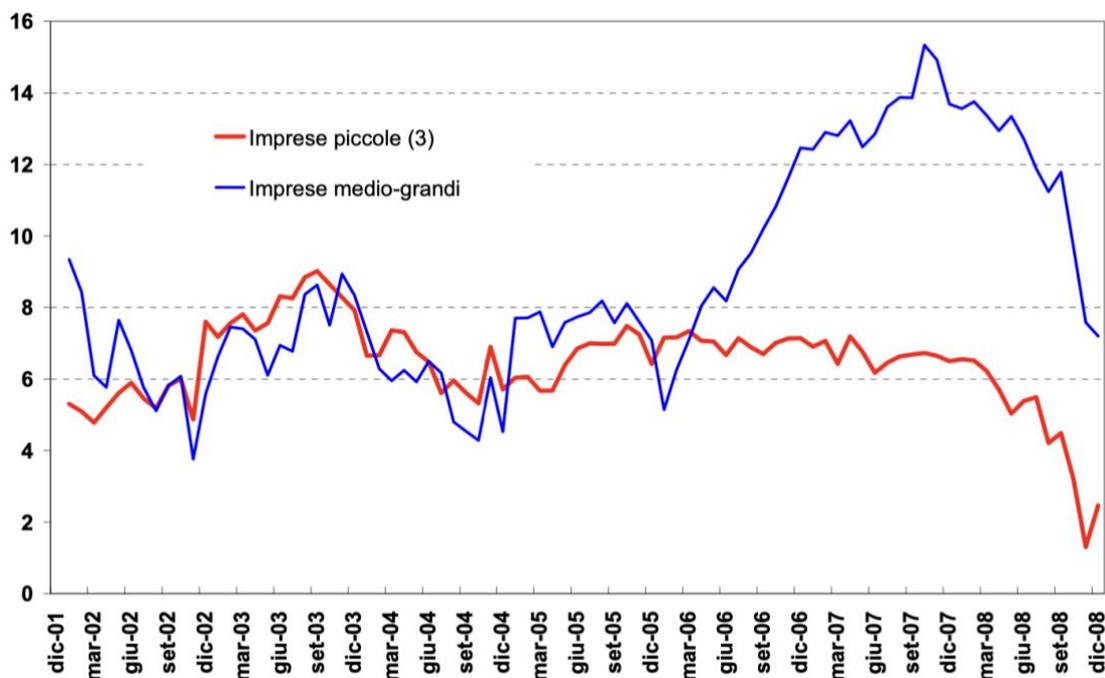
La Figura 17 fa riflettere, nonostante il *focus* italiano, sulla variazione delle aspettative del mercato in pochi anni dalla crisi del 2001 fino a quella del 2007-2009 e sul diverso impatto dello *shock* in base alla classe dimensionale delle imprese. A seguito della bolla delle *dot-com*⁷⁶ c'è stata una forte diminuzione della quota di prestiti erogati alle imprese; tuttavia, una decisa ripresa ha caratterizzato i successivi 3 anni, con delle variazioni evidenti nel numero, fino al *boom* del 2006 che però ha contraddistinto solo le imprese medio-grandi.

Nel periodo precrisi dei mutui *subprime* non c'era un'evidente differenza nel numero di prestiti bancari tra le diverse categorie di imprese, questo però fino ai primi sentori di crisi internazionale, che colpì soprattutto le piccole imprese, in quanto essendo soggetti

⁷⁶ La Bolla delle *dot-com* si è sviluppata tra il 1997 e il 2000 quando l'indice *NASDAQ*, il 10 marzo 2000, raggiunse il suo punto massimo, a causa del rapido aumento del valore delle aziende attive in ambito *Internet* che vide la nascita di moltissime imprese poco capitalizzate e che sfruttavano l'enfasi del momento, ma il cui valore in realtà era sovrastimato, ragion per cui la bolla scoppiò e numerose aziende fallirono creando una crisi finanziaria.

più rischiosi e meno affidabili, in uno scenario di incertezza ed elevato costo del debito patiscono di più. Al contrario le grandi imprese ottennero prestiti ingenti, avendo uno scossone solo nella seconda fase della crisi, ovvero dopo il fallimento di *Lehman Brothers*.

Figura 17: Tassi di crescita dei prestiti bancari alle imprese italiane per categoria dimensionale dal 2001 al 2008 (valori percentuali)



Fonte: *La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane* | Intervento di Stefano Mieli, Direttore Centrale per la Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia

Da questo paragone si evince che la contrazione dell'offerta bancaria durante uno *shock* è più forte per le imprese più piccole per le quali quindi risulta fondamentale potersi rivolgere ad altri canali di provvista, per gestire efficientemente le esigenze di liquidità.

1.3.3 Considerazioni

Le cause di questa crisi sono sicuramente state: la sottostima dei rischi dovuta all'eccessiva euforia del mercato, l'assenza di adeguate regole di *governance* per la gestione dei conflitti di interesse e l'aumento incontrollato della leva finanziaria.

Una riflessione importante che si trae è che l'eccessiva dipendenza dal credito bancario e l'assenza di diversificazione delle fonti di finanziamento in una situazione di crisi di liquidità, in cui le banche non hanno titoli liquidi da smobilizzare e sono in difficoltà, possono portare *default* delle imprese, che non riescono ad ottenere i fondi necessari per far fronte ai propri impegni. Inoltre, si è riusciti a dimostrare che vi è un'inversa proporzionalità tra dimensione delle imprese e contrazione dell'offerta di finanziamenti, tendenza più evidente in presenza di crisi, quando gli istituti di credito effettuano una selezione, riducendo l'offerta nei confronti dei soggetti più rischiosi.

Questo breve racconto della crisi del 2007-2009 induce a riflettere sull'utilizzo di strumenti alternativi, per la gestione di situazioni di crisi e di restrizione dell'offerta bancaria, nelle quali spesso la tempestività di intervento, con un innesto di liquidità è fondamentale. Il contributo inoltre offre spunti sull'importanza della diversificazione delle fonti di finanziamento, che spesso risulta una variabile chiave per evitare di essere contagiati dal *default* di un singolo soggetto o istituto bancario.

1.4 Credit crunch e la crisi dei debiti sovrani

1.4.1 Presupposti ed evoluzione

L'Italia, grazie al suo sistema bancocentrico, in cui gli istituti di credito investono a lungo termine in titoli con rendimento, senza scommettere sulla compravendita a breve termine e sui più rischiosi titoli strutturati, è stata colpita relativamente dalla crisi dei mutui *subprime*, mentre ha avuto conseguenze forti con la crisi dei debiti sovrani. A seguito della notizia da parte della Grecia nell'ottobre 2009 di falsificazione dei propri conti pubblici, che portò ad un disavanzo di oltre il 15% del PIL e ad un rapporto debito/PIL superiore al 126% per la stessa, si crearono vari squilibri della contabilità pubblica⁷⁷ in numerosi paesi europei, tra cui l'Italia, che raggiunse il *record* minimo di rendimento, fino a quel momento, dei titoli di stato nel 2010 (2,1%). L'Italia aveva un tasso annuale di crescita del PIL all'1,5% (Figura 21), un'ottima classificazione del debito

⁷⁷ La BCE cercò di fronteggiare la situazione istituendo, tra il maggio 2010 e il marzo 2011, il fondo Salva-Stati (segnatamente, il «Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria» - EFSM, poi divenuto Meccanismo Europeo di Stabilità – MES).

pubblico⁷⁸ e un indice mensile del clima di fiducia dei consumatori⁷⁹ ISTAT, che segnava i livelli massimi fino ad allora, a differenza di altri Paesi europei che erano in recessione.

Figura 18: Andamento del tasso medio ponderato di interesse dei titoli di Stato calcolato sulla base dei rendimenti lordi all'emissione dei titoli emessi in un singolo anno dal 2000 al 2024



Fonte: Debito Pubblico, Dati Statistici | Dipartimento del Tesoro, Ministero dell'Economia e delle Finanze

La crisi dei debiti sovrani però cominciò a mostrare i suoi effetti nell'estate 2011, quando l'Italia, a causa dell'aumento dei tassi di interesse pagati sui titoli emessi per finanziarsi, motivato dall'aumento della rischiosità del debito statale, iniziò ad andare in difficoltà. Le banche italiane, benché fossero poco esposte verso gli *asset* tossici provenienti dall'estero, che avevano causato la crisi precedente, possedevano numerosi titoli di stato che non rendevano più come prima; quindi, a seguito di una diminuzione dei profitti, la prima azione che misero in atto fu ridimensionare gli investimenti ed in particolare la

⁷⁸ *A+/negative* (Standard & Poor's dal 20 maggio 2011), *Aa2/negative* (Moody's, dal 17 giugno 2011).

⁷⁹ L'indice del clima di fiducia dei consumatori è un indicatore sintetico mensile che misura l'ottimismo e il pessimismo dei consumatori. L'ISTAT svolge mensilmente, dal 1982, un'indagine congiunturale presso i consumatori, che viene condotta nei primi 15 giorni lavorativi di ogni mese. L'analisi viene effettuata su un campione di circa 2.000 unità, rappresentativo della popolazione italiana adulta, estratto partendo dall'elenco degli abbonati telefonici. L'unità statistica è costituita dal consumatore maggiorenne appartenente al nucleo familiare individuato dal numero telefonico, (unità di secondo stadio selezionata per quote), mentre l'unità di rilevazione è l'abbonato (unità di primo stadio con selezione di tipo sistematico casuale nell'ambito dello strato a sua volta basato su ripartizione geografica e ampiezza dei comuni di residenza).

concessione del credito. La maggior prudenza è stata applicata nei confronti dei soggetti più rischiosi, ovvero le PMI, riducendo agli estremi la quantità di credito erogato, causando un *credit crunch*. Le banche preferivano offrire prestiti a soggetti maggiormente affidabili, imponendo cospicue garanzie.

Figura 19: Indice mensile destagionalizzato del clima di fiducia dei consumatori dal 2003 al 2023



Fonte: Congiuntura.Stat, dati e indicatori sulle tendenze dell'economia in Italia | ISTAT

In sintesi, non solo gli interessi erano più elevati, ma le imprese più in difficoltà, in particolare quelle di piccole dimensioni, sprovviste di adeguate garanzie e allo stesso tempo con un forte fabbisogno di denaro per crescere; in una situazione di *credit crunch* rischiavano il *default*, per assenza di fonti di approvvigionamento e di riserve di liquidità. Il governo tecnico costituitosi nel 2012 tentò di agire subito per contenere l'allarme tra gli investitori, vennero varate delle misure di emergenza e di austerità, contenute nel decreto *Salva Italia*⁸⁰. Nonostante questi provvedimenti, lo *spread*⁸¹ arrivò a quota 500

⁸⁰ Il Decreto Legge 201/2011 è stato emanato il 6 dicembre ed è stato poi convertito con la Legge 214/2011, pubblicata il 27 dicembre sulla Gazzetta Ufficiale, con lo scopo di avviare una riforma strutturale dell'economia del paese. È noto a tutti come Decreto Salva Italia, anche se il suo nome completo è "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità ed il consolidamento dei conti pubblici". Le misure previste dal decreto possono essere raggruppate nelle seguenti categorie: misure per lo sviluppo economico, misure per la trasparenza di imprenditori e società, provvedimenti sulla tassazione.

⁸¹ La differenza tra il tasso di interesse dei *bond* italiani e quelli di riferimento per l'Europa, ovvero quelli tedeschi.

punti negli ultimi giorni dell'anno, un rialzo di circa 5 volte rispetto al livello dell'anno precedente; la domanda e i consumi erano in calo e il 13 gennaio 2012 *Standard & Poor's* declassò il *rating* del debito italiano da A a BBB+.

Figura 20: Spread BTP – BUND dal 2011 al 2024



Fonte: Statistiche Obbligazioni | Borsa Italiana

A luglio 2012 il debito dei paesi europei, soprattutto i più periferici, rendeva sempre meno e lo *spread* italiano si manteneva su livelli elevatissimi. Allora la Banca Centrale Europea, diretta da Mario Draghi⁸², mise in atto una politica monetaria espansiva, utilizzando lo strumento del *quantitative easing*, ovvero l'emissione di nuova moneta e l'immissione di denaro in circolazione mediante l'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari⁸³. Questo tipo di politica porta ad un aumento del prezzo dei titoli, che permette di abbattere i tassi degli stessi come si evince dalla Figura 5, ma soprattutto concede innesti di liquidità alle imprese e alle banche posseditrici di titoli con bassi rendimenti, dando respiro anche alle famiglie indebitate e stimolando consumi e investimenti.

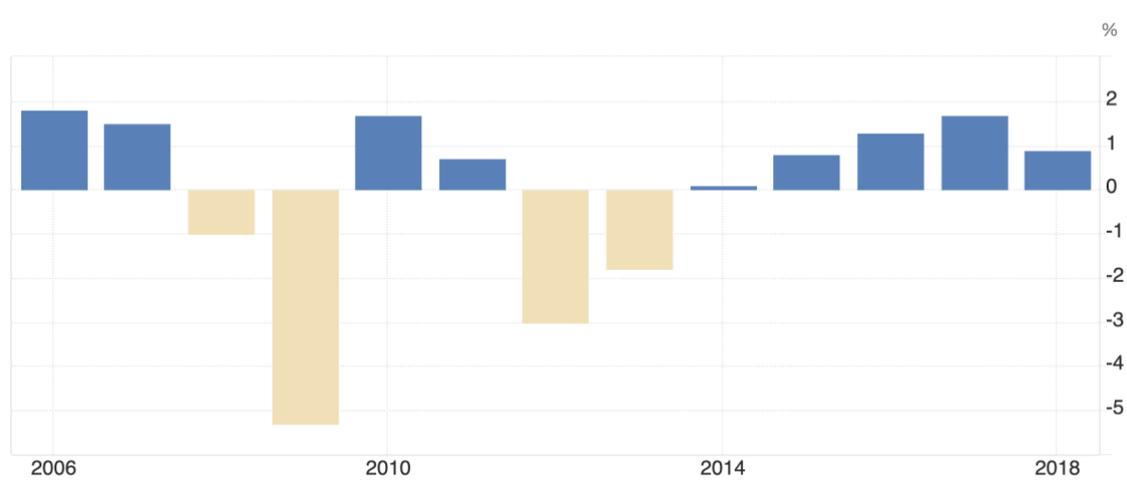
⁸² In un discorso tenuto il 26 luglio 2012 alla *Global Investment Conference* di Londra affermò che sarebbe stato disposto a usare tutti i mezzi della BCE per difendere l'unione monetaria, usando la famosa l'espressione "*whatever it takes*".

⁸³ Azioni replicate anche dalla *Federal Reserve* statunitense.

Gli effetti però non furono quelli sperati poiché il PIL continuò a contrarsi con un calo annuale del 3% e l'indice del clima di fiducia dei consumatori raggiunse i valori più bassi di sempre nella serie storica dell'ISTAT, circa 75 punti (Figura 19).

Come la crisi dei mutui *subprime*, quella dei debiti sovrani ebbe degli effetti importanti sull'economia italiana, ma in termini di sviluppo economico provocò uno *stop* maggiore; infatti, il PIL ricominciò a crescere solo all'inizio del 2015, ma l'Italia non sarebbe tornata ai livelli della metà 2011 (poco sopra i 430 miliardi di €) prima del 2018, sette anni dopo. Invece, a seguito della crisi finanziaria del 2008, il PIL già nel 2010 cresceva molto di più in percentuale rispetto alla media del quinquennio precedente.

Figura 21: Crescita annuale del PIL italiano dal 2006 al 2018



Fonte: Conti aggregati economici nazionali | ISTAT

1.4.2 Analisi quantitativa

Secondo una ricerca di Confcommercio⁸⁴, lo *stock* di credito mancato alle piccole e medie imprese da parte del sistema bancario dal 2010 al 2014 è risultato pari a 97,2 miliardi di euro. Dal 2009 al 2015 il numero di imprese che si sono rivolte alle banche e che hanno

⁸⁴ L'Osservatorio Credito Confcommercio effettua un'indagine continuativa a cadenza trimestrale su un campione statisticamente rappresentativo dell'universo delle imprese italiane del commercio, del turismo e dei servizi (1.536 casi). La ricerca è stata svolta in collaborazione con l'Istituto di ricerca *Format Research*, tramite interviste telefoniche (sistema Cati), nel periodo tra il 20 e il 30 giugno 2016.

visto completamente accolta la loro richiesta di finanziamento si è ridotto di quasi metà: dal 64,2% al 33,3%, con un minimo del 23,8% alla fine del 2013. Tenendo presente poi i meccanismi di autoselezione delle imprese, la percentuale di aziende completamente finanziate sul totale è diminuita dal 22,2% del secondo trimestre del 2009 (massimo di periodo) al 4,2% del secondo trimestre 2014 (minimo di periodo), registrando un crollo del 18%.

Tabella 8: Credito alle imprese dal 2009 al 2014

	% imprese che hanno chiesto credito nel trimestre	% imprese con richiesta accolta	% imprese finanziate
II trim. 2009	34,6	64,2	22,2
II trim. 2010	22,3	55,1	12,3
II trim. 2011	22,4	55,8	12,5
I trim. 2012	18,7	34,2	6,4
II trim. 2012	20,8	38,5	8,0
III trim. 2012	15,7	31,5	4,9
IV trim. 2012	14,0	30,2	4,2
I trim. 2013	11,5	29,6	3,4
II trim. 2013	10,8	26,9	2,9
III trim. 2013	10,5	26,0	2,7
IV trim. 2013	10,8	23,8	2,6
I trim. 2014	14,6	25,4	3,7
II trim. 2014	15,9	26,7	4,2
III trim. 2014	16,7	29,0	4,8
IV trim. 2014	18,0	33,3	6,0

Fonte: Osservatorio Credito Confcommercio-Format Research

Il fenomeno ha avuto carattere di selettività, in particolare a danno delle piccole e medie imprese, più difficili da valutare e ritenute pertanto più rischiose da parte del sistema bancario. È nata quindi per le imprese l'esigenza di diversificare progressivamente le fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dal sistema bancario attraverso il ricorso a strumenti alternativi.

La Figura 22 offre spunti di riflessione sugli effetti del *credit crunch* sulla condizione economico-finanziaria delle imprese: dall'immagine si trae la conclusione che la crisi ha

innescato un processo di selezione che ha diminuito la rischiosità delle PMI, questo fenomeno è assimilabile al percorso intrapreso dalle piccole e medie imprese verso la minimizzazione della leva finanziaria, a causa della contrazione dell'offerta di credito, ma anche al calo dei tassi di interesse, dovuto alle politiche monetarie fortemente espansive che hanno contraddistinto il periodo.

Figura 22: PMI per score economico-finanziario dal 2007 al 2012 (in valore assoluto e in % sul totale delle PMI dell'anno)



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2014 | Cerved

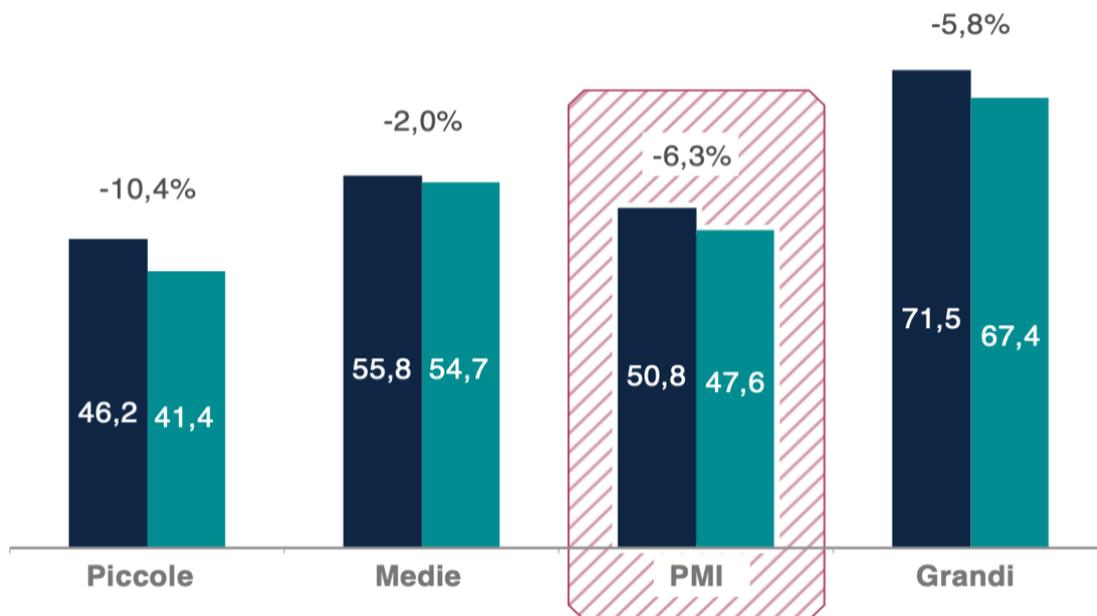
Vediamo chiaramente una diminuzione delle PMI in area rischio (quella evidenziata in rosso in figura), che per la maggior parte sono andate in *default* e in parte in area vulnerabilità, tra l'altro anche le imprese solvibili (in verde) si sono ridotte, infatti, nel complesso il numero di PMI attive è diminuito del 4%.

Sulla base di quanto analizzato si può affermare che il *credit crunch* ha avuto degli effetti importanti sulla capacità delle imprese di far fronte ai propri impegni.

Figura 23 e Figura 24 ci danno contezza degli effetti dello *shock* sulle diverse categorie dimensionali di imprese: le PMI hanno accusato maggiormente il colpo, rispetto alle

grandi imprese, subendo una forte diminuzione della produttività per dipendente dal 2007 al 2012.

Figura 23: Produttività delle imprese durante il credit crunch



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2014 | Cerved

La differenza è evidente se si guarda al margine tra grandi e piccole imprese che è quasi doppio; infatti, per le piccole imprese si registra una diminuzione della produttività del 10,4% rispetto al 5,8% delle grandi, mentre le imprese di taglia media scontano una diminuzione di soli due punti percentuali nel periodo del *credit crunch*.

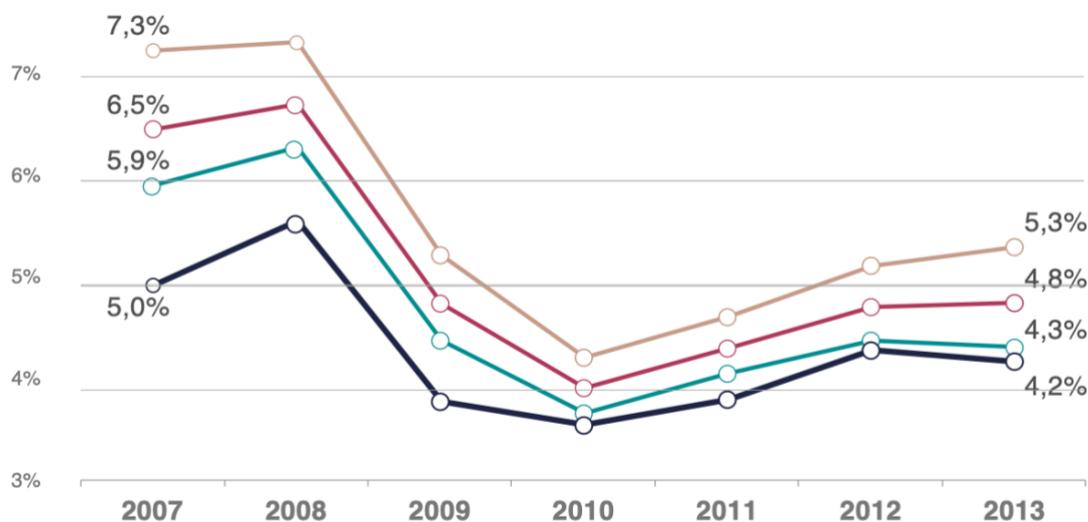
Questi ultimi dati mostrano che le imprese già presenti nel mercato e con una storia, riescono a gestire al meglio uno *shock* e a mantenere una domanda adeguata che consenta una gestione ottimale di flussi di entrata e uscita.

Per invertire la congiuntura negativa e rilanciare gli investimenti nel periodo tra il 2007 e il 2013 è stata portata avanti dalle banche centrali una politica monetaria espansiva, intrapresa per abbassare il costo del denaro e favorire l'accesso al credito anche per le PMI. La riduzione del costo del debito è stata misurata per tutte le classi dimensionali e tutti i settori di attività economica, con una riduzione del *gap* tra società medio-grandi e piccole imprese, che essendo più rischiose, hanno pagato di più per il servizio del debito.

Si è passati in 5 anni da uno scarto di due punti percentuali tra piccole (linea gialla) e grandi imprese (linea blu) ad un margine dell'1%. La riduzione del costo del debito si è fortemente concentrata tra il 2008 e il 2010, mentre successivamente è prevalsa una dinamica in aumento legata alla crisi dei debiti sovrani, che ha reso più rischioso l'intero sistema imprenditoriale.

Si deduce che c'è stato un percorso di maturazione da parte delle PMI (linea rossa) che ha portato addirittura le medie imprese (linea verde) a poter accedere al debito praticamente alle stesse condizioni delle grandi imprese.

Figura 24: Evoluzione del costo del debito durante il credit crunch per categoria di imprese



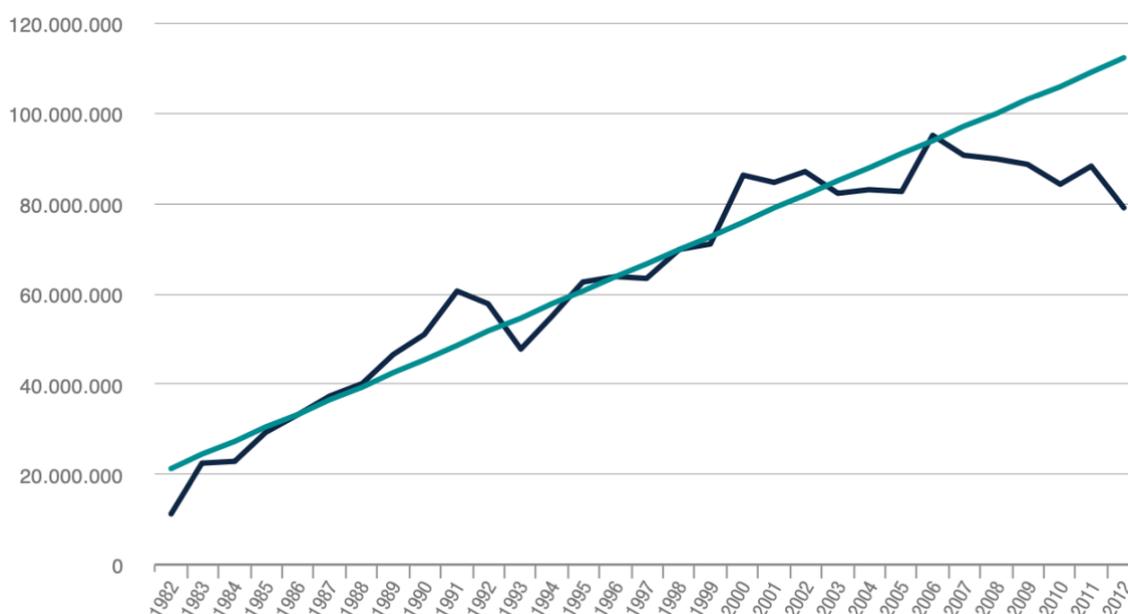
Fonte: Rapporto PMI 2014 | Cerved

Nonostante ciò, però l'effetto combinato della crisi economica e del *credit crunch* ha avuto conseguenze importanti sulla dinamica degli investimenti delle imprese. I dati di contabilità nazionale hanno evidenziato un continuo calo dal 2008 in poi, con contrazioni significative soprattutto nel 2009 (-11% in termini reali) e nel 2012 (-8%). Il margine rispetto a un *trend* lineare di lungo periodo, accumulato dal 2007, ha assunto dimensioni di assoluta rilevanza: in termini percentuali le consistenze cumulate rilevate dai bilanci aggregati al 2012 sono al di sotto del *trend* del 42%, pari a circa 33 miliardi di euro, che il sistema imprenditoriale italiano ha rimandato o non ha potuto finanziare durante il periodo di crisi. Gli investimenti materiali in rapporto al valore aggiunto si sono ridotti per tutte le classi dimensionali rispetto al valore del 2007. Il calo più consistente è quello

delle imprese di medie dimensioni (5,5 punti percentuali), mentre le grandi imprese hanno registrato una diminuzione pari a 3,6 punti.

Nel periodo esaminato, i dati hanno evidenziato che più grande è l'impresa, maggiore è la capacità di contenere le perdite di fatturato: le medie imprese hanno ridotto il proprio giro d'affari meno delle piccole società e le grandi imprese sono riuscite ad incrementarlo in termini nominali.

Figura 25: Investimenti delle società di capitale rispetto al trend di lungo periodo dal 1982 al 2012⁸⁵

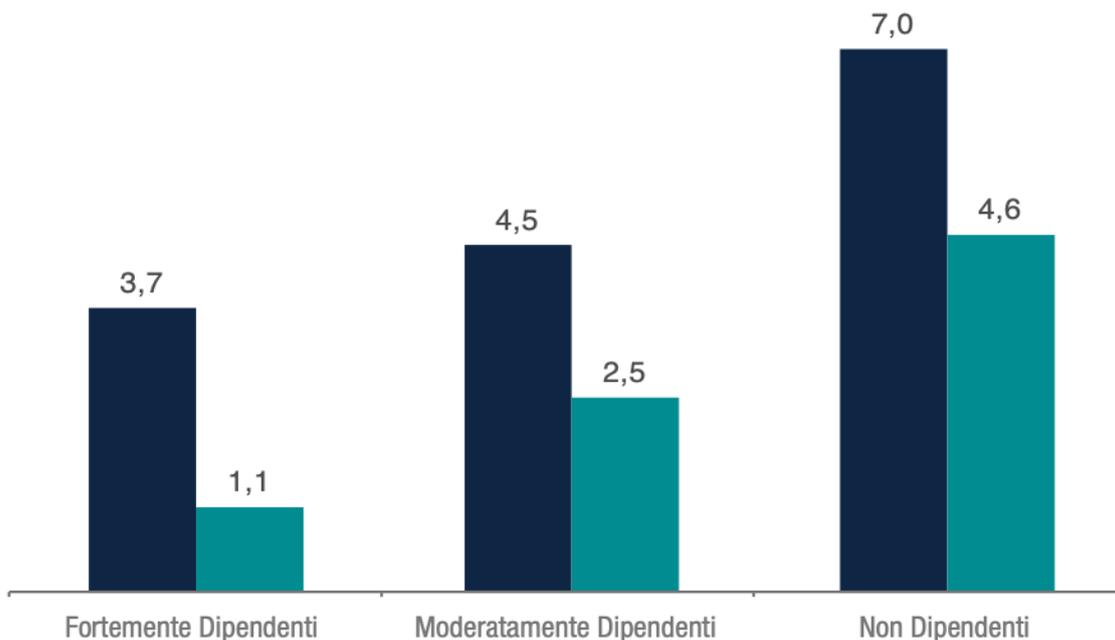


Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2014 | Cerved

È opportuno adesso valutare se l'eccessiva dipendenza dal credito bancario è stata una delle caratteristiche che ha inciso negativamente sui risultati conseguiti dalle imprese durante il *credit crunch*: le PMI maggiormente dipendenti dalle banche, quelle per cui i debiti bancari pesano per oltre la metà dell'attivo, hanno sofferto di più durante la crisi, ampliando i *gap* negativi già presenti nel 2007.

⁸⁵ In blu gli investimenti fissi lordi e in azzurro il trend di lungo periodo.

Figura 26: ROA per livello di dipendenza bancaria durante il credit crunch (valori in percentuale)



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2014 | Cerved

Hanno subito maggiormente gli effetti negativi dello *shock* sia in termini di redditività che di sostenibilità degli oneri finanziari, non riuscendo a beneficiare del calo dei tassi di interesse; hanno aumentato anche la percentuale di mancati pagamenti, accumulato maggiori ritardi e si sono viste irrigidire i termini di pagamento dai fornitori. Ne è seguito un consistente ampliamento del divario di rischio tra grandi imprese e PMI, già esistente prima dello scoppio della crisi⁸⁶.

Di conseguenza in questo scenario l'aumento della probabilità di *default* delle aziende è stato superiore per quelle maggiormente dipendenti dal debito bancario: tra il 2008 e il 2009, la PD delle PMI, fortemente dipendenti dal capitale bancario, è infatti passata dal 2,9% al 5%, contro il leggero aumento osservato tra le PMI moderatamente dipendenti e tra quelle che non dipendono dalle banche. Il *gap* ha continuato a crescere negli anni successivi, fino a superare nel 2013 i tre punti percentuali tra PMI fortemente e moderatamente dipendenti e i quattro punti con quelle non dipendenti.

⁸⁶ Rapporto PMI, Novembre 2014 | Cerved.

Figura 27: Probabilità di default delle PMI per livello di dipendenza bancaria durante il credit crunch⁸⁷ (valori percentuali)



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2014 | Cerved

Il *credit crunch* non ha riguardato in modo omogeneo tutte le PMI, ma ha colpito maggiormente le imprese più rischiose, infatti, nonostante il panorama difficile della crisi, non mancano le storie di successo. Cerved ha individuato 3.472 PMI che sono riuscite almeno a raddoppiare il proprio giro d'affari fra il 2007 e il 2012, il 3,4% del campione⁸⁸. Si tratta di un gruppo di imprese più giovani, presenti anche nei settori in cui la congiuntura è stata più severa, che hanno investito maggiormente⁸⁹ e che sono meno dipendenti dal credito bancario; tutte caratteristiche che permettono di reagire al meglio ad uno *shock* rendendo le società più redditizie e più produttive, come ha dimostrato l'analisi fatta in questo paragrafo.

⁸⁷ In azzurro le PMI fortemente dipendenti dal debito bancario, in blu quelle moderatamente dipendenti e in rosso le piccole e medie imprese non dipendenti.

⁸⁸ Nel 2007 c'erano 102.848 PMI con almeno due milioni di fatturato, escludiamo dal totale quelle che nel 2007 avevano un fatturato inferiore ai 2 milioni di euro, per evitare di classificare come forte crescita episodi di forte crescita percentuale ma bassa crescita assoluta come, per esempio, chi passa da 50.000 a 100.000 euro di fatturato.

⁸⁹ Il 15,4% di queste imprese è stata interessata da una o più operazioni straordinarie fra il 2007 e il 2012.

1.4.3 Considerazioni

In seguito all'avverarsi di due crisi così incisive è emersa la necessità di riformare la regolamentazione dei mercati e degli intermediari finanziari, attraverso nuovi requisiti di capitale e principi contabili, con l'obiettivo di dettare *standard* più vincolanti per una più efficiente gestione dei rischi. Il Comitato di Basilea⁹⁰ ha così promulgato Basilea III nel Gennaio del 2014 richiedendo alle banche garanzie minime di capitale e liquidità come tutela da eventuali crisi finanziarie. Due furono le novità più importanti: l'introduzione del coefficiente *leverage ratio*, con l'obiettivo di evitare aggiramenti del secondo pilastro di Basilea 2⁹¹ tramite investimenti in attività privilegiate come le cartolarizzazioni e il parametro del *liquidity coverage ratio*, il cui obiettivo era garantire che le banche avessero adeguate riserve di liquidità in grado di gestire scompensi causati da *shock* finanziari. Con la crisi, inoltre, il legislatore è intervenuto per introdurre norme finalizzate ad agevolare ed incentivare il processo di *de-bancarizzazione* del sistema di finanziamenti, introducendo nuovi strumenti come *minibond*, *project bond*, *crowdfunding* e *invoice trading* ed ampliando le possibilità di utilizzo di quelli già esistenti come cambiali finanziarie e certificati di investimento. L'obiettivo di queste misure era evitare che, uno *shock* congiunturale colpendo le banche portasse ad un *credit crunch*, ove gli istituti di credito privi di adeguata provvista, al crescere del rischio si tutelassero, restringendo l'offerta e focalizzando gli investimenti sui profili più affidabili. Le misure in questo contesto, quindi, offrono l'opportunità anche alle piccole e medie imprese di avere strumenti per approvvigionarsi.

Viene così a definirsi un percorso di transizione del settore del credito da una conformazione bancocentrica che ha condotto a due crisi a pochissimi anni di differenza,

⁹⁰ Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un'organizzazione internazionale istituita dai governatori delle banche centrali dei dieci paesi più industrializzati (G10) alla fine del 1974, che opera sotto il patrocinio della Banca dei Regolamenti Internazionali. Il suo scopo è quello di promuovere la cooperazione fra le banche centrali ed altre agenzie equivalenti allo scopo di perseguire la stabilità monetaria e finanziaria. Il Comitato di Basilea si propone di rafforzare la sicurezza e l'affidabilità del sistema finanziario, stabilire degli standard minimi in materia di vigilanza prudenziale, diffondere e promuovere delle migliori pratiche bancarie e di vigilanza e promuovere la cooperazione internazionale in materia di vigilanza prudenziale.

⁹¹ L'accordo sul Capitale Basilea 2 definisce le linee guida per la determinazione dei requisiti minimi di capitale degli istituti di credito. Il cambiamento di tali linee guida si estrinseca in un nuovo sistema di misurazione dei rischi per le banche, riguardo i finanziamenti alla clientela *retail* e *corporate*.

fino a una consapevolezza dei benefici della diversificazione, che si qualifica come fenomeno salvavita per le imprese in presenza di *shock* finanziari.

Anche in questo paragrafo, come per la crisi dei mutui *subprime*, si è analizzato l'impatto sui risultati delle imprese della dipendenza dal credito bancario, in presenza di *shock* e gli effetti del peggioramento delle condizioni di accesso al credito sulla riduzione della marginalità, in base alle classi dimensionali delle imprese.

Si è dimostrato che le PMI hanno avuto maggiori difficoltà durante il *credit crunch* rispetto alle grandi imprese, poiché percepite come più rischiose e che maggiore era la dipendenza dal credito bancario delle imprese, più aumentava la probabilità di *default*. Infatti in uno scenario di contrazione dei finanziamenti erogati, dove la selezione dei fornitori di fondi è serrata e molte imprese necessitano di liquidità, una leva finanziaria molto elevata porta ad avere una chiusura da parte degli istituti di credito, che non saranno più disposti a finanziare chi è troppo indebitato.

1.5 Impatto del Covid-19 sulle fonti di finanziamento

1.5.1 Presupposti ed evoluzione

Per introdurre il seguente paragrafo è opportuno soffermarsi sulle condizioni con cui le PMI si sono affacciate a questa nuova crisi e coglierne le differenze con le precedenti. Prima dello *shock subprime* la struttura finanziaria delle imprese italiane era caratterizzata da elevati livelli di debito in rapporto al capitale, la media nazionale era pari al 39%, un valore superiore di due punti percentuali a quello medio dell'area dell'euro e di oltre dieci rispetto agli Stati Uniti. In particolare, l'incidenza dei prestiti bancari sul totale dei debiti finanziari delle imprese italiane raggiungeva i due terzi in quel periodo, mentre era pari a circa il 50% nell'area dell'euro e inferiore al 40% nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Il ricorso alla finanza di mercato era invece molto limitato: la quota delle obbligazioni rappresentava meno del 6% dei debiti finanziari, due punti percentuali in meno dell'area dell'euro, a fronte di valori superiori al 15% e al 30% nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

Negli anni immediatamente successivi alla crisi dei mutui *subprime*, la struttura finanziaria delle imprese della nazione non è migliorata: la leva finanziaria è aumentata di oltre 10 punti percentuali, raggiungendo il 50%, a causa della forte riduzione del valore di mercato del capitale di rischio.

In seguito alla crisi dei debiti sovrani, tuttavia, le imprese italiane hanno intrapreso un processo di rafforzamento della struttura finanziaria, attraverso la diversificazione delle fonti di finanziamento e la riduzione della leva e della dipendenza dal credito bancario⁹², che ha consentito loro di affrontare la crisi pandemica in condizioni più solide rispetto a quelle con cui avevano affrontato gli *shock* precedenti. Alla contrazione della leva ha contribuito: per metà l'uscita dal mercato delle aziende finanziariamente più fragili, per un terzo l'aumento del capitale di rischio e per la parte residua la riduzione del debito delle imprese che sono rimaste in attività. Il ritorno a condizioni finanziarie più equilibrate è quindi il risultato, da un lato, della durissima selezione dovuta al *credit crunch*, dall'altro, negli ultimi anni, dell'aumento della redditività favorito dalla ripresa economica, che ha consentito, soprattutto alle imprese più grandi, di rafforzare il patrimonio⁹³.

La pandemia di COVID-19 si è diffusa a livello globale dal dicembre 2019, ed è stata dichiarata emergenza sanitaria globale dall'Organizzazione Mondiale della Sanità, il 30 gennaio 2020. Tutto ciò ha costretto i governi a varare misure di contenimento e di distanziamento sociale che hanno avuto effetti decisivi sull'economia, in *primis* con un blocco della produzione, a causa della chiusura obbligatoria di imprese e stabilimenti e poi con uno *stop* ai consumi, causato soprattutto dalle condizioni di incertezza, ma anche dal calo del reddito disponibile sia per le famiglie che per le imprese. All'origine di questa crisi, a differenza delle due sopra analizzate, vi è una causa extraeconomica che ha avuto conseguenze senza precedenti, obbligando alla chiusura il 70% delle attività produttive

⁹² Tra il 2011 e il 2019 la quota dei prestiti bancari sul totale dei debiti finanziari delle imprese si è ridotta (dal 66 al 52 per cento), mentre sono cresciute sia quella dei finanziamenti da parte di intermediari non bancari (dal 25 al 32 per cento) sia quella delle obbligazioni (dal 7 al 12 per cento).

⁹³ *La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive, Milano 13 febbraio 2019* | Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco.

italiane e che ha coinvolto 2,2 milioni di imprese nel marzo del 2020⁹⁴. L'indice del clima di fiducia delle imprese misurato dall'ISTAT ha raggiunto i minimi storici come ai tempi della crisi dei mutui *subprime* (Figura 28).

Lo *shock* del Covid-19 è stato un evento eccezionale che ha messo in ginocchio le imprese. Esse non sapevano quando avrebbero potuto contare su un'operatività a pieno regime e su una domanda sostenuta, a causa della prudenza applicata dalle famiglie che, a scopo precauzionale, avevano deciso di risparmiare sui consumi.

Figura 28: Indice mensile destagionalizzato del clima di fiducia delle imprese italiane dal 2003 al 2023



Fonte: *Congiuntura.Stat, dati e indicatori sulle tendenze dell'economia in Italia* | ISTAT

Colpisce, osservando il grafico, la forte ripresa verificatasi in seguito allo *shock* pandemico, andamento fotocopia, tra l'altro, della precedente crisi dei mutui *subprime*. In entrambe le crisi, le imprese sono state sostenute utilizzando fondi governativi di supporto; la differenza principale tra i due *shock* è la natura settoriale di quello pandemico, che ha colpito soprattutto alcune categorie di imprese come quelle manifatturiere, a differenza della crisi finanziaria del 2009, che ha messo in ginocchio,

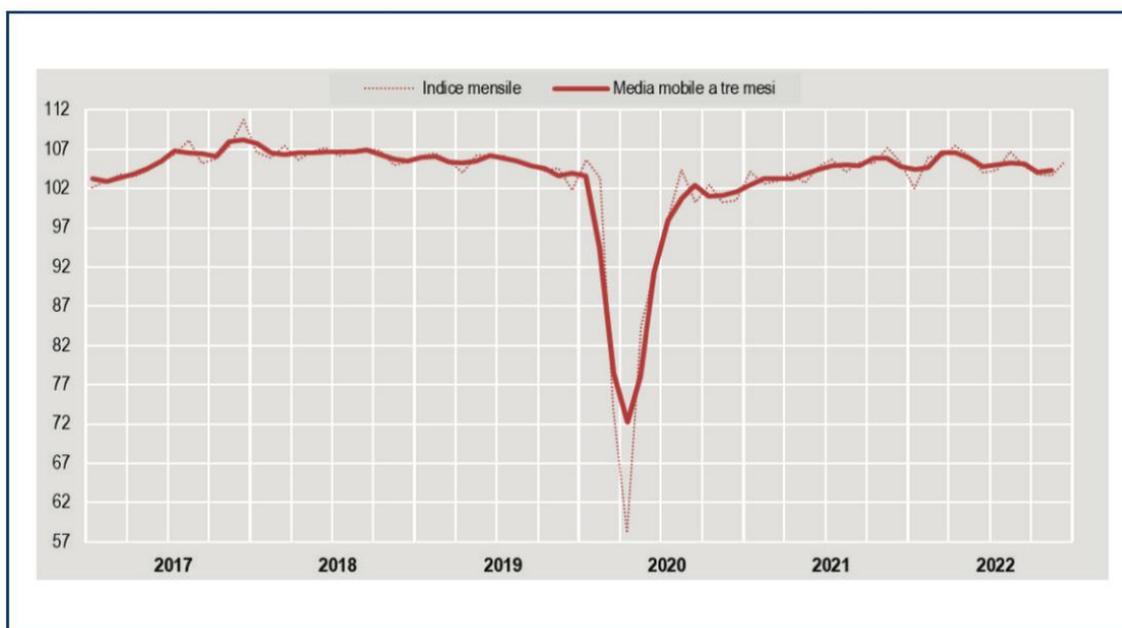
⁹⁴ *Gli effetti del Covid-19 sull'economia italiana e sul sistema produttivo, Giugno 2020* | Paolo Carnazza e Fabio Giorgio.

indistintamente, tutte le imprese che necessitavano di credito e liquidità. Sia nel 2009 che nel 2020 il mercato pensava di essere arrivato ad un punto di non ritorno, che ha portato l'indice del clima di fiducia delle imprese a raggiungere il minimo, mentre durante la crisi dei debiti sovrani i dati spiegano che c'era la consapevolezza di una crisi passeggera, dato che il calo dell'indice è stato di soli 15 punti percentuali, la metà rispetto ai circa 30 delle crisi sopracitate.

1.5.2 Analisi quantitativa

Dopo la doppia recessione del 2008 e del 2011 le PMI italiane hanno iniziato un graduale e lento processo di ripresa, che le ha portate solo nel 2018 oltre i livelli di ricavi del 2007.

Figura 29: Produzione industriale in Italia: indice ISTAT destagionalizzato e media mobile a 3 mesi dal 2017 al 2022 (base 2015=100)



Fonte: 9° Report Italiano sui Minibond, Marzo 2023 | Politecnico di Milano

L'emergenza sanitaria seguita alla diffusione del Covid-19 ha bruscamente interrotto questo recupero, il blocco della produzione causato dal *lockdown* ha provocato un calo di 30 punti dell'indice ISTAT. Oltre alla frenata della produzione, c'è stato anche un blocco della domanda e ciò ha innescato di conseguenza uno *stop* alla crescita del PIL, causato dalle misure di contenimento e dalla perdita di fiducia del mercato. Infatti, nel 2020,

anno di inizio della pandemia, vi è stata una diminuzione del tasso di crescita dei consumi e del PIL di circa il 10%, nonostante l'inflazione si sia mantenuta sostanzialmente stabile e sotto i livelli del mandato BCE, le imprese non potendo esercitare a pieno regime le proprie attività, hanno fermato gli investimenti (-9,7%). Inoltre, le misure di contenimento del contagio hanno inciso in maniera importante, causando un calo del tasso di crescita delle esportazioni e delle importazioni di circa il 15%.

Figura 30: Scenario macroeconomico dal 2019 al 2022

	2019	2020	2021	2022
Tasso di crescita del PIL reale	0,4%	-9,4%	5,6%	3,8%
Tasso di crescita dei consumi reali	0,5%	-11,4%	6,0%	4,2%
Tasso di crescita degli investimenti reali	1,7%	-9,7%	10,7%	8,1%
Tasso di crescita dei consumi pubblici reali	-0,2%	1,5%	0,7%	-0,2%
Tasso di crescita delle esportazioni reali	1,1%	-15,7%	9,1%	2,9%
Tasso di crescita delle importazioni reali	-0,4%	-14,2%	9,5%	4,1%
Tasso di disoccupazione (avg)	9,9%	9,3%	9,5%	9,8%
Tasso di inflazione (avg)	0,6%	-0,1%	1,7%	1,6%
Tasso prestiti alle imprese (avg)	2,1%	1,9%	2,0%	2,1%

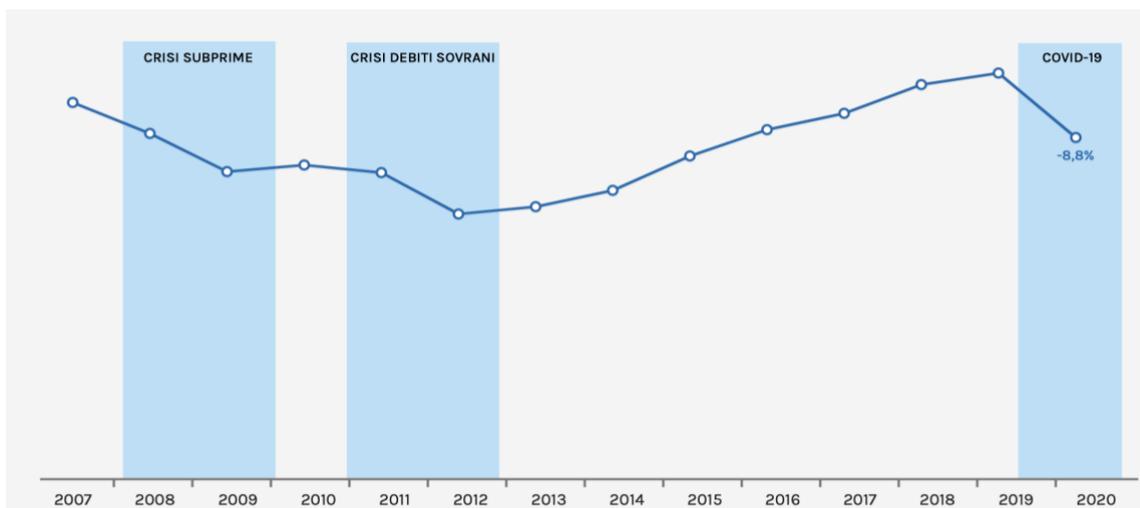
Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

Analizzati gli effetti della crisi sanitaria sullo scenario macroeconomico, veniamo ora a visionare le conseguenze sui valori economici e finanziari.

Nonostante i ristori⁹⁵, che secondo stime basate sui bilanci storici hanno fornito un contributo pari a 2,7 miliardi di euro per la platea di PMI, e il deciso taglio dei costi operativi, soprattutto su materie prime e semilavorati, in media le piccole e medie imprese hanno contratto i ricavi in termini reali dell'8,8% tra 2019 e 2020 (Figura 31), il calo maggiore osservato in tutta la serie storica monitorata.

⁹⁵ Nel corso del 2020 con due provvedimenti (i decreti legge 34/2020 e 137/2020), i governi italiani hanno stanziato risorse per sostenere le imprese la cui attività era stata sospesa a causa del *lockdown*. Sono stati inizialmente erogati 6,2 miliardi di contributi a fondo perduto alle imprese con fatturati nel 2019 fino a 5 milioni di euro e che avevano riscontrato tra aprile 2019 e aprile 2020 un calo dei ricavi di oltre il 33%. Successivamente sono stati messi in campo ulteriori 3,6 miliardi di euro con l'erogazione diretta sul conto corrente bancario o postale delle imprese.

Figura 31: Andamento dei ricavi delle PMI dal 2007 al 2020



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

Continuando con l’analisi dei ricavi, un’indagine compiuta da Cerved su oltre 200 settori, illustra la variazione degli stessi dovuta al Covid, che si presenta, guardando gli andamenti settoriali, come uno *shock* asimmetrico. Hanno sofferto soprattutto i settori più condizionati dalle limitazioni alla mobilità e dai divieti di assembramento come il settore servizi, in particolare con il segmento del turismo. In media i comparti che hanno subito i maggiori cali hanno perso più della metà del fatturato (elencati nella colonna sinistra della Tabella 9). Invece sono addirittura cresciuti, ma di poco: *l’e-commerce*, il settore farmaceutico e la grande distribuzione, trainati dalle esigenze dei consumatori nel periodo di *lockdown*.

Tabella 9: Settori con le maggiori contrazioni e aumenti dei ricavi 2019/20 (valori mediani)

Maggiori cali	2020 /2019	Maggiori aumenti	2020 /2019
Agenzie viaggi e tour operator	-76,9%	Commercio on line	15,2%
Organizzazione di fiere e convegni	-62,0%	Prodotti per la detergenza	11,6%
Alberghi	-54,5%	Alimenti per infanzia e dietetici	8,7%
Gestione aeroporti	-53,8%	Prodotti chimici per l'agricoltura	6,7%
Ristorazione	-43,2%	Materie prime farmaceutiche	6,5%

Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

Spostiamo l'attenzione adesso su una valutazione dell'andamento dei ricavi per classe dimensionale per verificare se anche durante questa crisi, dalle caratteristiche così peculiari, le PMI sono state le imprese più colpite.

Figura 32: Variazione percentuale fatturato per classe dimensionale dal 2019 al 2021⁹⁶

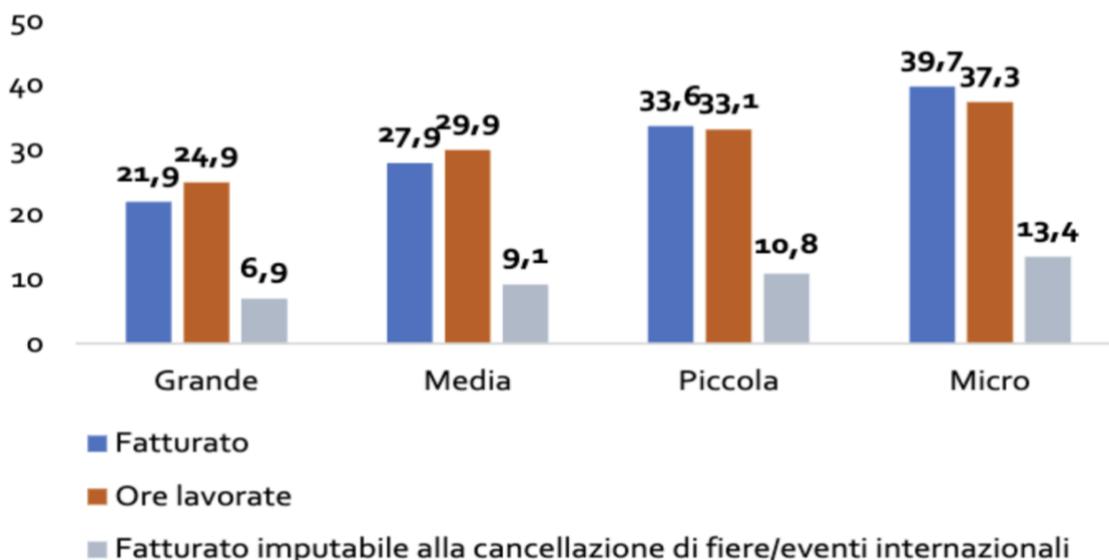


Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved

La Figura 32 ci offre gli spunti giusti: le PMI hanno avuto un calo dei ricavi di circa 3 punti percentuali maggiore rispetto alle grandi imprese, che invece hanno potuto contare sulla loro struttura e organizzazione ben collaudata e sulla fiducia dei propri clienti per far fronte alla crisi liquidità.

⁹⁶ L'analisi è stata svolta su un campione di 157mila PMI, di cui 130mila imprese di piccole dimensioni e 27mila imprese di medie dimensioni, secondo la definizione della Commissione Europea.

Figura 33: Flessione del fatturato per classe dimensionale imputabile al Covid-19 (valori percentuali)



Fonte: Indagine sugli effetti del COVID-19 per le imprese italiane, Aprile 2020 | Centro Studi Confindustria

Sulla scorta di quanto appena detto, un'indagine⁹⁷ su un campione di imprese⁹⁸ effettuata dal Centro Studi Confindustria mostra che, più l'impresa è piccola maggiore è stata la flessione del fatturato durante la crisi pandemica. Entrando nel dettaglio le PMI in media hanno subito una contrazione di 10 punti percentuali maggiore rispetto alle grandi imprese, ciò è spiegato anche dal fatto che le ultime operano nei settori che hanno avuto i maggiori aumenti (Tabella 9) dato che sono segmenti legati ad una produzione con economie di scala che solo le grandi imprese possono sopportare. Inoltre, tra il 2019 e il 2020 il margine operativo lordo⁹⁹ è calato in media del 14%, con andamenti che anche in questo caso hanno penalizzato maggiormente le piccole imprese rispetto a quelle di medie dimensioni.

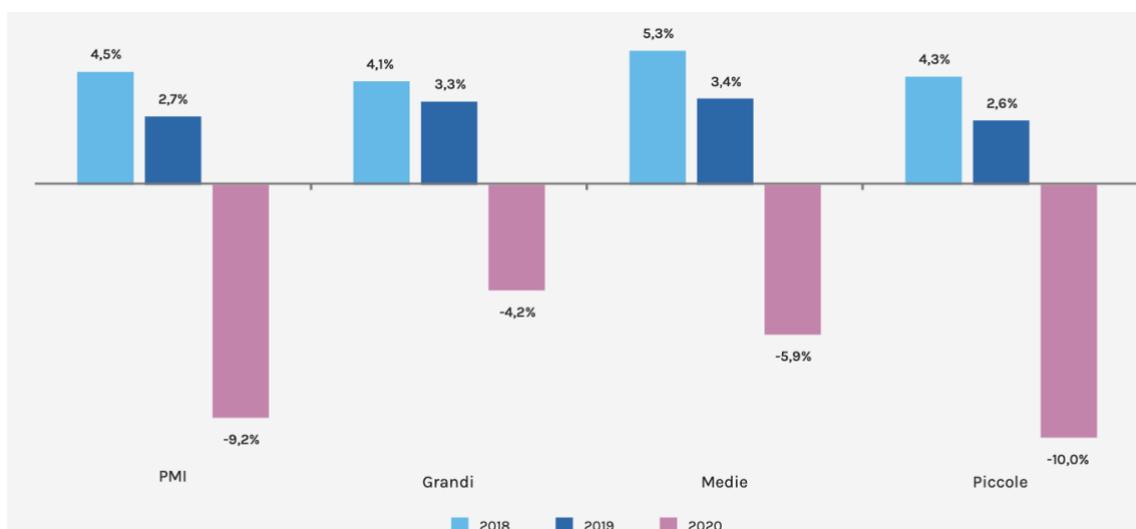
Anche gli impatti sul valore aggiunto sono stati maggiori per le PMI, in particolare le piccole imprese hanno patito maggiormente la crisi, con un calo del 10%, che si è abbattuta con forza anche sulle medie (-5,9%) e sulle grandi imprese (-4,2%).

⁹⁷ Indagine sugli effetti del COVID-19 per le imprese italiane, Aprile 2020 | Centro Studi Confindustria.

⁹⁸ Campione composto da 4154 imprese.

⁹⁹ (MOL o EBITDA) è un valore che considera solo la gestione caratteristica dell'impresa, misura la sua redditività ovvero la capacità di realizzare margini di guadagno.

Figura 34: Andamento del valore aggiunto per dimensione d'impresa dal 2018 al 2020

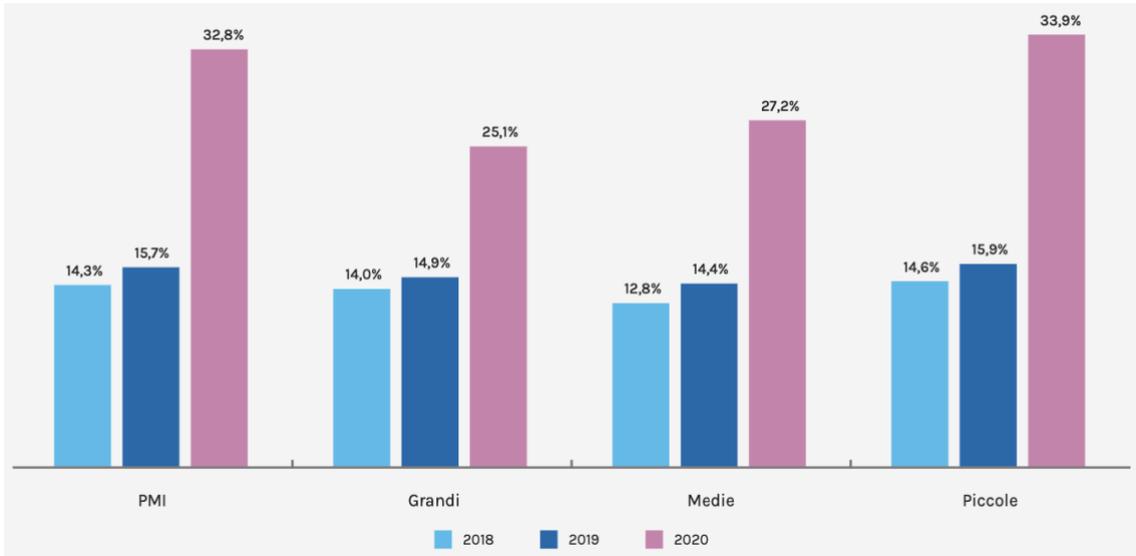


Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

Al peggioramento della redditività media è corrisposto un notevole incremento delle aziende che hanno chiuso il bilancio 2020 in perdita: il numero è più che raddoppiato per il complesso delle PMI italiane (dal 15,7% al 32,8%), con risultati sostanzialmente analoghi per le piccole e le medie, mentre per le grandi l'incremento è stato decisamente minore con un aumento di circa il 66%¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

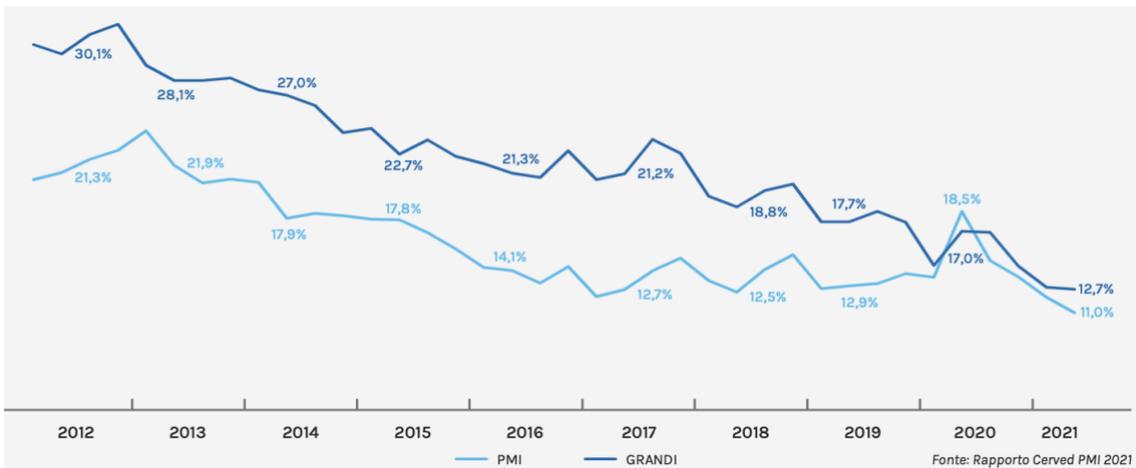
Figura 35: Imprese in perdita durante la pandemia Covid divise per classe dimensionale



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

È interessante anche analizzare la dinamica dei mancati pagamenti e dei tempi concordati in fattura per avere visione degli effetti decisamente differenti dello shock pandemico sulle diverse categorie di imprese.

Figura 36: Mancati pagamenti delle PMI e delle grandi imprese sullo stock di fatture, dal 2012 al 2021 (valore delle partite non saldate in % su quelle in scadenza e già scadute)



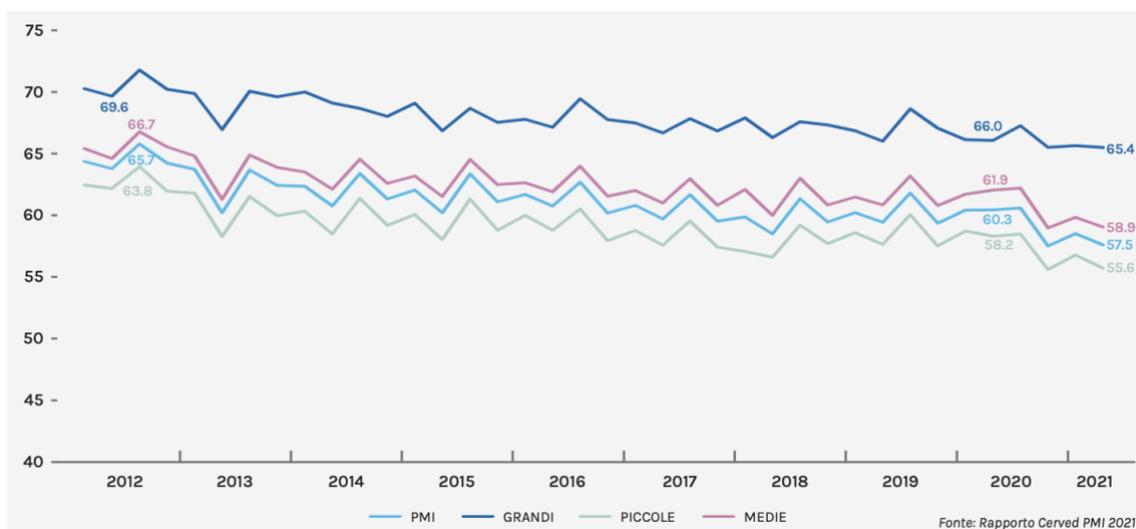
Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

Il valore delle fatture non saldate dalle imprese italiane tra il 2013 e il 2018 si è fortemente ridotto, in particolare le PMI sono passate dal 21,9% al 12,9%, per effetto di

un miglioramento delle condizioni di liquidità delle società. Questa fase positiva si è interrotta però con il *lockdown* del 2020, quando la percentuale è arrivata fino al 18,5%, raggiungendo il valore massimo dal 2013. Le PMI nel 2019 partivano da una percentuale di fatture non saldate di 500 *basis points* inferiore rispetto alle grandi imprese, margine che già era in contrazione nel quinquennio precedente. Nel 2020 però, si è registrata una decisa impennata dell'indice delle piccole e medie imprese fino a superare dell'1,5% la percentuale di mancati pagamenti delle grandi, che, al contrario, ha continuato a diminuire nonostante lo *shock*.

L'aumento dei mancati pagamenti ha quindi riguardato solamente le PMI; questa tendenza molto particolare ci permette di dimostrare quanto, in situazioni di difficoltà, sia fondamentale il potere contrattuale per ottenere liquidità, attraverso la dilazione dei pagamenti, con il risultato di gestire efficientemente i flussi.

Figura 37: Giorni medi concordati in fattura per dimensione d'impresa dal 2012 al 2021



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

A conferma di ciò, la distribuzione dei tempi medi concordati in fattura in Figura 37 mostra che le grandi imprese hanno dei tempi di pagamento delle fatture storicamente molto superiori rispetto alle PMI e guardando allo *shock* Covid in particolare salta all'occhio che, mentre per le grandi società non vi è stata una decisa flessione, per le

piccole e medie imprese vi è stata una contrazione di 3 giorni in media, per i pagamenti delle fatture, dovuta alla prudenza applicata dagli operatori di mercato.

Ciò dimostra nuovamente che le PMI scontano in modo molto più evidente gli effetti di una congiuntura negativa a causa della loro maggiore rischiosità e opacità.

A questo punto si può constatare, attraverso l'interpretazione dei dati sopracitati, che le piccole e medie imprese sono più soggette alle crisi macroeconomiche, complice di ciò è sicuramente la loro struttura non ancora stabile, dato che, nella maggior parte dei casi, sono imprese appena costituite che non hanno forza negoziale e se non costruiscono un buon piano di investimenti, con una gestione dei *cashflow* efficiente, possono essere facilmente travolte da uno *shock*. D'altro canto, una grande impresa che opera in un settore con una domanda non ciclica o stagionale, deve monitorare bene eventuali scostamenti dovuti agli *shock*, poiché se è presente in un mercato già maturo, con poche opportunità di crescita, si troverà in difficoltà a mantenere lo stesso flusso di ricavi precrisi e può facilmente passare alla fase di declino in tempi brevi.

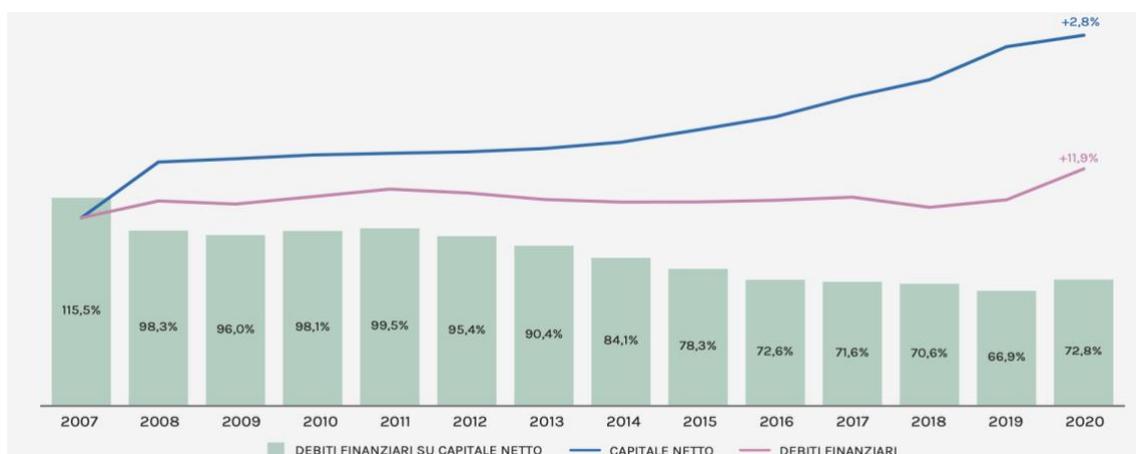
Passando agli indicatori finanziari, si nota che la tendenza positiva dei debiti, che erano in forte diminuzione nel quinquennio precedente si è arrestata con la pandemia, nel 2020 infatti si è registrata un'impennata dell'11,9%. In particolare, si è passati da 232 miliardi registrati nei bilanci delle PMI nel 2019 a 260 nel 2020.

Le garanzie hanno reso meno severo il processo di selezione del credito, facilitando l'erogazione di prestiti anche a imprese fragili o particolarmente colpite dalla crisi. Di conseguenza, il volume di debiti finanziari a rischio è più che raddoppiato tra il 2019 e il 2020 (passando da 22 a 51 miliardi), per poi ridursi leggermente a settembre 2021 (44 miliardi di euro).

Questi dati sono dovuti alle prolungate chiusure e al calo della domanda che hanno provocato per molte aziende una temporanea crisi di liquidità, che si è riflessa nella richiesta al sistema bancario di prestiti a breve. L'ampia disponibilità di garanzie pubbliche ha però aiutato le banche a soddisfare queste richieste e così si è riusciti ad

invertire la tendenza, aumentando in modo anche più significativo i prestiti a medio-lungo termine. La composizione per scadenza dei debiti delle PMI, infatti, si è modificata in modo sostanziale, con la quota di debiti a breve che si è ridotta dal 52% al 43% tra 2019 e 2020, esempio di politiche pubbliche¹⁰¹ che sono riuscite a sostenere l'economia con successo¹⁰².

Figura 38: Andamento di debiti finanziari, capitale netto e leva finanziaria delle PMI dal 2007 al 2020



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

Esaminiamo adesso una ricerca¹⁰³ compiuta da Cerved su un campione selezionato di imprese estratto dal database *Payline*¹⁰⁴ con l'obiettivo di valutare l'andamento dei

¹⁰¹ Stime condotte da Banca d'Italia su oltre 700.000 società di capitali indicano che alla fine del 2020, grazie alle misure governative approvate tra marzo e agosto, il numero delle aziende in *deficit* di liquidità si sarebbe ridotto da 142.000 a circa 32.000, mentre il fabbisogno complessivo sarebbe diminuito da 48 a 17 miliardi. Le misure di sostegno avrebbero inoltre consentito di ridurre l'incidenza delle società di capitali in *deficit* patrimoniale (con patrimonio netto inferiore ai limiti legali) dal 14 al 12 per cento, a fronte del 7 precedente la crisi.

¹⁰² Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved.

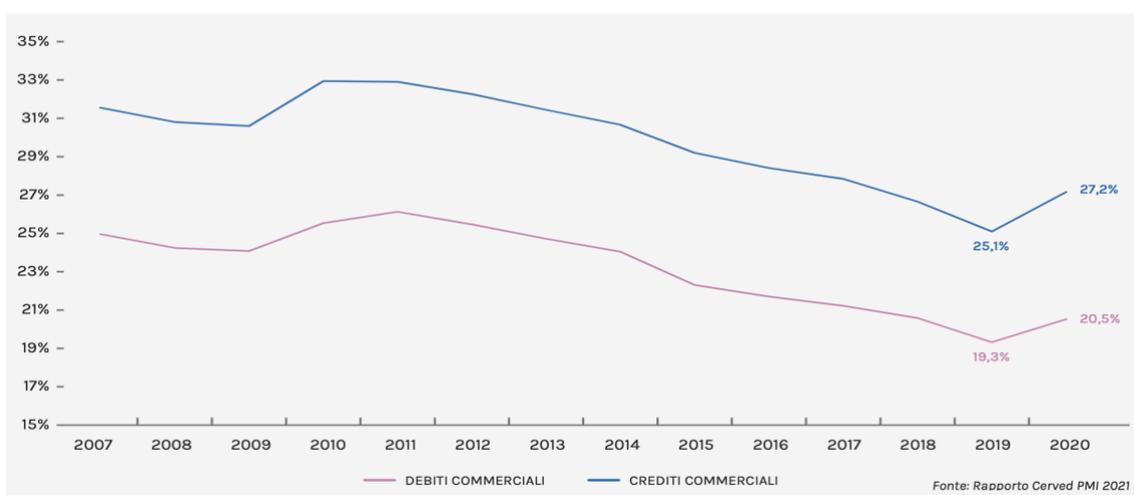
¹⁰³ Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved.

¹⁰⁴ Un database di Cerved che raccoglie le abitudini di pagamento di più di 3 milioni di imprese in Italia, per analizzare l'evoluzione della liquidità delle PMI. Ogni mese 1.700 "contributori" inviano a Cerved un flusso.

di informazioni relative alle anagrafiche dei loro clienti e la relativa movimentazione contabile; le informazioni sono aggregate, incrociate ed integrate con altri archivi proprietari, in modo tale da fornire una valutazione sulla tenuta dell'impresa e della sua affidabilità. Il profilo delle imprese censite in *Payline* comprende società attive in tutti i comparti dell'economia, di tutte le dimensioni e in tutto il territorio italiano. Il progetto nato nel 2004, a giugno 2021 disponeva di 70 milioni di esperienze di pagamento relative a circa 3 milioni di imprese, a cui corrisponde un'esposizione annua di 100 miliardi di euro. Per quanto riguarda le PMI, sono state analizzate 115 mila PMI sulle 159 mila totali, pari a una copertura del 72%, con una percentuale che tocca l'83% tra le medie imprese.

crediti e dei debiti commerciali nei bilanci delle PMI. Il rapporto tra il volume dei crediti e dei debiti commerciali ha manifestato una continua diminuzione a seguito della crisi dei *mutui subprime* e della crisi dei debiti sovrani, da un picco massimo del 31,7% raggiunto nel 2009, il rapporto si è gradualmente ridotto fino a toccare il 25,1% nel 2019, grazie allo scenario economico favorevole, con una piccola risalita di soli due punti percentuali nel 2020 a causa della crisi pandemica, invece la quota di debiti seguendo lo stesso schema è passata dal 26% del 2009 al 19,3% fino a raggiungere i 20,5% nel 2020.

Figura 39: Crediti e debiti commerciali delle PMI italiane dal 2007 al 2020



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

È evidente quindi che le PMI hanno fatto tesoro delle crisi precedenti e hanno imparato a gestire al meglio situazioni di difficoltà, amministrando bene i flussi di cassa e contribuendo a fornire liquidità in una fase particolarmente critica. D'altro canto, però la crisi da Covid-19 si contraddistingue, come evidenziato in precedenza, per la sua natura asimmetrica e che quindi ha colpito in modo preponderante solo una serie di settori e non ha avuto un impatto colossale come gli *shock* precedenti. Le PMI, che avevano un buon modello di *business* già da prima della pandemia e operavano in un mercato in crescita, sono riuscite a gestire bene la crisi e a colmare il *gap* di ricavi con nuovi investimenti anche in ambito sostenibile.

A testimonianza di ciò ci sono i dati offerti da Cerved sul livello di rischiosità delle imprese, che dopo aver raggiunto i livelli minimi dal 2012, prima della pandemia, nel 2020 è raddoppiato, ma solo un anno dopo il numero di imprese in sicurezza ha avuto un rialzo e la quota di quelle a rischio è diminuita del 25%. Dai dati si deduce che la soluzione che hanno adottato le PMI è stata quella di ricorrere ad un forte apporto di *equity* (Figura 38), per mantenere la leva finanziaria su livelli accettabili e non andare in *default*, grazie anche alle numerose politiche governative di sostegno.

Osservando la Figura 40 inoltre si riesce a cogliere la caduta del numero di nascite dovute alla pandemia, il numero di PMI totali, infatti, è diminuito del 10% nel 2020, quindi è chiaro che vi è un'inversa proporzionalità tra dimensione e rischio.

Figura 40: Scala di rischiosità delle PMI italiane dal 2019 al 2022¹⁰⁵

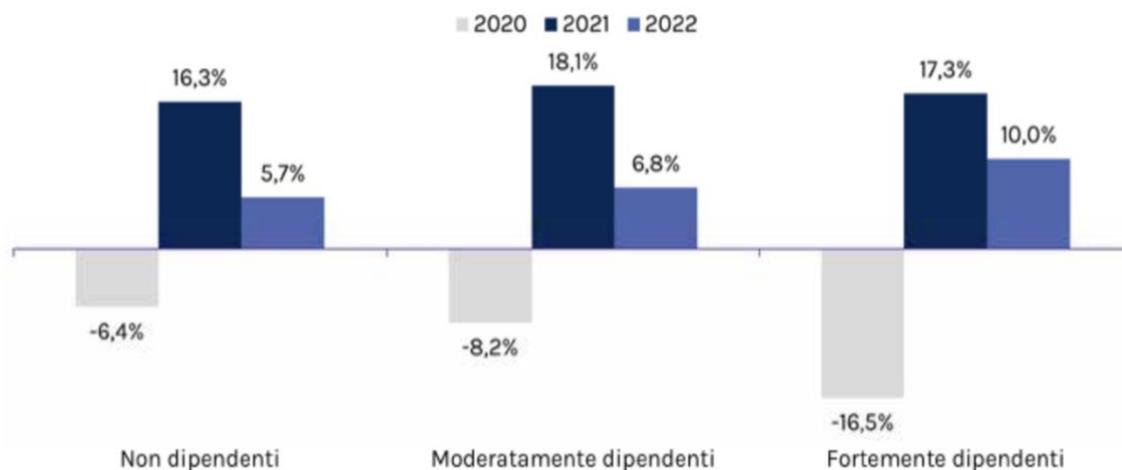


Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved

¹⁰⁵ Distribuzione ottenuta attraverso il *Cerved Group Score (CGS)* che esprime la valutazione puntuale del merito creditizio di un'impresa, ovvero della capacità di onorare gli impegni finanziari assunti, misurata

Infine, Figura 41 e Figura 42 ci offrono spunti di riflessione riguardo l'incidenza della dipendenza dal credito bancario sulle *performance* delle PMI ai tempi della pandemia.

Figura 41: Variazione percentuale del fatturato per classe di indebitamento bancario dal 2020 al 2022

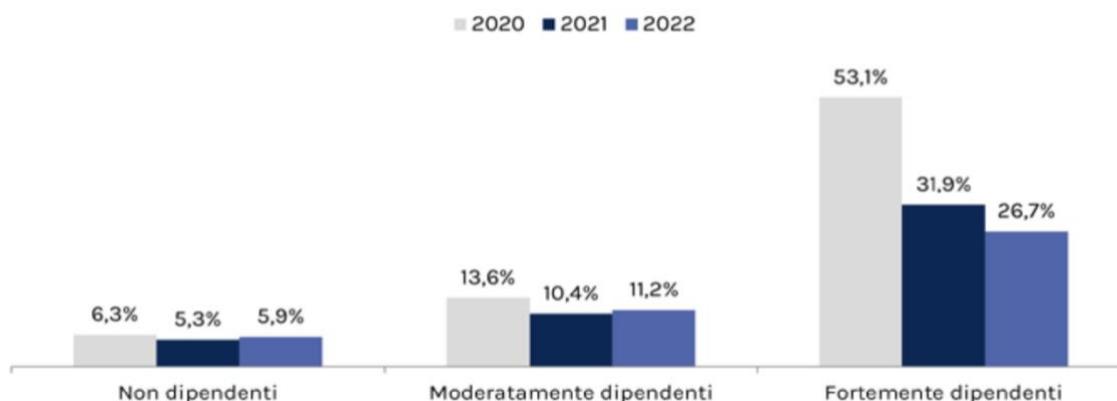


Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved

Le piccole e medie imprese fortemente dipendenti hanno scontato un calo del fatturato più di due volte superiore rispetto alle PMI moderatamente dipendenti, questo perché una struttura finanziaria caratterizzata da un'elevata quantità di debito rispetto ai mezzi propri, riduce la capacità dell'impresa di creare valore, dato che, un impatto elevato degli oneri finanziari, se non correttamente bilanciato da un *extra* rendimento, come capita in presenza di *shock*, porta le imprese a subire maggiori perdite.

dalla probabilità che l'impresa stessa registri un evento di *default* nei dodici mesi successivi alla valutazione. Per una maggiore semplicità di lettura, le valutazioni CGS sono sintetizzate in una scala divisa in quattro aree a rischiosità crescente. In alto alla distribuzione per anno è visibile il numero di PMI totali attive in quell'anno per Cerved, il valore in percentuale inserito nei vari *cluster* è ottenuto dividendo il numero di imprese inquadrabili nell'area di rischio diviso il numero di PMI totali attive in quell'anno.

Figura 42: Rapporto tra oneri finanziari e MOL per classe di indebitamento bancario dal 2020 al 2022



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved

Nel 2020 gli oneri finanziari hanno eroso più del 50% dei margini operativi delle aziende fortemente dipendenti dai finanziamenti bancari, il divario è sensibilmente maggiore rispetto alle imprese moderatamente dipendenti, le quali hanno fatto registrare un rapporto oneri finanziari MOL del 13,6%, che tra l'altro si è mantenuto su questo livello per i successivi due anni, a differenza del *cluster* prima citato che ha subito un impatto maggiore a causa della riduzione superiore dei margini durante la pandemia.

1.5.3 Considerazioni

La pandemia da Covid-19 ha avuto un impatto fortemente negativo sia dal punto di vista macroeconomico, che sulla struttura produttiva italiana, generando una crisi finanziaria colossale assimilabile a quella dei mutui *subprime* per quanto riguarda gli effetti sulla fiducia del mercato. Uno *shock* senza precedenti che ha lasciato senza prospettive famiglie e imprese. Queste ultime hanno dovuto fare i conti con un *lockdown* che ha causato perdite ingenti per alcuni settori, i quali hanno dovuto arrestare o limitare la propria attività, causando una sensibile caduta dei fatturati seguita da una forte crisi di liquidità. La peculiarità di questa crisi è che normalmente sostenibilità economica e finanziaria vanno a braccetto, ovvero se un'impresa riesce a generare valore produce utili che le permettono di sostenere gli oneri finanziari, ma a causa di uno *stop* contestuale a domanda ed offerta, dovuto alle chiusure improvvise per le misure di contenimento, anche le imprese che operavano in profitto hanno subito forti perdite.

Attraverso l'analisi puntuale del *set* di dati selezionato, inoltre si è riusciti a dimostrare che le PMI hanno patito maggiormente la crisi rispetto alle grandi imprese, soffrendo di più, in termini di redditività, gli effetti della flessione dei consumi e della domanda e il peggioramento delle condizioni di accesso al credito. Inoltre, anche in questo caso, come per le precedenti crisi, le PMI fortemente dipendenti dal credito bancario hanno accusato maggiormente il colpo, subendo il peso degli oneri finanziari non bilanciato da un aumento dei ricavi come in tempi prosperi.

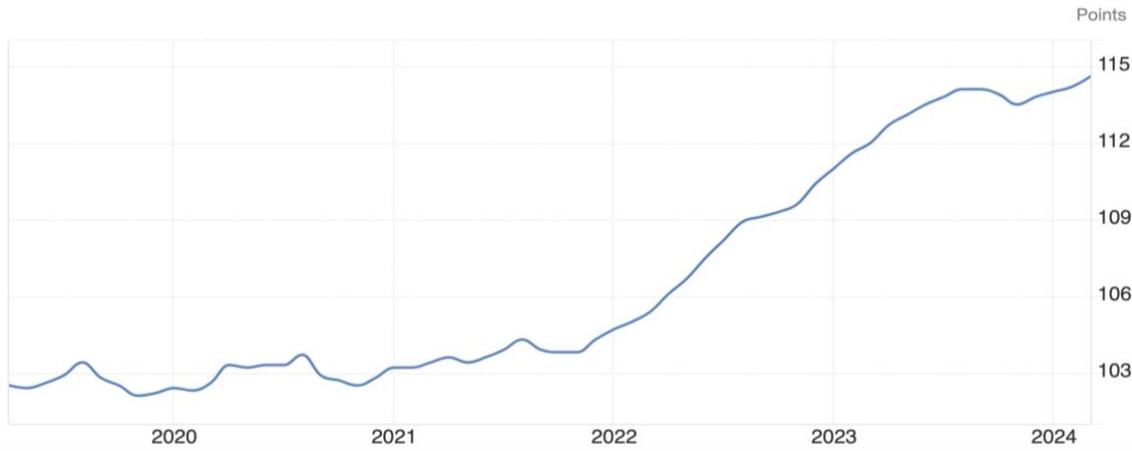
La riflessione che offre uno *shock* improvviso e di forte intensità come quello pandemico, è che è sempre importante la componente imprenditoriale e strategica, accomunata da una gestione finanziaria sostenibile, soprattutto in presenza di crisi, dove nella maggior parte dei casi, la chiave per riprendersi è proprio indirizzare gli investimenti verso progetti di successo e utilizzare gli strumenti di finanziamento più adatti.

1.6 Il boom dei tassi di interesse e i conflitti di guerra

1.6.1 Presupposti ed evoluzione

Il 2021 è stato un anno di rinascita con una crescita superiore alle aspettative e una diminuzione del profilo di rischio delle imprese, le quali hanno saputo reagire in modo efficace, sfruttando il contesto favorevole dato da aiuti Statali e politica monetaria accomodante (Figura 6). La guerra Russo-Ucraina, iniziata nel febbraio 2022, ha invertito lo scenario, sono cresciuti a livello globale l'incertezza sulle prospettive economiche e i rischi per la stabilità finanziaria. Le aspettative di ripresa post-pandemia sono andate in fumo, l'inflazione, a causa della scarsità di materie prime e per il permanere di strozzature nell'offerta, è aumentata fortemente, diminuendo il potere di acquisto di famiglie e imprese. Le banche centrali hanno implementato politiche restrittive per fermare l'innalzamento dei prezzi, che ha portato ad un ulteriore contrazione del numero di finanziamenti concessi a causa dell'aumento dei costi di indebitamento. Gli interventi del Governo hanno contribuito a contenere gli effetti dei rincari dei beni energetici sui nuclei finanziariamente più vulnerabili. L'esposizione degli operatori finanziari italiani verso emittenti residenti in Russia, Bielorussia e Ucraina era ed è molto contenuta.

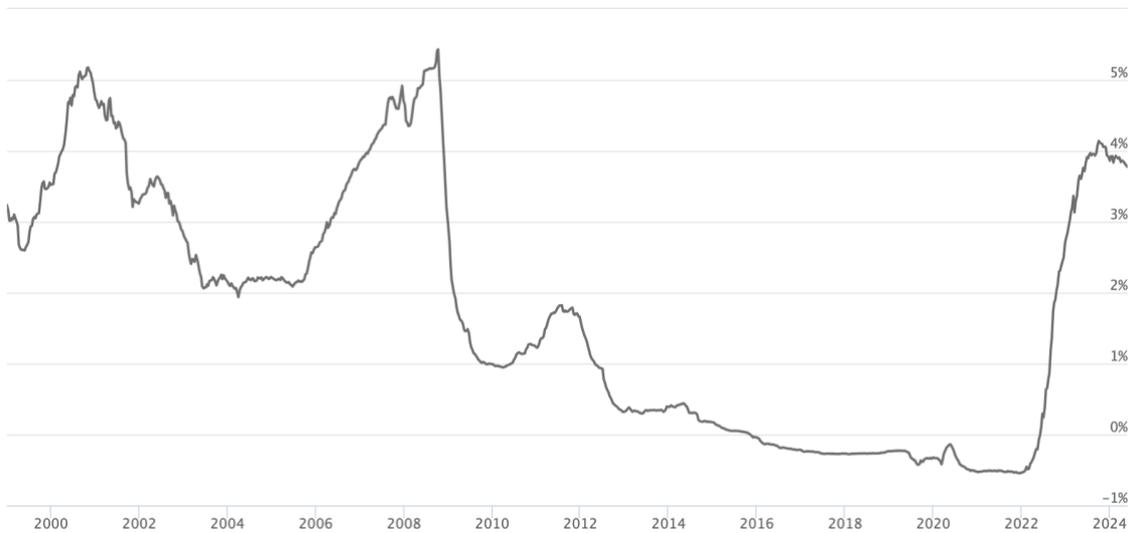
Figura 43: Indice dei prezzi al consumo dal 2019 al 2024



Fonte: Congiuntura.Stat, dati e indicatori sulle tendenze dell'economia in Italia | ISTAT

Nel 2022 i prezzi al consumo hanno fatto registrare una crescita media annua dell'8,1%, segnando l'aumento più ampio dal 1985 (+9,2%), principalmente a causa dall'andamento dei prezzi dell'energia (+50,9% in media d'anno nel 2022, a fronte del +14,1% del 2021).

Figura 44: Euribor 6 mesi dal 2000 al 2024



Fonte: Euribor rates | European Money Market Institute

Immediata è stata la reazione delle banche centrali, nell'arco del 2022 l'*Euribor*¹⁰⁶ è passato da 0% a 2,5% per poi crescere ulteriormente fino al 4% nel 2023, valore che non si vedeva dalla crisi del 2008.

I mercati finanziari hanno scontato le tensioni internazionali e gli effetti macroeconomici; l'indice FTSE Mib¹⁰⁷ è sceso del 13,3% nel 2022. Gli indici delle imprese di piccola e media capitalizzazione sono andati anche peggio: il *FTSE Italia PIR PMI* ha avuto una diminuzione del 16,3% e il *FTSE Italia Growth* (relativo al listino *Euronext Growth Milan*¹⁰⁸) ha registrato -19,5%. I tassi sul mercato obbligazionario dell'euro sono ovviamente cresciuti, con i titoli di stato decennali tedeschi che a fine 2022 rendevano il 2,5% mentre a inizio anno erano negativi. Lo *spread* dei BTP decennali italiani era pari a 140 punti base a inizio 2022 ed è gradualmente cresciuto fino ad ottobre, per poi stabilizzarsi a fine anno intorno a quota 210¹⁰⁹.

1.6.2 Analisi quantitativa

Gli impatti sulle PMI sono stati differenti a seconda del settore di appartenenza e legati a fattori specifici come la dipendenza diretta dell'attività da gas e energia, l'importanza delle materie prime e la possibilità di poter trasferire gli extracosti a valle. Figura 6 e Figura 7 riassumono bene le conseguenze del conflitto di guerra: osservando la prima, dall'inizio del 2022 da un tasso di interesse del 1,5% circa si è passati a fine 2023 a più

¹⁰⁶ L'*Euribor* è il tasso interbancario di riferimento comunicato giornalmente dalla *European Money Markets Institute* (EMMI, in precedenza nota come *European Banking Federation*, EBF) come media dei tassi d'interesse ai quali primarie banche attive nel mercato monetario dell'euro, sia nell'eurozona che nel resto del mondo, offrono depositi interbancari a termine in euro ad altre primarie banche. Per primaria banca si intende un istituto di credito con elevata affidabilità per i depositi a breve termine, capace di prestare a tassi di interesse competitivi, notoriamente attivo in strumenti di mercato monetario denominati in euro e con accesso alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema.

¹⁰⁷ FTSE MIB, acronimo di *Financial Times Stock Exchange* Milano Indice di Borsa, è il principale indice di *benchmark* dei mercati azionari italiani, racchiude le azioni delle 40 società italiane con maggiore capitalizzazione, flottante e liquidità; queste aziende rappresentano oltre l'80% della capitalizzazione complessiva e quasi il 90% del controvalore degli scambi.

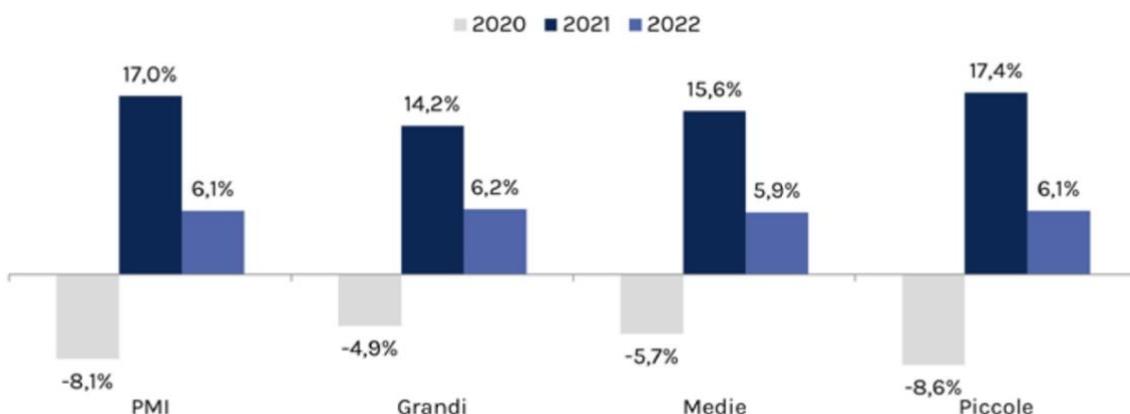
¹⁰⁸ *Euronext Growth Milan* è un listino creato nel 2009 e dedicato alle PMI dinamiche e competitive, in cerca di capitali per finanziare la crescita, grazie ad un approccio regolamentare equilibrato, pensato per le esigenze di imprese ambiziose, basandosi sulla figura centrale di un consulente, l'*Euronext Growth Advisor*, che accompagna la Società durante la fase di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato.

¹⁰⁹ 9° Report Italiano sui Minibond, Marzo 2023 | Politecnico di Milano.

del 5%, un aumento ingente del costo del debito, che si è tradotto in un maggior peso degli oneri finanziari, che hanno coperto una grossa fetta del margine operativo. Anche esso aveva subito un'erosione, in seguito all'aumento dei costi di produzione; per cui, numerose imprese sono state costrette a rinunciare a degli investimenti previsti dai piani industriali, come evidenziato dalla seconda figura sopracitata.

Entriamo nel vivo con gli indicatori economici, che ci permettono di avere visione degli effetti della pandemia sulla redditività delle imprese, per capire e confrontare al meglio lo scenario con le altre crisi.

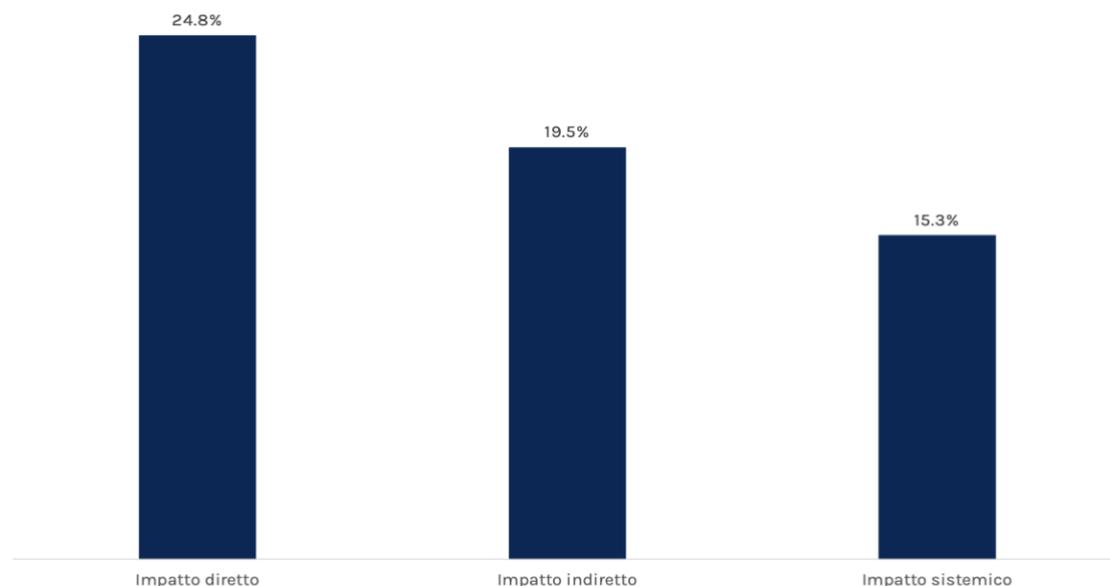
Figura 45: Variazione percentuale del fatturato per classe dimensionale dal 2020 al 2022



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved

L'inversione di tendenza nel *trend* dei ricavi è chiara ed è avvenuta per tutte le categorie di imprese; in questo caso non vi è un'evidente differenza legata alla dimensione, anche se il calo è stato più evidente per le PMI rispetto alle grandi imprese. La contrazione dei ricavi, infatti, è stata di 3 punti percentuali superiore per le piccole e medie imprese, che nel 2021 stavano crescendo di più delle grandi imprese per il legame al diverso mercato in cui operavano.

Figura 46: Quota di imprese con problemi di liquidità per classe di impatto BCE



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved

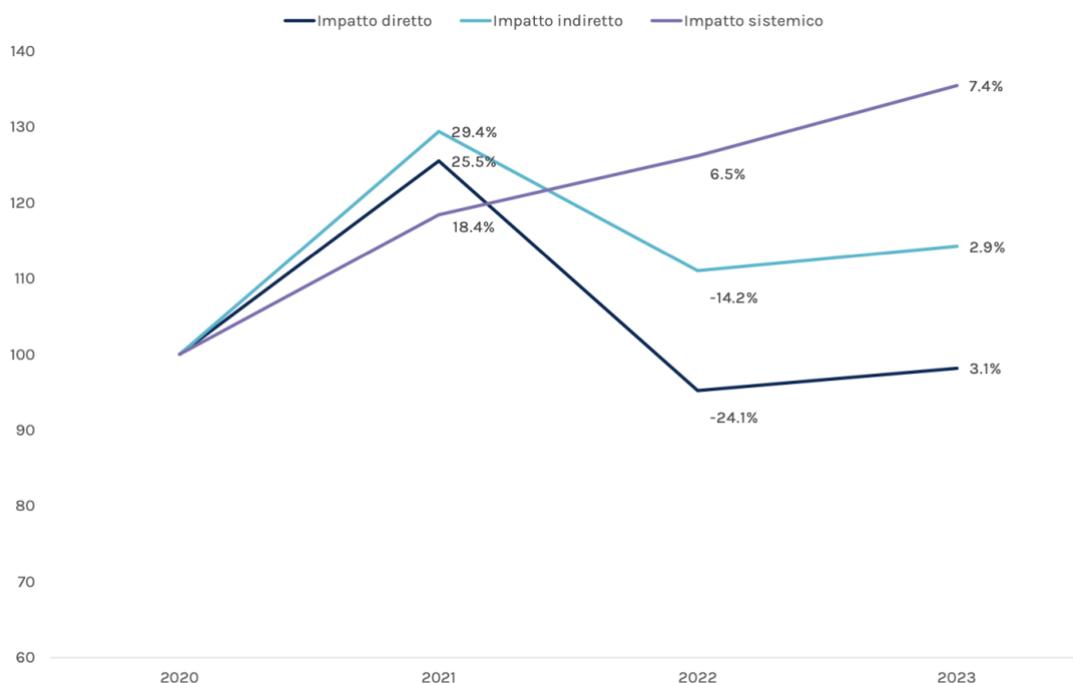
Cerved propone un'indagine¹¹⁰ su un campione di PMI sugli effetti di un possibile *stop* alla fornitura di gas ai paesi europei, dividendo le imprese in *cluster* come da indicazioni della BCE. Analisi interessante su una delle possibili conseguenze del conflitto Russo-Ucraino poiché le PMI italiane sono molto dipendenti da questa materia prima, il 50% della produzione di energia elettrica in Italia deriva dal gas. Le simulazioni sui margini lordi del 2022 evidenziano un calo del 24,1% per le PMI direttamente impattate dallo *shock* energetico e del 14,2% per quelle impattate in modo indiretto. Diversamente, le restanti aziende, nonostante il peggioramento delle condizioni sistemiche, continuerebbero ad incrementare le marginalità¹¹¹.

È interessante osservare che, a prescindere dalla forza dell'impatto, una grossa quantità di imprese avrebbe problemi di liquidità nel caso in cui la Russia blocchi la fornitura di gas.

¹¹⁰ Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved.

¹¹¹ Tutti i dati citati in questo periodo sono tratti dal Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved.

Figura 47: Variazione percentuale del MOL per classe d'impatto BCE dal 2020 al 2023



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved

Anche l'effetto sulla redditività sarebbe ingente, il margine operativo lordo calerebbe del 24,1% per le PMI direttamente impattate dallo shock e del 14,2% per quelle impattate in modo indiretto. Diversamente, le restanti aziende, nonostante il peggioramento delle condizioni sistemiche, continuerebbero ad incrementare il margine. Ciò ha innescato un percorso di allontanamento di alcuni paesi come l'Italia dalla dipendenza economica da nazioni ritenute inaffidabili dal punto di vista geopolitico. Essi hanno effettuato interventi volti ad acquisire autonomia produttiva in settori strategici e a diversificare le forniture di risorse essenziali quali i beni agricoli, energetici, tecnologici. Le misure si sono spesso tradotte in politiche protezionistiche, infatti il numero di restrizioni commerciali imposte nel 2023 è triplicato rispetto a quello del 2019¹¹².

È importante capire inoltre gli effetti dell'aumento dei tassi di interesse sui margini delle PMI, per valutare quanto impatta una variazione più o meno ampia del costo del debito e quindi verificare come le imprese gestiscono un aumento degli oneri finanziari.

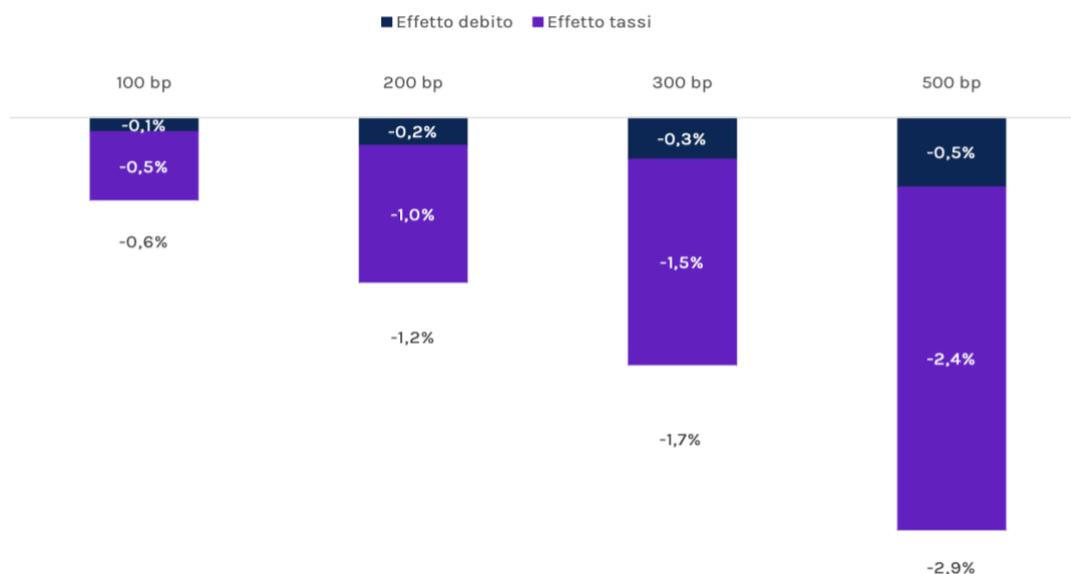
¹¹² Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia sul 2023, 31 maggio 2024 | Fabio Panetta

L'inversione di tendenza del 2022, dopo anni di politica monetaria espansiva ha avuto un effetto di restringimento sul ROE delle piccole e medie imprese, ogni 100 *basis points* di aumento dei tassi di interesse, il *return on equity* è diminuito dello 0,6%.

Da ciò si evince che gli impatti sulla redditività sono frutto di due effetti: il primo legato all'aumento dei tassi e il secondo al conseguente aumento dei debiti finanziari.

Nel 2022 la leva finanziaria delle PMI è calata di 0,8 punti percentuali, portando il rapporto tra debiti finanziari e capitale netto al 56,8%, su livelli dimezzati rispetto a quelli del 2007, dato che evidenzia in maniera significativa il percorso intrapreso dai *decision makers* delle imprese italiane verso una strategia di rafforzamento della struttura finanziaria. Quest'ultima ha permesso alle stesse di gestire al meglio le nuove crisi rispetto al passato.

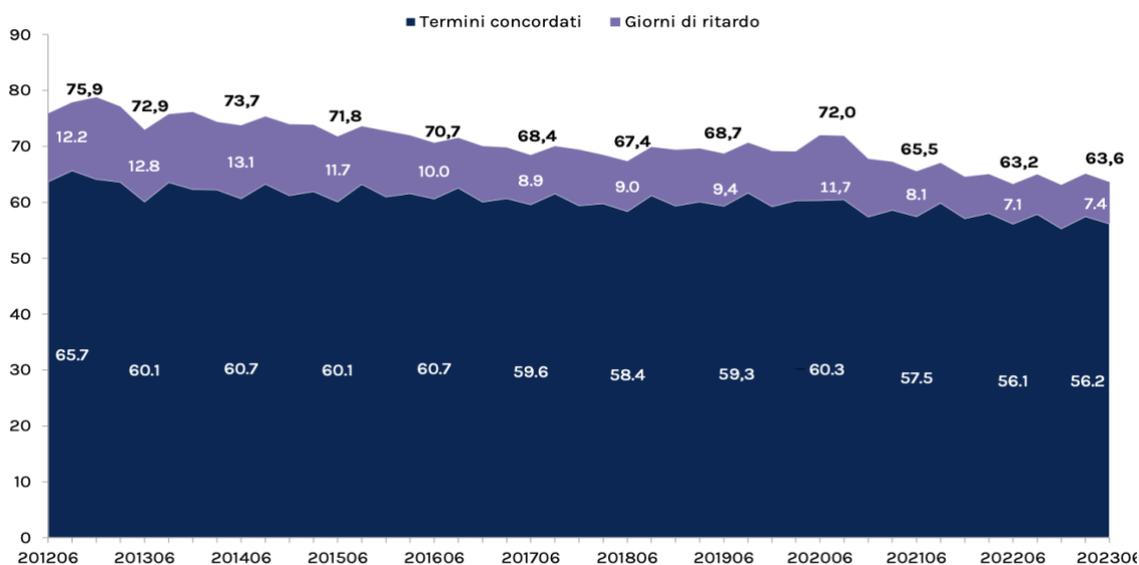
Figura 48: Effetto debito e effetto tassi sul ROE delle PMI nel 2020



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved

Infatti, la ripresa in seguito alla pandemia è stata veloce, i tempi di pagamento delle PMI *post-Covid* hanno seguito una tendenza discendente, che si è mantenuta anche nel 2022, nonostante gli sconvolgimenti dello scenario geopolitico ed economico.

Figura 49: Giorni medi di pagamento delle PMI dal 2012 al 2023

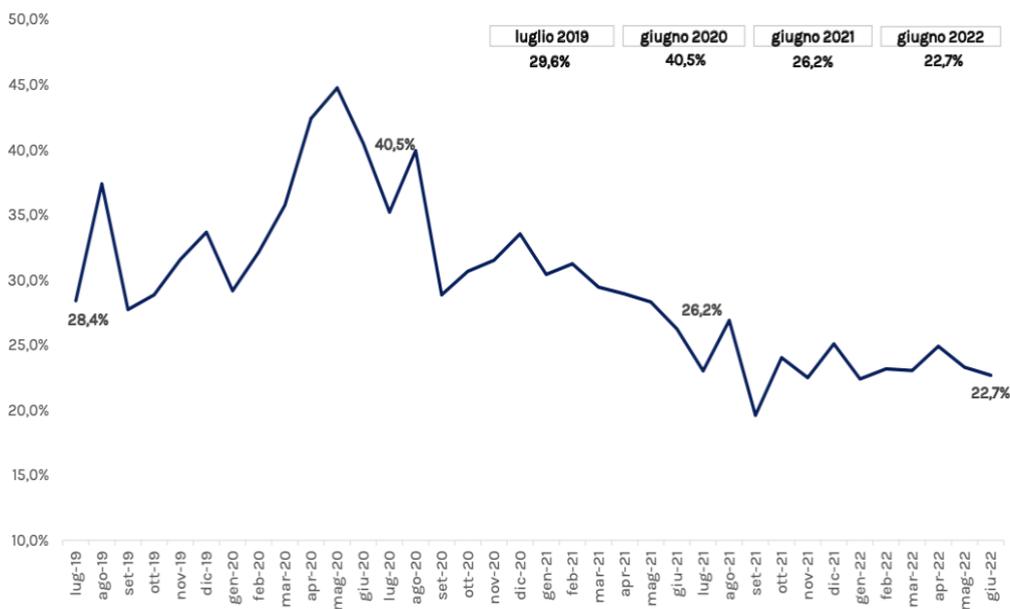


Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved

A giugno 2022 le PMI hanno pagato mediamente in 63,7 giorni, un calo di 2,2 giorni rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente e nel 2023 il livello è rimasto pressoché invariato. Guardando la Figura 49 è chiaro il *trend* migliorativo sin dalla ripresa *post-crisi* dei debiti sovrani, periodo di relativa prosperità, in cui le imprese sono riuscite a gestire gli impegni di pagamento, sino allo *shock* del Covid-19 nel 2020. Hanno superato con velocità la crisi, riprendendosi nei successivi due anni, nonostante la nuova crisi inflattiva, causata dai conflitti di guerra.

Anche per quanto riguarda la percentuale dei mancati pagamenti c'è una forte divergenza tra 2020 e 2022, rispettivamente dal 40% si è passati al 22%, una discesa importante. In particolare, le grandi imprese grazie al loro forte potere contrattuale sono riuscite a pattuire termini di pagamento più dilatati (da 63,8 a 65 giorni) per gestire le esigenze di liquidità; in lieve crescita anche i tempi delle medie, mentre le più piccole hanno subito un irrigidimento delle scadenze (da 54,2 a 53,8 giorni), proprio perché le imprese in condizioni di incertezza chiedono di ridurre i tempi di pagamento alle controparti meno affidabili. Ciò ha portato ad un aumento della percentuale dei ritardi di pagamento per le PMI che sono andate in difficoltà a causa della maggiore forza negoziale dei fornitori.

Figura 50: Mancati pagamenti delle PMI dal 2019 al 2022

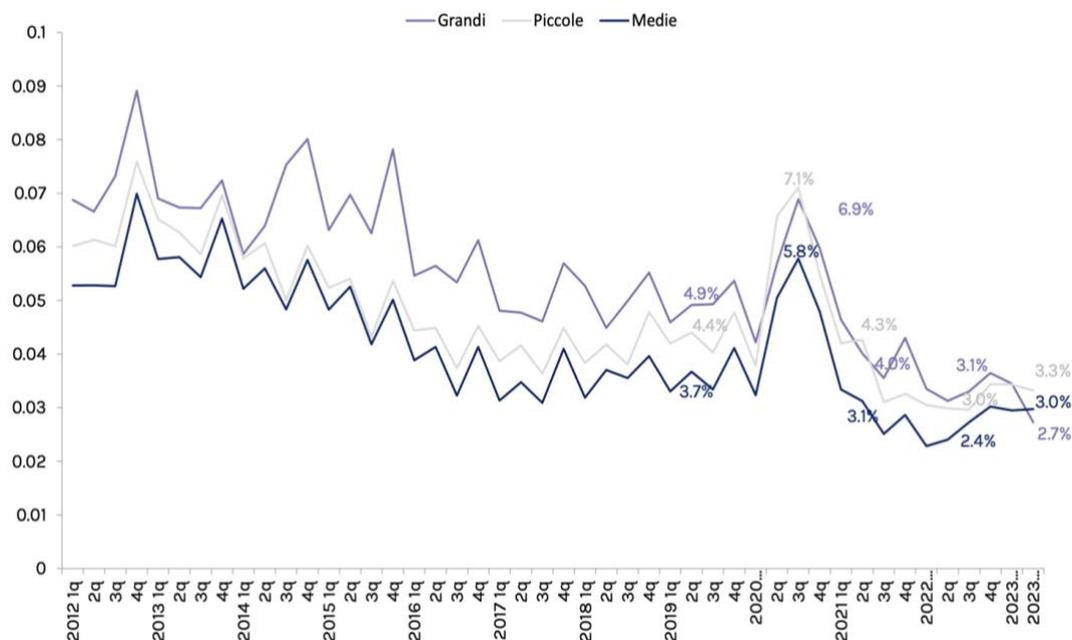


Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved

La Figura 51 è esemplificativa nel racconto della dinamica dei gravi ritardi¹¹³ nei pagamenti negli ultimi 10 anni: in concomitanza del *credit crunch* e del Covid c'è stato un forte rialzo del numero dei ritardi direttamente proporzionale alla dimensione dell'impresa. In particolare, dopo aver toccato i minimi storici nel 2022, la quota di PMI, in ritardo di più di due mesi nei pagamenti, è tornata a salire raggiungendo il 3,2% nel secondo trimestre 2023. In particolare, le piccole imprese sono passate dal 3,0% al 3,3% mentre le medie dal 2,4% al 3,0%. Le grandi imprese hanno continuato invece a mostrare una dinamica di riduzione, passando dal 3,1% del secondo quadrimestre del 2022 al 2,7% del secondo quadrimestre del 2023.

¹¹³ Si verificano quando le fatture sono saldate a distanza di due mesi dai tempi concordati.

Figura 51: Imprese con ritardo superiore a due mesi divise per classe dimensionale dal 2012 al 2023



Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

Anche qui è evidente la differenza nella gestione della liquidità da parte delle diverse categorie di imprese e ancora una volta a scontare effetti negativi maggiori sono le PMI.

1.6.3 Considerazioni

Gli effetti di contrazione dei margini, a causa del forte aumento dei costi delle materie prime e del peggioramento delle condizioni di accesso al credito, dovuti all'incertezza provocata dalle tensioni e dai conflitti in atto nel mondo, si protrarranno per il prossimo periodo, fino a quando saranno in essere le misure restrittive. Inoltre l'inversione del ciclo edilizio, la sospensione dei bonus settoriali e la frenata della domanda estera, in particolare del manifatturiero tedesco e del mercato cinese, non miglioreranno la fiducia degli operatori.

L'analisi quantitativa effettuata in questo capitolo ha evidenziato che in tale situazione ad avere la peggio sono le PMI, le quali scontano un minor potere contrattuale che le obbliga a far fronte agli impegni con scadenze sempre più ridotte per accontentare i grandi fornitori.

Si può affermare, pertanto, che le PMI italiane per migliorare nella gestione finanziaria e contenere gli effetti degli *shock*, a cui sono fortemente esposte, è opportuno che virino sempre di più verso un approccio improntato alla diversificazione delle fonti di finanziamento, diminuendo in tal modo i rischi derivanti dall'eccessiva dipendenza dal credito bancario; esaminiamo quindi le opportunità che la finanza alternativa offre.

2 Gli strumenti di finanza alternativa

Sulla base di quanto analizzato e affermato nel Capitolo 1 una soluzione per le PMI per abbassare la rischiosità e fronteggiare situazioni di contrazione del credito bancario, può essere diversificare le fonti di provvista e attingere da strumenti alternativi che non subiscano questo irrigidimento dell'offerta, strumenti che possano adattarsi alle esigenze delle PMI, in una situazione dove gli istituti di credito non sono più disposti a finanziare chi è troppo indebitato. Il secondo capitolo, quindi, funge da manuale per la risoluzione del problema dell'eccessiva dipendenza delle imprese dal credito bancario, attraverso lo studio di quattro strumenti, al fine di capire se possano essere un'alternativa alle forme di finanziamento tradizionali.

2.1 Perimetro dell'analisi

Gli strumenti che verranno valutati in questo contributo sono i seguenti:

- i *minibond*, che sono titoli di debito emessi da imprese quotate e non quotate per importi fino a € 50 milioni; essi possono essere sottoscritti solo da investitori professionali e quotati su un mercato dedicato;
- il *crowdfunding*, il quale rappresenta la raccolta in varie forme (*reward*, *lending*, *equity*) di risorse economiche da parte di persone fisiche e giuridiche tramite una piattaforma interattiva *online*;
- l'*invoice trading*, che invece costituisce lo smobilizzo di fatture commerciali acquisite da soggetti non bancari attraverso piattaforme *web*;
- il *direct lending*, che è il credito erogato da soggetti non bancari attraverso prestiti diretti.

Tabella 10: Le caratteristiche dei diversi canali di finanziamento alternativi per le PMI, confrontati con il credito bancario

	Forma di finanziamento	Orizzonte temporale	Tipologia di investitore tipico
Credito bancario	Debito	Breve, medio, lungo termine	Bancario
<i>Minibond</i>	Debito	Breve e medio termine	Professionale (*)
<i>Crowdfunding</i>	<i>Reward, equity, debito</i>	In funzione della forma di finanziamento	<i>Retail e professionale</i>
<i>Invoice trading</i>	Smobilizzo fatture	Breve termine	Professionale
<i>Direct lending</i>	Debito	Medio termine	Professionale
<i>Crypto-asset e token digitali</i>	<i>Token digitali</i>	Variabile	<i>Retail e professionale</i>
<i>Private equity e venture capital</i>	<i>Equity</i>	Medio, lungo termine	Professionale
Quotazione in Borsa (SME Growth Market)	<i>Equity</i>	Breve, medio, lungo termine	<i>Retail (sul secondario) e professionale</i>

Fonte: 6° Quaderno di Ricerca Finanza Alternativa per le PMI in Italia, Novembre 2023 | Politecnico di Milano

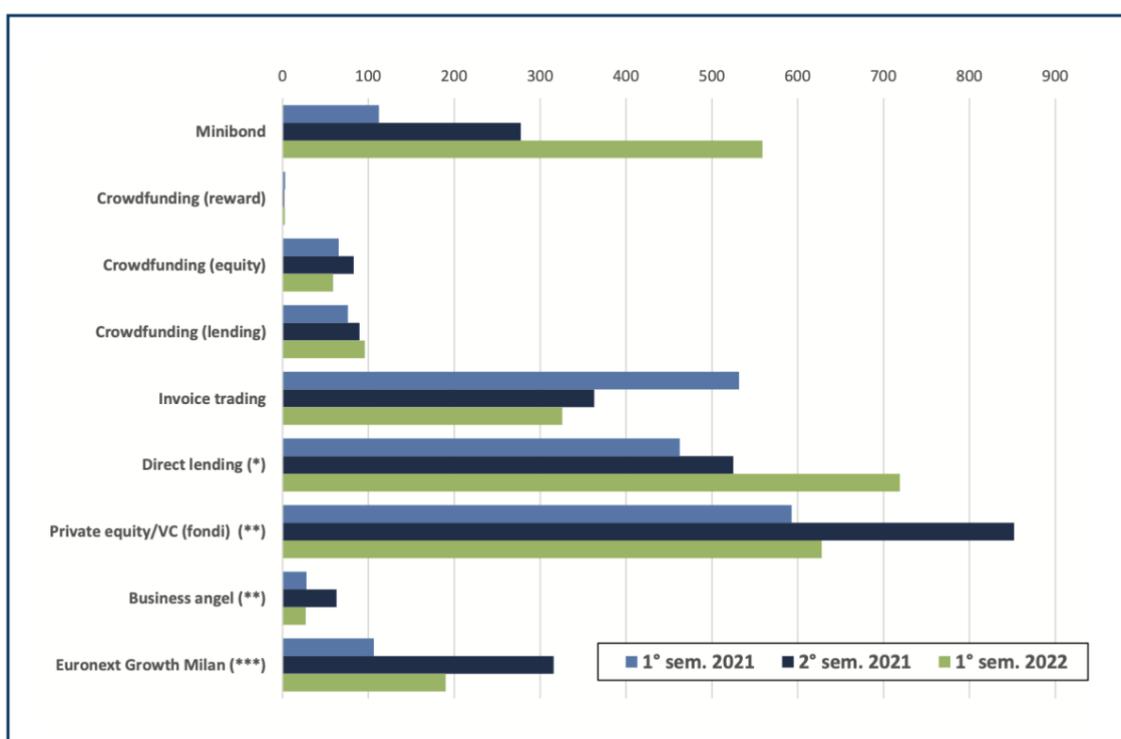
La selezione dei vari strumenti è stata effettuata tenendo conto della diversità degli stessi e focalizzando l'analisi ed il confronto su quelli che si vuole dimostrare siano in grado di colmare le carenze dei modelli di servizio tradizionali. Entrando però nel merito dello scenario attuale si rileva che: le campagne di *crowdfunding* raccolgono meno velocemente in confronto al passato; il *private capital* e i *minibond* mostrano segnali positivi e le quotazioni su *Euronext Growth Milan* diminuiscono. Del resto lo scenario non è dei migliori, l'inflazione sbriciola i rendimenti reali e i costi elevati di energia e materie prime stanno creando problemi a molte imprese.

La Figura 52, nonostante presenti dei valori concentrati nel periodo tra il primo semestre 2021 e il primo semestre del 2022, prima dello *shock* causato dal forte rialzo dei tassi di interesse, è esemplificativa per quanto riguarda la quota di mercato ritagliata da ogni strumento di *alternative lending*.

Tirando le somme il 2021 ha fatto registrare un flusso complessivo di risorse destinate alle PMI, provenienti dai canali alternativi, per oltre € 4,5 miliardi, *record* storico in Italia. Nel primo semestre del 2022, invece si rileva un valore di circa € 2,6 miliardi, con un incremento del 32% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Di seguito andiamo a esaminare le dinamiche dei singoli comparti: dal grafico è evidente che gli strumenti, che hanno raccolto i maggiori apporti sul totale del mercato in termini di valore, sono il *private capital* e i *minibond*, i quali per caratteristiche hanno una taglia per ogni *deal* maggiore rispetto ai finanziamenti tramite *crowdfunding* e *business angels*¹¹⁴, che sono forniti non da fondi specializzati e investitori professionali, ma da operatori *retail*.

Figura 52: Il flusso di finanziamento da canali alternativi al credito bancario per le PMI italiane tra il 2021 e il 2022 (valori in milioni)



Fonte: 5° Quaderno di Ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2022 | Politecnico di Milano

Il forte rialzo dell'ultimo anno del flusso di finanziamenti attraverso *minibond*, che è più che raddoppiato, è dato dal fatto che questi strumenti sono legati al fabbisogno per

¹¹⁴ Sono in genere esperti di settore, *manager* in attività o in pensione, che dispongono di una solida esperienza, di un ottimo *network*, di mezzi finanziari e sono in grado di fornire conoscenze gestionali e tecniche, fattori che sono fondamentali per il successo e che mancano ad un'impresa di nuova costituzione.

progetti di crescita e investimenti di lungo termine, i quali tra il 2020 e il 2021 a causa della crisi data dalla pandemia erano stati posticipati. Un'altra possibile chiave interpretativa è che gli investitori *retail*, in uno scenario di incertezza e rischio, come quello del 2022, caratterizzato dall'inizio di un conflitto di guerra, che ha portato l'inflazione alle stelle, hanno rinunciato a investimenti illiquidi e spesso non quotati nell'*equity* delle PMI, avendo una golosa alternativa nei titoli di Stato decennali, i quali rendevano più del 4,5%. Inoltre dalla Figura 52 è evidente il forte rialzo del debito: il flusso di *minibond* e di *direct lending* è aumentato fortemente, per l'aspettativa che l'offerta del canale bancario potesse ulteriormente restringersi in breve termine.

Ciò ha incentivato le PMI a prevenire eventuali *gap* finanziari futuri, cogliendo oggi l'opportunità di ottenere credito dai fondi e attraverso le piattaforme *fintech*.

Per quanto riguarda il *crowdfunding* non vi è una grossa differenza tra i tre semestri analizzati in sovrapposizione, poiché i portali *online* anche durante il Covid hanno avuto una normale attività, dato che rappresentavano un'alternativa per l'investitore *retail* che anche da remoto poteva mettere a disposizione il proprio capitale.

L'*invoice trading* invece ha rappresentato lo strumento più adatto alla gestione delle esigenze di liquidità delle imprese, colpite dal blocco alla produzione e ai consumi, causati dal Covid-19. Con la ripresa del mercato e con la scelta delle imprese di dare seguito ai piani di *budget*, posticipati nei due anni precedenti, esso è stato meno utilizzato.

2.2 Minibond

2.2.1 Definizione e contesto normativo

Con la nozione di *minibond*¹¹⁵ si fa riferimento a titoli di debito¹¹⁶ emessi da imprese non finanziarie italiane quotate e non quotate¹¹⁷, diverse da banche e microimprese¹¹⁸, per importi strettamente inferiori a 50 milioni di euro e che possono essere destinati alla negoziazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione e/o alla sottoscrizione da parte di investitori professionali.

Questi strumenti innovativi di finanziamento, a fronte della raccolta di capitale, che viene poi rimborsato secondo modalità predefinite, offrono una remunerazione contrattualmente stabilita, attraverso il pagamento di cedole. I *minibond* possono essere divisi per categorie in base a destinazione e finalità, la Tabella 11 ci offre un'esaustiva differenziazione.

Tabella 11: La tassonomia dei minibond

	Sottoscritti dallo stesso <i>originator</i>	Sottoscritti da un unico investitore (*)	Sottoscritti da più investitori (*)	Cartolarizzati
Quotati su un listino borsistico	<i>Minibond 'captive'</i>	<i>Minibond listed 'single deal'</i>	<i>Minibond listed 'club deal'</i>	<i>Basket bond</i>
Non quotati		<i>Minibond private 'single deal'</i>	<i>Minibond private 'club deal'</i>	

Fonte: 9° Report Italiano sui Minibond, Marzo 2023 | Politecnico di Milano

In *primis* i *minibond* si dividono in quotati e non quotati, poi in diverse categorie: nelle prime due colonne della tabella, troviamo i *minibond* sottoscritti dallo stesso *originator* e quelli sottoscritti da un unico investitore, che per caratteristiche si possono assimilare

¹¹⁵ Le normative di riferimento sono contenute nel Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83 ("Decreto Sviluppo") e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n. 179 ("Decreto Sviluppo Bis"), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano "Destinazione Italia") e nel D.L. 24 giugno 2014 n. 91 ("Decreto Competitività").

¹¹⁶ Come titoli obbligazionari (di qualsiasi scadenza) e cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi).

¹¹⁷ In particolare, i *minibond* possono essere emessi da società non quotate a condizione che: l'emissione sia assistita da uno *sponsor*; l'ultimo bilancio dell'emittente sia revisionato da un revisore legale o da una società di revisione e i titoli siano collocati presso investitori qualificati e circolino esclusivamente tra tali investitori a condizione che non siano direttamente o indirettamente soci.

¹¹⁸ Come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, del 6 maggio 2003.

alle operazioni di credito bancario, poiché il soggetto finanziatore è uno e soprattutto la stessa banca, che ha affiancato l'impresa nella strutturazione dell'operazione, può sottoscriverli in *toto*, con la possibilità poi di ridistribuirli nel mercato. I *minibond club deal* invece si avvicinano di più alle pratiche del mercato mobiliare, perché coinvolgono una pluralità di investitori e richiedono all'emittente di adottare pratiche evolute di *governance* e di pubblicità delle informazioni, per cui la loro emissione risulta più costosa. Infine, esistono operazioni finalizzate esplicitamente alla creazione di *asset backed securities (ABSs)*¹¹⁹, titoli cartolarizzati emessi da veicoli appositamente creati, che potranno essere anche quotati, chiamati *basket bond*¹²⁰.

Borsa Italiana ha attivato un'apposita sede di negoziazione per i *minibond*, l'*ExtraMOT PRO*¹²¹, segmento del sistema multilaterale di negoziazione *ExtraMOT*, accessibile ai soli investitori professionali¹²². I vantaggi della quotazione sono legati ad una maggiore visibilità per gli investitori e alla maggiore liquidità dell'investimento, lo svantaggio è legato al costo, ma soprattutto agli adempimenti richiesti, come il rispetto della *Market Abuse Regulation (MAR)* che richiede la comunicazione di una serie di informazioni e impone adempimenti in tema di *internal dealing*¹²³. Lo sviluppo dei *minibond* è stato

¹¹⁹ Strumenti finanziari il cui rendimento e rimborso sono garantiti da attività dell'emittente, destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati negli strumenti finanziari stessi.

¹²⁰ Emissioni di *minibond* che coinvolgono più emittenti, le imprese organizzano delle emissioni sincronizzate rispetto alle scadenze, le quali vengono sottoscritte interamente da un veicolo di cartolarizzazione creato appositamente, che si finanzia a sua volta sul mercato con un'emissione di *asset backed securities* che hanno come sottostante i singoli *minibond*. Gli investitori finali, quindi, acquistano titoli cartolarizzati rappresentativi di un paniere diversificato, riuscendo a raggiungere una massa critica consistente. In altri casi, le iniziative di *basket bond* prevedono un periodo di *ramp-up*: le aziende emettono individualmente i propri *minibond* che periodicamente vengono ceduti al veicolo di cartolarizzazione, questo approccio offre maggiore flessibilità nel processo e non vincola le aziende fra loro.

¹²¹ Il mercato *ExtraMOT PRO* di Borsa Italiana nasce nel febbraio 2013 come segmento professionale del mercato *ExtraMOT* in cui possono essere quotati *project bond*, obbligazioni, cambiali finanziarie, *asset backed securities* e strumenti partecipativi. Dal 16 settembre 2019, *ExtraMOT* si è arricchito di un ulteriore segmento con *ExtraMOT PRO3* che è dedicato all'emissione di obbligazioni o titoli di debito da parte di società non quotate su mercati regolamentati, PMI o aventi un valore di emissione inferiore a € 50 milioni.

¹²² Per tali intendendosi i clienti professionali come definiti dalla direttiva 2014/65/UE, nonché, prima di essa, dalla direttiva 2004/39/CE (rispettivamente, la "MiFID II" e la "MiFID I"), e dalla relativa normativa nazionale di recepimento e attuazione.

¹²³ Con il termine *internal dealing* si è soliti identificare le operazioni di compravendita sui titoli di una società quotata da parte dei propri amministratori, sindaci e *top managers*.

agevolato dall'estensione ai titoli emessi da società non quotate, ma negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, di importanti benefici fiscali, sia a favore degli emittenti che a favore degli investitori¹²⁴.

Il processo di emissione di un *minibond* inizia con la definizione di un *business plan*, che illustra le motivazioni alla base della richiesta di raccolta di capitale. La finalità del piano si riassume nella necessità di individuare le strategie di sviluppo future, le risorse necessarie e i risultati da conseguire. Sarà necessario stimare la capacità prospettica dell'azienda di generare cassa nel futuro, al fine di dimostrare ai potenziali investitori la sostenibilità finanziaria dell'investimento. Quindi occorrerà verificare che i *cash flow* operativi riusciranno a coprire il pagamento delle cedole dovute e il rimborso del capitale e che le caratteristiche generali dell'emissione¹²⁵ siano compatibili con il piano finanziario. Gli operatori che entrano in gioco in questa fase preliminare sono: gli *advisor* finanziari¹²⁶, che aiutano l'impresa nella redazione dei documenti necessari alla richiesta e nella valutazione della fattibilità dell'operazione e gli esperti legali¹²⁷ che si occupano della predisposizione del contratto di finanziamento e verificano la *compliance*.

Quasi sempre viene richiesta la dematerializzazione dei titoli, con l'assegnazione di un codice ISIN da parte di Banca d'Italia e l'accentramento presso *Euronext Securities Milan*¹²⁸. Questo servizio può essere svolto autonomamente o appoggiandosi a *servicer*

¹²⁴ Il 13 dicembre 2012, con la conversione in legge del decreto legge del 18 ottobre 2012, n. 179 (decreto sviluppo 2) è stato aggiunto l'ultimo tassello alla nuova disciplina fiscale dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie non quotate. Le principali innovazioni sono state: l'estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario; la deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate; l'esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "*white list*" e sono stati eliminati i limiti massimi quantitativi previsti dall'art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni.

¹²⁵ Scadenza, modalità di rimborso del capitale, presenza di eventuali opzioni *call/put*.

¹²⁶ Intermediari finanziari che assistono le società coinvolte in operazioni finanziarie, i cui compiti vanno dalla predisposizione di perizie valutative, alla stesura di documenti, fino alla consulenza generale in relazione alla specifica operazione, il costo richiesto è fra lo 0,5% e il 2% del capitale collocato.

¹²⁷ Il costo può essere abbastanza variabile e tra le operazioni di importo medio-basso si registra un costo compreso fra € 12.000 e € 22.000.

¹²⁸ *Euronext Securities Milan* (Monte Titoli) è il depositario centrale per il mercato finanziario italiano ed uno dei principali in Europa con oltre € 3,375 trilioni di titoli detenuti in custodia per conto dei propri clienti, opera ai sensi della Regolamentazione Europea CSD-R. Offre servizi di regolamento e custodia sui

esterni, occorrerà poi prendere accordi anche con una banca agente che si prenderà carico della gestione dei pagamenti agli investitori. La ricerca degli ultimi potrà essere fatta contattando direttamente operatori specializzati come fondi di *private debt*, SIM¹²⁹, *family office*, società di *asset management*, ma anche le stesse banche, oppure appoggiandosi su *arranger*¹³⁰ che già dispongono di una rete di potenziali investitori e che affiancheranno l'emittente in tutte le fasi descritte. La banca, quindi, può svolgere il ruolo di coordinatore, assumendo a fermo un ammontare fino al 100% dei titoli e occuparsi anche del successivo ricollocamento, può rivestire il ruolo di banca agente, provvedendo a pagare gli importi dovuti in relazione ai titoli obbligazionari in favore dei relativi detentori e gestire le comunicazioni intercorrenti tra l'Emittente e *Euronext Securities Milan*.

Da ciò si evince l'opportunità per gli istituti di credito di ottenere margini anche nella prestazione di servizi legati all'emissione o alla successiva gestione dei flussi di rimborso dei *minibond*. Per cui, anche se il mercato alternativo, continuando a crescere, porti ad una diminuzione della domanda di prestiti tradizionali, le banche potranno avere la possibilità, comunque, di spostarsi in un altro mercato e specializzarsi, garantendo alle imprese maggiore visibilità sul mercato.

Infine, per convincere gli investitori verrà presentato un *information memorandum* con tutte le informazioni sull'emissione e sui titoli oggetto della stessa, preparato dall'emittente. Importante è anche l'attività di *pre-marketing* che può essere svolta dall'*arranger* o dalla banca che sottoscriverà i titoli e ha l'obiettivo di sondare l'interesse del mercato all'acquisto dei *bond*.

titoli italiani ed esteri su oltre 40,000 strumenti finanziari tra azioni, titoli governativi, titoli di debito, ETF e certificati. La clientela è composta da 197 aderenti, tra banche commerciali, *global custodian*, *broker\dealers*, infrastrutture di mercato italiane ed internazionali e oltre 2,700 emittenti ai quali mette a disposizione un sistema efficiente e automatizzato, oltre che un supporto costante in ogni fase del percorso.

¹²⁹ La società di intermediazione mobiliare (SIM) è una società per azioni che svolge attività di all'intermediazione mobiliare e offre servizi di investimento, secondo il TUF è autorizzata alla: negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti, assunzione a fermo e/o collocamento nei confronti dell'emittente, gestione di portafogli, ricezione e trasmissione di ordini, consulenza in materia di investimenti e gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

¹³⁰ Nel settore della finanza strutturata è la figura che è pur sotto varie forme e con diverse configurazioni di incarico (*mandated lead arranger*, *joint lead arranger*, *sole arranger* ecc) opera come coordinatore degli aspetti organizzativi dell'operazione.

La società emittente ha l'obbligo di redigere il documento di ammissione¹³¹ o in alternativa un prospetto¹³²; in entrambi i casi la società è invitata ad inviare a Borsa Italiana una bozza dell'elaborato. La richiesta di ammissione viene effettuata digitalmente dall'emittente attraverso un *tool*, tramite il quale verranno inviati anche: la scheda riepilogativa delle caratteristiche dei titoli (seguendo gli schemi dettati da Borsa Italiana), il documento di ammissione o il prospetto e il sito *Internet* dove verrà messa a disposizione l'informativa. I titoli di debito per poter essere ammessi alle negoziazioni devono essere liquidabili o su Monte Titoli o su *Euroclear/Clearstream*. In seguito alla quotazione dei *minibond*, l'emittente si deve impegnare a pubblicare regolarmente sul proprio sito *Internet* e consegnare a Borsa Italiana:

- il bilancio annuale soggetto a revisione legale, entro sei mesi dalla fine dell'esercizio contabile;
- l'eventuale assegnazione di *rating* o modifiche dello stesso;
- le informazioni relative alla società che possano influenzare il valore dei *minibond* (le informazioni *price-sensitive*);
- le modifiche delle caratteristiche dell'emissione o della modalità di esercizio dei diritti dei sottoscrittori;
- l'informativa tecnica sui titoli, che includa le informazioni sul calcolo degli interessi, l'eventuale rimborso anticipato dei titoli¹³³, ed altre eventuali opzioni;
- l'eventuale informativa *ESG*.

Per quanto riguarda la remunerazione da offrire al mercato, sarà necessario un confronto con i potenziali investitori, eventualmente con il supporto dell'*arranger*, rispetto alla cedola che dovrà essere promessa in quota remunerazione del capitale. Il tasso di

¹³¹ Il Documento di ammissione, raccomandabile per emissioni di taglia minore, deve seguire le disposizioni del regolamento del segmento *ExtraMOT PRO* che prevede che contenga le seguenti informazioni: persone responsabili della redazione del documento; fattori di rischio dell'emittente e dello strumento; informazioni su struttura organizzativa, compagine azionaria, informazioni finanziarie dell'ultimo esercizio contabile e l'ultimo bilancio; caratteristiche degli strumenti finanziari; ammissioni alle negoziazioni e modalità di negoziazione; l'eventuale informativa *ESG*.

¹³² Obbligatorio per grandi società che emettono obbligazioni con controvalore a partire da € 200 milioni.

¹³³ La comunicazione deve avvenire almeno tre giorni prima del rimborso.

interesse dipenderà da: rischiosità dell'emittente; tipologia di titolo emesso; eventuali opzioni di rimborso e ad eventuali garanzie che l'impresa potrà prestare (attraverso pegni su immobili, piuttosto che sul magazzino, o su altri asset, o da soggetti pubblici che sono attivi in questo mercato come il Fondo di Garanzia statale¹³⁴, o SACE¹³⁵, o istituzioni finanziarie regionali ed europee, o ancora i Consorzi Fidi) al fine di ridurre il rischio per gli investitori e quindi il costo del capitale.

Un altro fattore che incide sulla remunerazione offerta dai *minibond* è la presenza di eventuali opzioni, in capo all'emittente o all'investitore. Nel caso di un *minibond callable*, l'impresa potrà decidere di rimborsare il *minibond* anche prima della scadenza, per esempio, nel caso in cui riesca a rifinanziarsi a condizioni migliori, oppure se un inatteso ingresso di cassa le permetterà di disporre della liquidità sufficiente per il rimborso. Al contrario, il *minibond* potrebbe essere anche *puttable*, ovvero l'investitore avrà l'opportunità di smobilizzare l'investimento anche prima della scadenza. Questa caratteristica sicuramente qualifica i *minibond* come strumenti flessibili.

2.2.2 Analisi quantitativa

L'Osservatorio *Minibond* del Politecnico di Milano ha censito, fino alla data del 30 giugno 2023¹³⁶, 1.542 *minibond* collocati da società non finanziarie, per un controvalore

¹³⁴ Con il Fondo lo Stato italiano, attraverso il Ministero dello Sviluppo Economico, affianca le imprese e i professionisti che hanno difficoltà ad accedere al credito bancario perché non dispongono di sufficienti garanzie. Numerose sono le soluzioni offerte dal Fondo, ciascuna con le sue condizioni di accesso, la garanzia del Fondo può essere attivata solo a fronte di finanziamenti concessi da banche, società di *leasing* e altri intermediari finanziari. Il Fondo non interviene direttamente nel rapporto tra banca e cliente: tassi di interesse, condizioni di rimborso sono lasciati alla contrattazione tra le parti, fermo restando che sulla parte garantita dal Fondo non possono essere acquisite garanzie reali, assicurative o bancarie. Il Fondo di Garanzia può essere concesso per coprire i rischi dal 60% all'80% del finanziamento e fino a un massimo di 5 milioni di euro.

¹³⁵ SACE è una società per azioni controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, la cui mission è il sostegno alle imprese italiane che esportano e crescono nei mercati esteri. SACE è attiva nel settore assicurativo, con l'assicurazione e/o riassicurazione dei rischi a cui sono esposte le aziende italiane nelle loro transazioni internazionali (assicurazione del credito all'esportazione) e negli investimenti all'estero (protezione degli investimenti, garanzie finanziarie, cauzioni e *factoring*). Le Banche sottoscrivono periodicamente convenzioni con SACE finalizzate a rendere disponibile un *plafond* assicurativo per il sostegno di iniziative di sviluppo internazionale delle imprese italiane.

¹³⁶ In questo lavoro la data di fine del primo semestre del 2023 viene presa come limite per un confronto esaustivo dei vari strumenti di *alternative lending*, poiché la riflessione è compiuta principalmente sui dati analitici dell'Osservatorio del Politecnico di Milano che offre una panoramica completa di tutti gli strumenti fino a giugno 2023.

complessivo di € 9,16 miliardi. Limitando l'attenzione alle sole emissioni di PMI, risultano 982 operazioni per un controvalore di € 3,95 miliardi¹³⁷, il 43% del totale, a testimonianza del fatto che le caratteristiche dello strumento si sposano decisamente con le esigenze delle piccole e medie imprese.

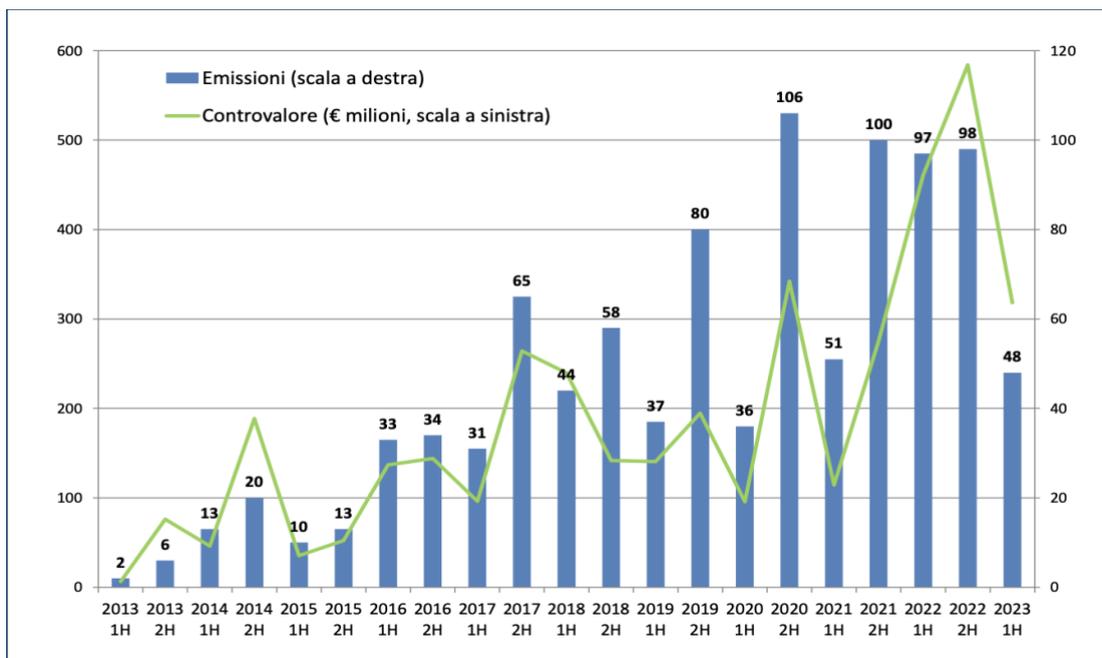
I *minibond* sono stati attenzionati dal mercato nel periodo post *credit crunch* poiché, in virtù del restringimento dell'offerta di credito delle banche, c'era bisogno di strumenti alternativi per quella categoria di imprese come le PMI su cui il mercato deponeva poca fiducia. Essi si prestano sicuramente in modo adeguato allo scopo di questa indagine, dato che l'obiettivo è capire se rappresentano uno strumento alternativo adeguato alle esigenze delle PMI e se sono delle soluzioni cuscinetto, alternative al canale bancario, per la gestione delle crisi.

La Figura 53 suddivide il campione delle emissioni di PMI per semestre, evidenziando il lento avvio fino al 2014 e il picco di crescita successivo, con poi alti e bassi fino al *boom* del 2020, in particolare nel secondo semestre, quando è stato raggiunto il massimo in termini di emissioni, nonostante il controvalore si attestasse a circa 300 milioni rispetto ai 600 milioni registrati nel 2022.

Questi dati, quindi, evidenziano la diminuzione di taglia delle emissioni durante lo *shock* pandemico che racconta di un utilizzo maggiore da parte delle piccole e medie imprese di questo strumento di raccolta rispetto agli altri periodi, a dimostrazione che durante la pandemia i *minibond* sono stati uno strumento di gestione della crisi e un fonte alternativa di finanziamento per le PMI.

¹³⁷ 9° Report Italiano sui Minibond, Marzo 2023 | Politecnico di Milano.

Figura 53: I minibond emessi da PMI in Italia dal 2013 al 2023 (flusso semestrale)



Fonte: 6° Quaderno di Ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2023 | Politecnico di Milano

Nel 2022 invece si è raggiunto il massimo annuale con 195 emissioni e il controvalore della raccolta ha superato € 1 miliardo; nel primo semestre del 2023 invece, a causa della negativa congiuntura macroeconomica, le emissioni sono state solo 48, valore più basso negli ultimi 36 mesi e 318,24 i milioni raccolti, quasi la metà del semestre precedente.

La Tabella 12 riporta alcuni dati statistici interessanti sulle emissioni: la cedola media annuale, calcolata solo sui titoli a tasso fisso, ha continuato a salire negli ultimi 3 anni seguendo le dinamiche del mercato; nel primo semestre del 2023 era pari a 6,17%, nel 2022 il valore era del 5,25% e nel 2021 3,85%, la *trend* è in evidente crescita. Anche il costo medio della cedola variabile è aumentato arrivando dal 5% del 2021 al 7,27% del primo semestre 2023. Nonostante ciò, si nota un aumento delle emissioni con cedola variabile; nel 2021 solo il 7,28% delle emissioni la prevedeva, mentre la quota è salita al 33,33% nel 2022 e al 41,67% nei primi sei mesi del 2023. Questo è accaduto perché, prima del 2022 i tassi erano bassi e quindi era conveniente indebitarsi a tasso fisso, poiché risultava un rischio sperare in un'ulteriore discesa; poi con la forte impennata nel

secondo semestre del 2022 indebitarsi a tasso fisso poteva risultare una condanna e il mercato cominciava a pensare ad un imminente inversione di tendenza.

Tabella 12: Statistiche sui minibond emessi dalle PMI italiane dal 2013 al 2023

Anno di emissione	Cedola media annuale	% con cedola variabile	Maturity media (anni)	% titoli bullet	% quotati in Borsa	% con rating	% con garanzia
2013	6,75%	-	3,7	75,0%	75,0%	25,0%	37,5%
2014	5,56%	9,09%	8,2	33,3%	75,8%	45,5%	25,0%
2015	5,24%	4,35%	4,6	60,9%	43,5%	17,4%	25,7%
2016	5,04%	8,96%	5,7	44,8%	53,7%	29,9%	43,0%
2017	4,47%	12,50%	4,3	45,8%	52,1%	13,5%	45,5%
2018	5,24%	13,73%	4,9	47,1%	46,1%	20,6%	42,5%
2019	4,29%	15,38%	4,3	38,5%	24,8%	15,4%	50,4%
2020	3,55%	7,04%	6,4	18,3%	16,2%	42,3%	70,3%
2021	3,85% (5,00%)	7,28%	5,4	22,5%	13,9%	33,1%	69,8%
2022	5,25% (5,61%)	33,33%	5,3	29,2%	4,1%	12,3%	62,5%
2023 (1H)	6,17% (7,27%)	41,67%	5,0	54,2%	10,4%	9,2%	41,7%
Totale	5,04%	13,94%	5,3	42,7%	37,8%	23,2%	46,7%

Fonte: 6° Quaderno di Ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2023 | Politecnico di Milano

Dall'analisi si evince che il tasso di interesse dei *minibond* è di molto superiore rispetto a quello applicato sui prestiti bancari alle società non finanziarie, che a maggio 2023 si attestava sul 4,81%¹³⁸ (Figura 6), più di due punti percentuali in meno.

Da notare la riduzione dello *spread* tra il costo del debito bancario e quelli dei *minibond* con l'aumento dei tassi dell'ultimo periodo.

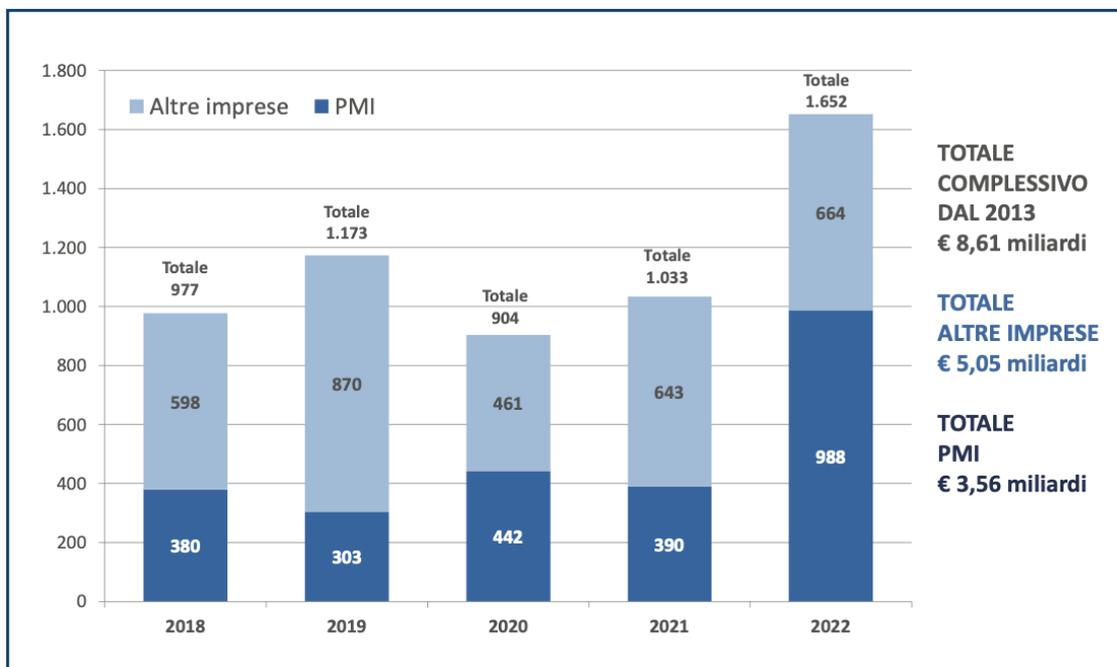
La riflessione che scaturisce da risultati di questo tipo è che un'impresa di piccole dimensioni, non interessata ad un riconoscimento del mercato o allo sviluppo delle proprie competenze attraverso il rapporto con gli investitori professionali, opterà sicuramente per il canale bancario per finanziarsi, scontando delle condizioni di costo del debito minori, potendo utilizzare strumenti di finanziamento con collaterale per esigenze di piccola entità. Al contrario, un'impresa di medie dimensioni, che non riesce

¹³⁸ *Monthly Outlook Gennaio 2024* | Associazione Bancaria Italiana.

ad attingere dagli istituti di credito, poiché per gli ultimi la capacità di assorbire posizioni di importo elevato è limitata in periodi di crisi, si finanzia con i *minibond* avendo dei *cashflow* adeguati a remunerare il mercato.

La scadenza media è lievemente diminuita negli ultimi 5 anni rispetto ai livelli del 2021 e del 2022 e il piano di ammortamento più utilizzato è tornato ad essere quello di tipo *bullet*. La percentuale di *minibond* quotati è aumentata al 10,4% nel 2023 rispetto al 4,1% del 2022, ma costituisce una piccola parte del totale, se guardiamo la percentuale dei titoli quotati dieci anni fa, mentre scendono rispetto alla media storica quelli che hanno ottenuto un *rating* (9,2%). Un elemento positivo che emerge dall'analisi della tabella è la diminuzione delle garanzie, che racconta di un aumento di fiducia del mercato dopo la vertiginosa salita in seguito alla pandemia da Covid-19, quando la percentuale di titoli garantiti era il 70%. Dal 2013 al 2022 più del 40% dei *minibond* è stato emesso da PMI, se si guarda al 2022 la fetta si alza fino al 59%, testimonianza che essi per caratteristiche e taglia si adattano a colmare le esigenze delle PMI.

Figura 54: Controvalore delle emissioni di minibond dal 2018 e 2022 (dati in milioni)



Fonte: 9° Report Italiano sui Minibond, Marzo 2023 | Politecnico di Milano

La tendenza dell'ultimo anno, visibile in Figura 54, fa riflettere perché, nonostante lo *shock* della guerra in Ucraina e della salita dei tassi, c'è stato un aumento delle emissioni sia da parte delle imprese in generale sia soprattutto da parte delle PMI, per le quali sono più che raddoppiate.

In una situazione di *deficit*, i *minibond* sono uno strumento che, a fronte di un innesto immediato, consente un rimborso ammortizzabile nel lungo periodo e si è dimostrato particolarmente utile ed apprezzato per sopperire al fabbisogno di liquidità. L'emissione di *minibond*, quindi, si qualifica come strumento adatto a gestire gli *shock* e come alternativa al credito bancario per finanziare la crescita.

Analizziamo adesso un set di dati forniti dal *database* AIDA-BVD¹³⁹ su alcuni indici di bilancio di un campione di imprese, calcolati nel periodo precedente e successivo all'emissione di *minibond*, al fine di capire le caratteristiche delle imprese che utilizzano questa forma di finanziamento e individuare gli effetti della loro emissione sulla redditività e sulla struttura finanziaria.

La Tabella 13 mostra i seguenti indicatori di redditività:

- *return on assets (ROA)* definito come margine operativo netto su totale dell'attivo;
- *return on equity (ROE)* ovvero utile netto su patrimonio netto;
- rapporto fra *EBITDA* (margine operativo lordo) e vendite da fatturato.

Le medie sono a volte negative e condizionate da alcuni valori estremi, ma le mediane sembrano indicare un lieve aumento della marginalità per tutte le emittenti prima del collocamento, a dimostrazione che uno degli aspetti positivi dell'emissione è il miglioramento dello *standing*, che consente alle imprese di aumentare i margini; dopo il collocamento. I dati sulla redditività sembrano più deludenti, ma i risultati sono condizionati dallo *shock* Covid del 2020.

¹³⁹ AIDA è una banca dati sviluppata da *Bureau van Dijk (BvD)*, che rende accessibili informazioni sulle imprese italiane, permettendo analizzare il contesto economico e finanziario delle aziende, ed è utile per numerosi operatori di mercato.

Tabella 13: Indici di bilancio prima e dopo l'emissione di un campione di 689 PMI emittenti di minibond dal 2017 al 2022 (valori medi, fra parentesi i valori mediani)¹⁴⁰

Emittenti 2017	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	2,73% (4,71%)	5,22% (6,42%)	7,00% (7,76%)	5,15% (7,95%)	6,11% (7,90%)	-0,72% (3,45%)
ROA	3,30% (3,72%)	4,73% (3,58%)	3,31% (3,58)	2,44% (4,02%)	2,56% (3,81)	3,20% (2,26%)
EBITDA / Vendite	-5,26% (10,10%)	0,56% (10,15%)	15,59% (11,35%)	11,81% (10,05%)	-6,80% (9,69%)	3,44% (8,33%)
Test acido	1,36 (1,13)	1,27 (1,18)	1,65 (1,42)	1,75 (1,44)	1,70 (1,33)	2,01 (1,69)
Leverage	1,62 (1,40)	1,78 (1,48)	1,56 (1,23)	1,56 (0,80)	2,03 (0,69)	1,11 (0,71)
Emittenti 2018	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	7,32% (7,10%)	8,92% (7,45%)	8,11% (6,11%)	6,57% (8,92%)	-1,60% (3,96%)	3,99% (3,53%)
ROA	2,89% (3,57%)	4,61% (3,46%)	2,20% (3,31%)	1,96% (3,15%)	-4,94% (1,82%)	0,47% (2,14%)
EBITDA / Vendite	-4,89% (8,30%)	-0,93% (7,79%)	1,24% (7,93%)	-1,16% (7,35%)	-13,27% (6,75%)	-2,49% (6,60%)
Test acido	1,47 (1,19)	1,45 (1,18)	1,66 (1,36)	1,58 (1,23)	1,74 (1,51)	2,06 (1,48)
Leverage	1,55 (1,45)	1,56 (1,12)	1,99 (1,11)	1,33 (1,03)	1,70 (0,80)	1,19 (1,02)
Emittenti 2019	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	8,59% (6,42%)	8,29% (6,75%)	5,25% (5,59%)	-0,17% (2,43%)	5,13% (4,91%)	-
ROA	4,13% (2,83%)	3,39% (3,03%)	2,93% (2,97%)	1,38% (1,77%)	2,87% (2,56%)	-
EBITDA / Vendite	3,00% (9,59%)	10,87% (9,02%)	5,72% (8,80%)	0,46% (8,93%)	2,98% (9,95%)	-
Test acido	1,36 (1,16)	1,17 (1,05)	1,48 (1,28)	1,77 (1,43)	1,66 (1,36)	-
Leverage	5,10 (1,61)	5,65 (1,51)	2,57 (1,32)	1,94 (1,04)	1,94 (1,02)	-
Emittenti 2020	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	11,99% (8,11%)	10,19% (9,04%)	2,89% (4,89%)	8,39% (6,02%)	-	-
ROA	5,36% (4,37%)	4,84% (3,96%)	2,56% (2,89%)	3,74 % (3,36%)	-	-
EBITDA / Vendite	-0,20% (9,15%)	11,28% (9,43%)	2,03% (9,36%)	0,76% (9,20%)	-	-
Test acido	1,41 (1,23)	1,35 (1,24)	1,89 (1,63)	1,81 (1,56)	-	-
Leverage	4,51 (1,10)	2,15 (1,17)	1,59 (1,06)	1,49 (0,88)	-	-
Emittenti 2021	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	13,73% (10,93%)	10,26% (8,05%)	10,77% (8,79%)	-	-	-
ROA	6,02% (4,62%)	4,18% (3,52%)	3,96% (3,81%)	-	-	-
EBITDA / Vendite	10,91% (9,29%)	8,25% (9,28%)	7,56% (9,13%)	-	-	-
Test acido	1,41 (1,28)	1,73 (1,52)	2,04 (1,66)	-	-	-
Leverage	1,60 (1,26)	1,27 (1,11)	2,74 (1,03)	-	-	-
Emittenti 2022	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ROE	9,03% (5,48%)	11,26% (7,61%)	-	-	-	-
ROA	2,62% (2,58%)	2,52% (2,93%)	-	-	-	-
EBITDA / Vendite	0,25% (8,26%)	-4,65% (8,24%)	-	-	-	-
Test acido	1,80 (1,48)	1,61 (1,42)	-	-	-	-
Leverage	2,69 (0,94)	1,22 (0,84)	-	-	-	-

Fonte: 9° Report Italiano sui Minibond, Marzo 2023 | Politecnico di Milano

Passando agli indicatori di liquidità è presente il *quick ratio*, ovvero il rapporto fra attivo circolante al netto delle scorte e passività a breve termine. Si tratta di un indicatore della

¹⁴⁰ L'anno zero è quello dell'emissione

capacità dell'impresa di coprire gli impegni nel breve termine, attraverso le attività più facilmente liquidabili (cassa, titoli finanziari a breve e crediti commerciali). Altro indicatore oggetto dell'esame è la leva finanziaria, ovvero il rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto.

Non sembra che le imprese arrivino all'emissione obbligazionaria in situazioni di difficoltà finanziaria, che è un importante parametro per valutare il rischio di insolvenza e la robustezza patrimoniale. Si notano valori stabili o in diminuzione, all'avvicinarsi dell'emissione e anche nell'anno 0, a testimonianza che le imprese che utilizzano questo strumento, hanno una buona ossatura finanziaria e una certa stabilità e non sono imprese di nuova costituzione o di piccola taglia.

Tabella 14: CAGR¹⁴¹ dei ricavi consolidati prima e dopo l'emissione di un campione di 689 PMI emittenti di minibond dal 2017 al 2022

Emittenti	Periodo	Valore medio	Valore mediano	Primo quartile	Terzo quartile
2017	(-3, -1)	23,4%	10,1%	2,6%	25,8%
	(0, +2)	10,5%	6,1%	-2,0%	17,5%
2018	(-3, -1)	15,5%	11,8%	3,4%	26,8%
	(0, +2)	-1,7%	-3,2%	-16,2%	12,1%
2019	(-3, -1)	13,2%	7,7%	3,0%	17,1%
	(0, +2)	3,7%	1,7%	-10,9%	13,3%
2020	(-3, -1)	11,3%	9,8%	1,0%	18,1%
	(0, +1)	2,5%	1,8%	-8,7%	31,0%
2021	(-3, -1)	10,4%	4,7%	-5,3%	20,4%
2022	(-3, -1)	11,3%	7,4%	-3,1%	18,6%

Fonte: 9° Report Italiano sui Minibond, Marzo 2023 | Politecnico di Milano

Inoltre, dalla Tabella 14 si evince una crescita significativa dei ricavi delle imprese emittenti già prima del lancio, visibile per tutti gli anni. Successivamente, in assenza di eventi di crisi, anche dopo l'emissione vi è stata una crescita importante, che nel 2017, per le imprese più dinamiche, è superiore al 17,5% (valore del terzo quartile). Per le emittenti del 2018 e del 2019 la crescita dei ricavi nei successivi due anni è stata limitata

¹⁴¹ Il tasso annuo di crescita composto, più comunemente noto come CAGR dall'acronimo anglosassone (*Compounded Average Growth Rate*), rappresenta la crescita percentuale media di una grandezza in un anno.

dallo *shock* pandemico; infatti, per quelle del 2018 il valore mediano è addirittura negativo, ma si nota che almeno un quarto delle imprese è cresciuta ad un ritmo medio ben superiore al 10%. Le emittenti del 2020, 2021 e 2022 sono state ancora più virtuose, con un *CAGR* dei ricavi consolidati che ha ampiamente superato, per le imprese del terzo quartile, i risultati delle emittenti del 2017. Sulla scorta di questa indagine i *minibond* si presentano, anche in tempi di crisi, come strumenti adatti a soddisfare esigenze di investimento di lungo termine di società strutturate e già presenti nel mercato, come quelle di media dimensione, con adeguati ricavi che possano sostenere i costi dell'emissione.

2.2.3 Riflessioni

Dai dati si evince che PMI sono interessate a sperimentare questo nuovo canale di finanziamento per incrementare la propria visibilità, lo *standing* e acquisire *know-how* importanti attraverso il rapporto con gli investitori professionali. Dato che sono imprese in crescita e con forti potenzialità questo strumento può offrire la giusta spinta e i giusti legami per fare il salto di qualità e migliorare il proprio *standing*. A differenza del credito bancario, l'emissione di *minibond* consente alle PMI di legittimarsi sul mercato e avere l'opportunità di emergere, al contempo però, sia in termini di adempimenti, che di interessi, il costo del debito risulta molto più elevato rispetto ai canali tradizionali (Tabella 12).

Si qualificano come strumento per la gestione degli *shock*, come dimostrano i dati, proprio perché sono cresciuti in concomitanza delle ultime crisi finanziarie, in uno scenario in cui le condizioni di accesso al credito erano peggiorate per i soggetti più rischiosi. In particolare, i ricavi sono cresciuti molto più per le imprese che si sono finanziate con *minibond* negli anni del Covid, successivamente all'emissione, rispetto alle emittenti del 2017 (Tabella 14).

I *minibond* quindi sono strumenti, che a fronte di un costo di interesse più elevato, possono essere il salvagente delle PMI in crisi, adattandosi soprattutto a finanziare piani

di lungo termine portati avanti da medie imprese, già presenti sul mercato con fatturati importanti e non per finalità di *start-up financing*.

2.3 Crowdfunding

2.3.1 Definizione e contesto normativo

Il *crowdfunding* costituisce la raccolta di risorse economiche promossa da imprese e persone fisiche tramite una piattaforma *online* abilitante, in grado non solo di mettere in contatto richiedente e investitore, ma anche di finalizzare l'investimento. La maggior parte dei siti *Internet* che offrono servizi di *crowdfunding* si presentano con una pagina interattiva, dove si evince chiaramente la categoria dell'impresa che richiede il finanziamento, lo stato della sua crescita e i dettagli del progetto, con indicazione dell'ammontare minimo e massimo di raccolta. I modelli sono diversi:

- *crowdinvesting*, in cui gli investitori rispondono ad un appello rivolto alla raccolta di risorse per un progetto, concedendo un prestito (*lending crowdfunding*) oppure sottoscrivendo quote del capitale di rischio della società (*equity crowdfunding*¹⁴²),
- *reward-based*, che dà l'opportunità alle imprese di raccogliere denaro in cambio di una ricompensa non monetaria, come un prodotto o un servizio;
- *royalty-based*, in cui la ricompensa è monetaria ma senza proprietà, l'investitore invece di possedere delle quote della società otterrà una parte dei profitti;
- *donation-based*, tramite il quale è possibile fare donazioni per sostenere una determinata iniziativa senza ricevere nulla in cambio.

La raccolta può essere *all or nothing* o *take it all*. Nel primo caso il successo della campagna è legato al raggiungimento di un *target* minimo, se non viene raggiunto, i fondi sono restituiti; nel secondo caso invece tutti i fondi raccolti vanno a finanziare il progetto, indipendentemente dal raggiungimento o meno del *target*; oppure si può

¹⁴² L'*equity crowdfunding* è stato introdotto in Italia dal D.L. 179/2012 (Decreto Sviluppo-bis) convertito nella Legge 221/2012. L'intento di *policy* è stato dichiaratamente quello di introdurre la raccolta di capitale di rischio attraverso *Internet* con il fine di favorire la nascita e lo sviluppo di imprese *startup* innovative.

optare per una soluzione intermedia con una soglia minima e una soglia massima di raccolta, per avere una certa flessibilità.

Numerose riforme si sono susseguite negli ultimi anni, con l'obiettivo di disciplinare, organizzare e migliorare la trasparenza di questo strumento. Il Decreto Rilancio (D.L. 34/2020), rispondendo alla crisi Covid-19, ha innalzato dal 30% al 50% le aliquote per le detrazioni fiscali per le persone fisiche che investono nel capitale di rischio di *startup* e PMI innovative, con un massimale di € 100.000 per le prime e € 300.000 per le seconde e sotto la condizione di mantenimento dell'investimento per 3 anni¹⁴³. Il Regolamento ECSP¹⁴⁴ ha introdotto un modello informativo standardizzato con tutti i dettagli chiave dell'investimento (*Key Investment Information Sheet, KIIS*) e l'obbligo di un questionario d'ingresso per la verifica degli investitori non qualificati. Inoltre il D.L. 30/2023 ha posto alcuni paletti importanti, che possono essere così sintetizzati: Consob¹⁴⁵ e Banca d'Italia sono state entrambe individuate quali autorità nazionali deputate a vigilare. La prima è l'autorità competente per raccogliere le domande di autorizzazione, garantire la trasparenza e la correttezza dei servizi di *crowdfunding* in coordinamento con ESMA¹⁴⁶. La seconda si occupa di: adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio, *governance* societaria, requisiti di organizzazione, continuità dell'attività, organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni. Dal punto di vista procedimentale sono stati definiti due canali di gestione dei processi amministrativi: Consob, sentita Banca d'Italia, autorizzerà i fornitori di servizi di *crowdfunding* ai sensi dell'articolo 12 del Regolamento ECSP e potrà revocare l'autorizzazione ai sensi dell'articolo 17 dello stesso

¹⁴³ L'agevolazione è subordinata alla presentazione di un'istanza sulla piattaforma informatica dedicata e alla capienza dell'impresa interessata rispetto al regime *de minimis* (Regolamento UE 1407/2013).

¹⁴⁴ Il 20 ottobre 2020 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per il *business* (*European Crowdfunding Service Providers, ECSP*). Il Regolamento è entrato in vigore a partire dal 10 novembre 2021 e nel luglio 2022 sono state definite una serie di norme tecniche di dettaglio in tema di regolamentazione e attuazione ed è stato esteso dal 10 novembre 2022 al 10 novembre 2023 il termine concesso alle piattaforme già operative per adeguarsi.

¹⁴⁵ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, organo istituito nel 1974 avente compiti e poteri di vigilanza sulle società di capitali e sul mercato di borsa.

¹⁴⁶ L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority, ESMA*) è un organismo dell'Unione europea, nato nel 2011, che si occupa della vigilanza dei mercati europei.

regolamento. Banca d'Italia, sentita Consob, autorizzerà le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari vigilati che intendono offrire servizi di *crowdfunding*.

Il *crowdfunding* è cresciuto esponenzialmente in pochi anni, determinando a livello mondiale la nascita di migliaia di piattaforme dedicate. Essendo però un *business* emergente, anche il tasso di mortalità è stato elevato: diversi portali hanno dovuto chiudere o per non avere raggiunto la scala minima necessaria, o per modelli di azione sbagliati. L'aspetto che ha trainato fortemente la crescita di questo strumento è il coinvolgimento dell'investitore che diventa fautore del progetto e non mero finanziatore disinteressato, poiché in molti casi quando si finanzia una *start-up* o un'impresa appena nata, un apporto di competenze da parte di un esperto di settore è fondamentale per dare la giusta spinta ed entrare nel mercato.

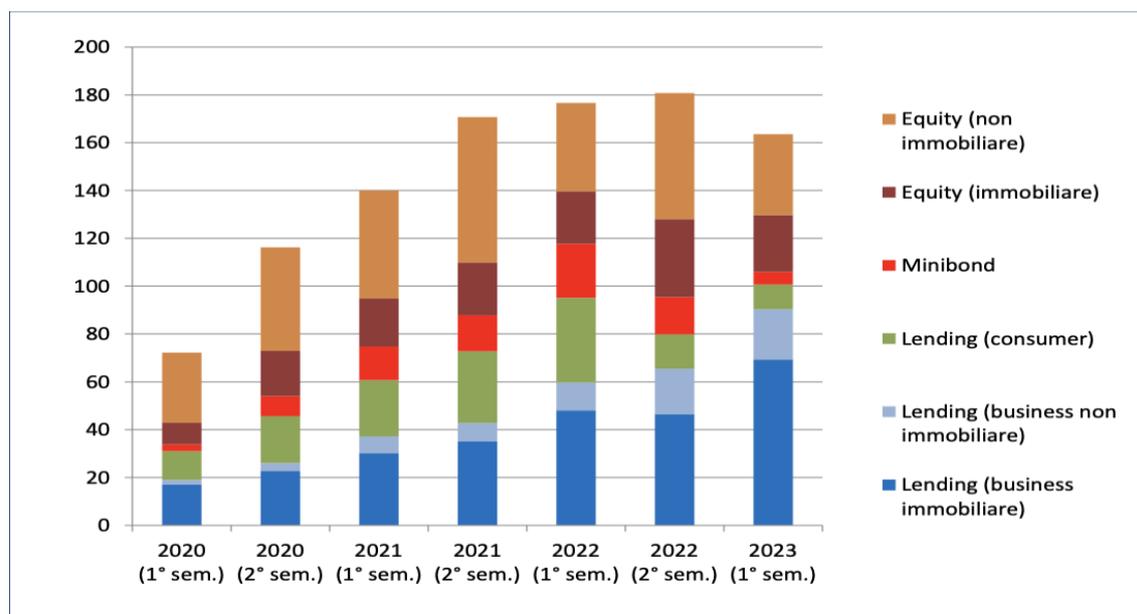
2.3.2 Analisi quantitativa

La Figura 55 testimonia la crescita degli ultimi anni, dal 2020 al 2023, il flusso di raccolta è raddoppiato. È interessante notare che vi è stato un *boom* nel periodo pandemico, quando gli operatori hanno virato sugli investimenti *online* per continuare la loro attività, potendo seguire le imprese senza uscire di casa, attraverso piattaforme in rete.

Nel 2020 il mercato ha continuato a crescere, in particolare nel secondo semestre il flusso di raccolta è quasi raddoppiato, allo stesso tempo non c'è stata una contrazione importante in seguito alla crisi energetica dovuta al conflitto Russo-Ucraino tra il secondo semestre 2022 e il primo del 2023, anzi il flusso semestrale è aumentato nel corso del 2022. Il segmento *lending* dal 2022 ha catturato sempre una quota maggiore del mercato, tendenza legata alla struttura del sistema produttivo italiano, costituito in prevalenza da piccole e medie imprese che ricorrono poco al mercato dei capitali (paragrafo 1.2). Una grossa fetta è catturata dal *business* immobiliare, che risulta centrale nel mercato del *crowdinvesting*.

Il grafico evidenzia la forza del *crowdfunding* come vera alternativa al credito classico, anche in tempi di crisi, per chi è alla ricerca di opportunità di investimento, nonostante lo scenario non eccellente e per chi vuole mettere in luce il proprio progetto, nonostante il clima di sfiducia attraverso canale *smart* e rapido.

Figura 55: Flusso semestrale dei finanziamenti erogati in *crowdfunding* in Italia dal 2020 al 2023 (dati in milioni di euro)



Fonte: 8° Report italiano sul CrowdInvesting, Luglio 2023 | Politecnico di Milano

Le piattaforme di *crowdfunding*, come testimonia la Tabella 15, si distinguono in funzione della tipologia di campagne, quelle *lending* si occupano di finanziare sia operatori *consumer* che *business*; invece, i portali *equity* oltre a collocare quote di capitale di rischio possono anche occuparsi di collocamento di *minibond*. La differenza principale è che solo i portali *equity* sono regolamentati.

Le piattaforme richiedono una commissione sul capitale raccolto ai proponenti, molto variabile in funzione della tipologia di progetto e in genere compresa fra il 2% e il 10%.

Tabella 15: Dati sulla raccolta delle campagne pubblicate sulle piattaforme di crowdfunding italiane (fra parentesi l'incremento rispetto all'anno precedente)

Categoria di portali	Tipologie di campagne	Tipologie di portali	Raccolta totale complessiva	Raccolta ultimi 12 mesi (**)
Portali online per la raccolta di capitale (Consob) (*)	Collocamento di quote di capitale di rischio	Non immobiliari	€ 398,37 milioni	€ 86,64 milioni (-11%)
		Immobiliari	€ 173,31 milioni	€ 56,42 milioni (+28%)
	Collocamento di <i>minibond</i>	Tutti	€ 89,93 milioni	€ 20,82 milioni (-45%)
Portali online di social lending	<i>Consumer</i>	Tutti	€ 213,58 milioni	€ 24,76 milioni (n.s.)
	<i>Business</i>	Non immobiliari	€ 93,17 milioni	€ 39,96 milioni (+31%)
		Immobiliari	€ 267,60 milioni	€ 115,79 milioni (+39%)
TOTALE PIATTAFORME CROWDFUNDING			€ 1.235,96 milioni	€ 343,99 milioni (-1%)

Fonte: 8° Report italiano sul Crowdfunding, Luglio 2023 | Politecnico di Milano

Guardando i dati sia per la raccolta totale che per quella degli ultimi dodici mesi i trend sono evidenti: l'attività principale dei portali *equity* è quella del collocamento di quote che si attesta quasi al 90% del totale, residuale invece l'attività sui *minibond*. Per quanto riguarda i portali *lending* la quota *consumer* è relativamente bassa, in particolare nel 2022 solo il 13%.

La riflessione che emerge è che il *crowdfunding* è uno strumento che supporta il *business* immobiliare ed è evidente la crescita avuta nel 2022 quando le imprese hanno ripreso in mano i piani di *budget* e sfruttato la ripresa *post-covid* per ricominciare ad investire.

Il *crowdfunding* si qualifica come strumento di finanziamento rapido ed economico, ma molto rischioso per diverse motivazioni:

- un'elevata asimmetria informativa caratterizza l'operazione, dal momento che sono finanziate tipicamente PMI e persone fisiche; quindi, le informazioni finanziarie spesso non sono sufficientemente trasparenti;
- il rischio di comportamenti opportunistici da parte del soggetto finanziato, che potrebbe utilizzare il capitale in modo difforme da quanto comunicato inizialmente;
- l'illiquidità dell'investimento poiché non si possono smobilizzare direttamente le quote come su un mercato mobiliare ma solo tramite lo strumento della compravendita tra privati;

- il rischio intrinseco del progetto imprenditoriale finanziato;
- il limitato ruolo delle autorità di vigilanza che esercitano un controllo sul processo di investimento minore rispetto a quanto accade nei tradizionali ambiti di sollecitazione del risparmio collettivo e dell'attività bancaria, poiché vigilano sui gestori delle piattaforme ma non entrano preliminarmente nel merito dei contenuti delle campagne di raccolta proposte.

Prendiamo adesso in esame il segmento *equity* per una trattazione completa del tema *crowdfunding*, anche se lo studio in essere si concentra sul ruolo del *lending* nella risposta alle crisi. I portali *equity* permettono alle imprese di raccogliere capitali principalmente attraverso il collocamento di quote e possono essere gestiti da imprese di investimento oppure da banche autorizzate che hanno comunicato alla Consob, prima dell'avvio dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale, nonché da soggetti autorizzati in base a determinati requisiti e iscritti in un apposito elenco tenuto dalla Consob¹⁴⁷, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento. L'ammontare dell'offerta non deve superare il valore massimo di 8 milioni e una quota almeno pari al 5%¹⁴⁸ degli strumenti finanziari offerti deve essere sottoscritta da investitori professionali.

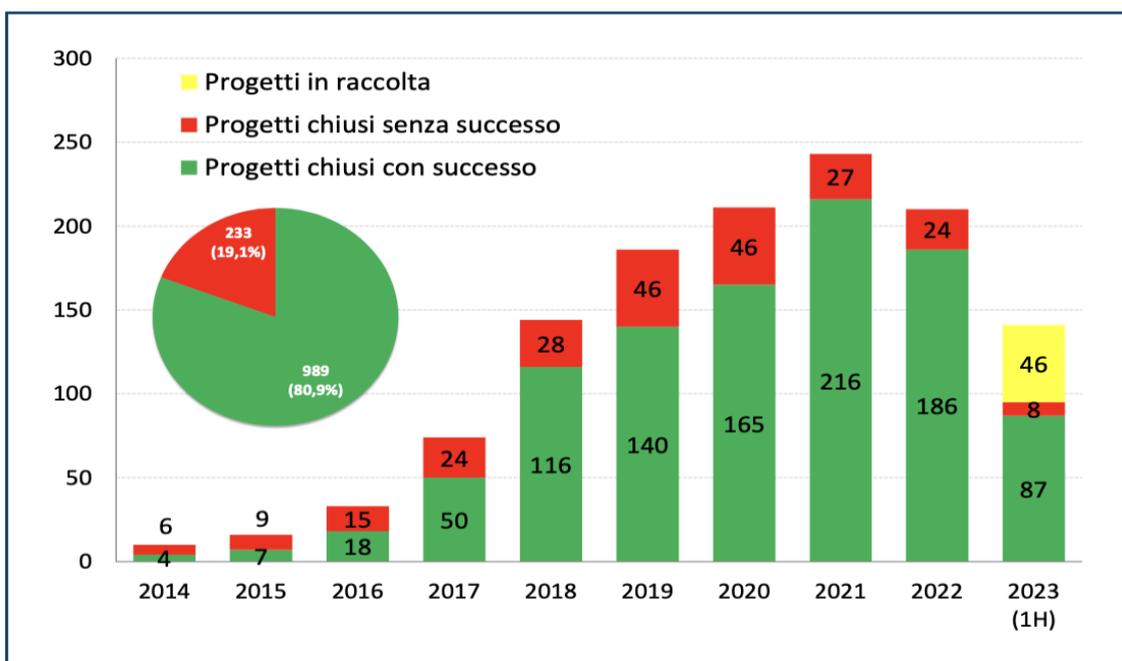
Spiegate le regole del gioco procediamo con l'analisi dei dati attraverso l'interpretazione dei risultati offerti da una serie di indagini realizzate dall'Osservatorio *Crowdinvesting* del Politecnico di Milano. La Figura 56 spiega l'evoluzione decennale delle campagne di *equity crowdfunding*, in totale sono stati promossi 1.268 campagne, di cui 989 chiuse positivamente, 233 chiuse senza successo e 46 che erano ancora in corso fino al 30 Giugno 2023. Certamente guardando il grafico salta all'occhio la crescita continua del

¹⁴⁷ I soggetti autorizzati sono iscritti nella sezione ordinaria del registro, invece le banche nella sezione speciale.

¹⁴⁸ La soglia si riduce al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio con- solidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta.

numero di campagne dal 2012 al 2022 quando si è avuto il primo *stop* nella serie storica (210, -13,6% rispetto al 2021). Il primo semestre del 2023 non ha offerto segnali di ripresa; in particolare il Politecnico di Milano ha registrato 87 campagne chiuse con successo, in linea con i dati del 2022, oltre a 8 chiuse senza successo. La causa di questa prima frenata nella storia *dell'equity crowdfunding* in Italia si rivede sicuramente nell'aumento dei tassi di interesse che ha reso più competitive e attraenti le forme tradizionali di investimento come le obbligazioni e i titoli di Stato per gli investitori *retail*, complice anche l'incertezza sulla congiuntura, dovuta a inflazione e tensioni geopolitiche e ai timori di una recessione.

Figura 56: Flusso temporale del numero di campagne di equity crowdfunding in Italia dal 2014 a Giugno 2023



Fonte: 8° Report italiano sul Crowdfunding, Luglio 2023 | Politecnico di Milano

Come i *minibond* lo strumento del *crowdfunding* durante la crisi pandemica ha continuato a crescere, in particolare con un +13% di progetti promossi nel 2020 rispetto al 2019, rappresentando un'alternativa di finanziamento per le PMI, che hanno avuto anche durante il *lockdown* la possibilità di poter richiedere apporti finanziari *online* in modo semplice e veloce per affrontare con serenità lo *shock*. Il tasso di successo della

raccolta, misurato solo sulle campagne chiuse, negli ultimi anni si era stabilizzato intorno al 90% come dato tendenziale, mentre quello storico è intorno all'81%.

Questi dati testimoniano una grande efficacia della raccolta, ma soprattutto raccontano di una valutazione attenta dei progetti e della loro effettiva fattibilità da parte delle piattaforme, che selezionano in automatico i più meritevoli e che probabilmente saranno interessanti per il mercato.

Questo aspetto qualifica lo strumento *dell'equity crowdfunding* come affidabile in fase di raccolta, ma attenzione: ciò non significa che siano garantiti rendimenti positivi per gli investitori.

Figura 57: Statistiche sulle imprese che hanno promosso campagne di equity crowdfunding sulle piattaforme autorizzate da CONSOB fino al 30 giugno 2023

	Valore medio	Valore mediano	Valore minimo	Valore massimo
Patrimonio netto pre-offerta (€)	223.888	68.107	-11.819.616	8.326.915
Età (anni)	5,2	5	0	61
Fatturato, ultimo bilancio prima della campagna (€)	355.911	43.850	0	37.679.850
Utile netto, ultimo bilancio prima della campagna (€)	-86.382	-8.872	-12.600.153	451.758
Numero di soci pre-offerta	7,2	4	1	117
Valutazione pre-money implicita (€)	3.805.414	2.000.000	9.900	119.499.984

Fonte: 5° Quaderno di ricerca, *La finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2022 | Politecnico di Milano

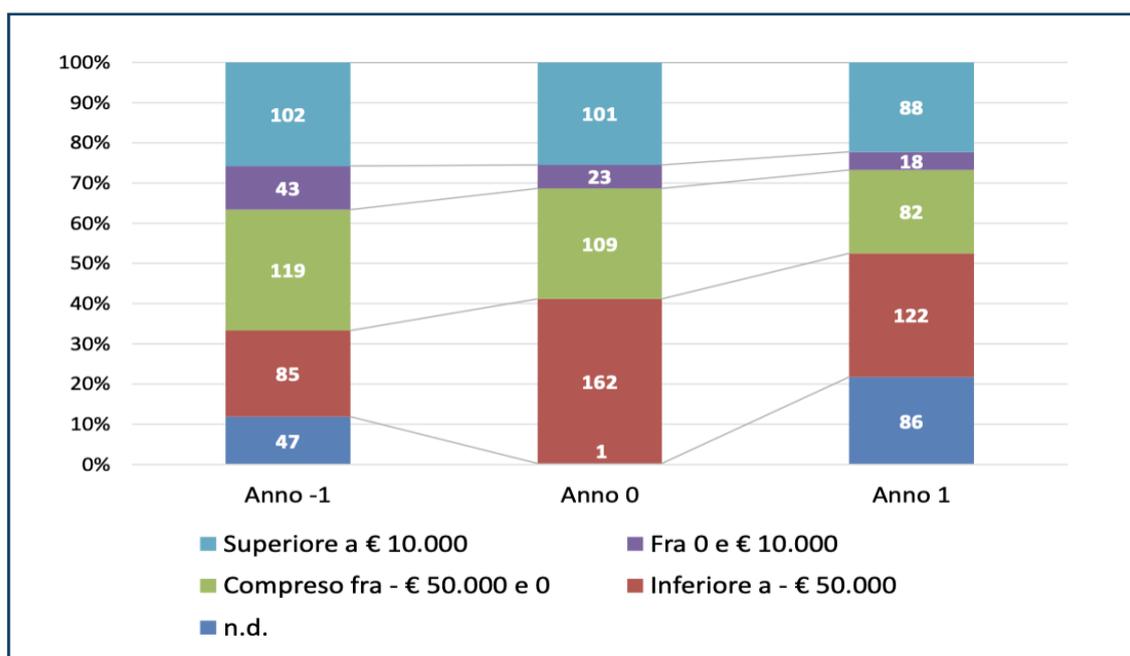
La Figura 57 ci aiuta a capire le caratteristiche della platea di imprese che ricorrono all'*equity crowdfunding*, la maggior parte delle aziende che ha utilizzato questo strumento era appena nata; ciò è dimostrato dai dati finanziari poiché alcune di queste imprese, essendosi costituite da poco e non avendo mai depositato un bilancio, non avevano fatturato o ottenuto utili al momento della campagna. Infatti, il valore mediano del fatturato è molto basso (€ 43.850) come l'età delle imprese che promuovono campagne (in mediana 5 anni).

Inoltre si evince che le aziende con utile di bilancio positivo sono poche (il 35% di quelle con un bilancio disponibile alle spalle), dato che nella fase iniziale soprattutto le imprese che operano in settori in forte crescita non generano utili poiché investono molto.

I dati, quindi, dimostrano che il *crowdfunding* si adatta a colmare esigenze di *start-up financing*.

Un'indagine¹⁴⁹ compiuta su un campione¹⁵⁰ di imprese industriali che si sono rivolte all'*equity crowdfunding* può essere utile per capire l'evoluzione delle imprese che si sono finanziate tramite le suddette piattaforme nella fase precedente e successiva alla raccolta. La Figura 58 mostra il margine operativo lordo (EBITDA) del campione, analizzandola è evidente un peggioramento dell'indice nell'anno successivo alla campagna, dovuto alle ingenti spese per gli investimenti avviati con l'obiettivo di finanziare la crescita e dare il via al progetto promesso.

Figura 58: Evoluzione dell'EBITDA di un campione di 396 imprese industriali che hanno raccolto attraverso l'*equity crowdfunding* dal 2014 al 2020 (l'anno 0 è quello della campagna)



Fonte: 8° Report italiano sul CrowdInvesting, Luglio 2023 | Politecnico di Milano

¹⁴⁹ 8° Report italiano sul CrowdInvesting, Luglio 2023 | Politecnico di Milano.

¹⁵⁰ Campione composto da 396 imprese industriali che hanno raccolto attraverso *equity crowdfunding* dal 2014 al 2020.

Questi dati d'altro canto mostrano, che soprattutto per società di nuova creazione come le *startup* e le PMI, è difficile avviare un *business* vincente da zero e quindi è importante per gli investitori selezionare con cura i destinatari, ma anche offrire il proprio contributo alle *NEWCO*¹⁵¹ nella fase di sviluppo in modo da dare la spinta necessaria per raggiungere l'autonomia. È chiaro quindi, che una cosa è raccogliere efficacemente gli apporti finanziari e un'altra è realizzare gli investimenti e gli obiettivi e remunerare il mercato.

Un'analisi condotta dall'Osservatorio *Crowdinvesting* del Politecnico di Milano¹⁵² su un campione di emittenti che hanno presentato obiettivi quantitativi, ha accertato che ad un anno dalla campagna solo 21 emittenti su 390 (il 5,4% del campione), sono riuscite a battere le proprie previsioni sul volume d'affari. Considerando il *target* del secondo anno su 279 emittenti troviamo 11 imprese che raggiungono o superano l'obiettivo (il 3,9% del campione), con 2 di esse sopra la soglia +300%. Al terzo anno le imprese che superano le previsioni sono 6, la percentuale sui dati disponibili scende al 2,5%. Questi risultati evidenziano il rischio intrinseco di questo tipo di strumento in quanto le campagne proposte spesso non hanno successo.

Una ricerca su un campione¹⁵³ di investitori ci aiuta a circoscrivere la platea di coloro che utilizzano lo strumento, offrendo il proprio capitale e la taglia delle sottoscrizioni: il 93% delle ultime fino a fine 2022 è stata effettuata da persone fisiche, il restante da persone giuridiche.

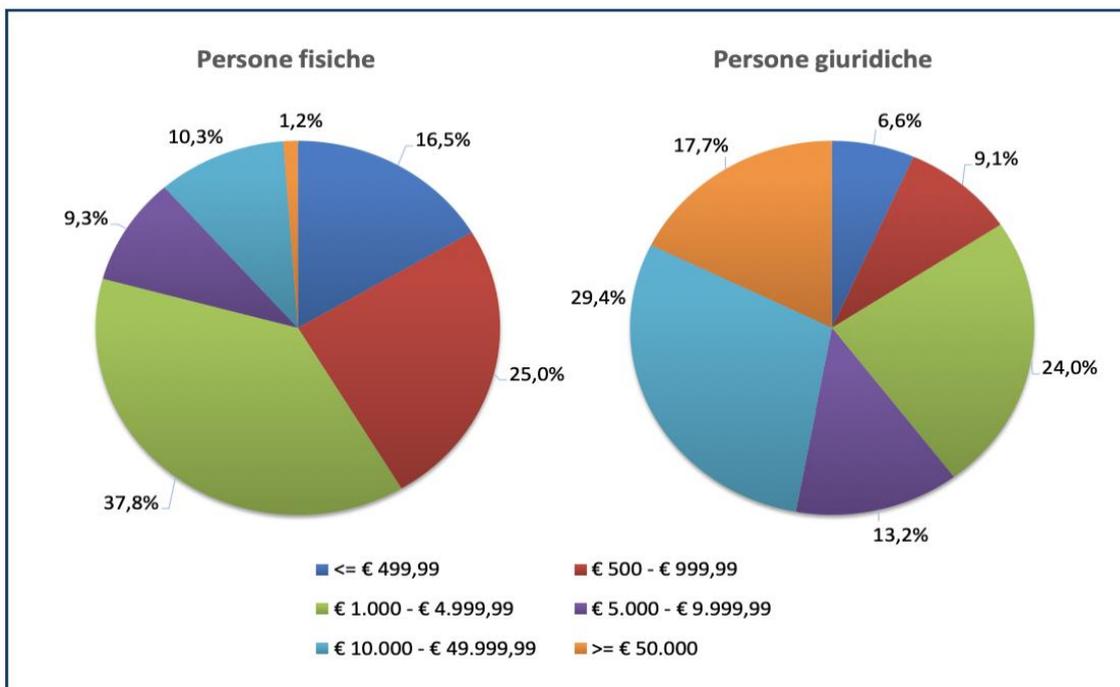
I dati raccolti ci dicono molto sul bacino di utenza di questi strumenti, che si legano di più ad un mercato *retail* e che competono con strumenti come i titoli di stato, che sicuramente sono più affidabili, ma offrono rendimenti minori.

¹⁵¹ Società di nuova costituzione.

¹⁵² 8° Report italiano sul *CrowdInvesting*, Luglio 2023 | Politecnico di Milano.

¹⁵³ Il campione è costituito da persone fisiche e giuridiche che hanno investito in 774 campagne chiuse con esito positivo fino agli ultimi mesi del 2022, ed è composto da 58.743 sottoscrizioni così suddivise: 54.711 da investitori persone fisiche e 4.032 effettuate da persone giuridiche.

Figura 59: Distribuzione delle sottoscrizioni per singolo importo divise per investitori¹⁵⁴



Fonte: 8° Report italiano sul Crowdfunding, Luglio 2023 | Politecnico di Milano

La Figura 59 evidenzia la distribuzione degli investimenti rispetto al campione sopra citato, la fetta maggiore di investimento delle persone fisiche è di importo compreso tra € 1000 – 4999,99, soglia rappresentativa dei vincoli legati alla profilatura dell’investitore *retail*. Le sottoscrizioni di maggiore dimensione, ovvero uguali o superiori a € 10.000 (l’11,5% del campione), si ritagliano uno spazio non indifferente e sono rappresentate principalmente dai *business angels*, persone fisiche che utilizzano il *crowdfunding* come uno strumento per lo *scouting* e l’*origination* dei propri investimenti nelle imprese in crescita. Invece per quanto riguarda le persone giuridiche, la maggioranza (29,4%) comprende importi fra € 10.000 e € 49.999,99, testimonianza del maggior potere economico di questi operatori.

L’*equity crowdfunding* è il segmento che più racchiude l’elemento unico di questo strumento, ovvero la partecipazione alla costruzione della strategia dell’impresa dell’investitore esperto, in quanto l’ultimo, divenendo proprietario delle quote, si sente

¹⁵⁴ Copertura campione: 774 campagne di *equity crowdfunding* chiuse con successo.

parte del progetto e in dovere di offrire il proprio contributo anche per aumentare la propria redditività. D'altro canto, però, l'*equity crowdfunding* ha caratteristiche molto diverse dal credito bancario, poiché ci si finanzia con capitale e non con debito.

Le piattaforme di *lending crowdfunding* invece offrono, alla platea di *internet*, la possibilità di finanziare un progetto proposto da una persona fisica o da un'impresa, con la promessa di una remunerazione, data dal rimborso delle cedole periodiche. Dal punto di vista contrattuale, il rapporto fra il prestatore e il soggetto finanziato è disciplinato dall'articolo 1813 del Codice Civile, come un contratto di mutuo, per mezzo del quale una parte mette a disposizione dell'altra somme di denaro con la promessa, da parte di quest'ultima, di eseguirne il rimborso entro un certo periodo di tempo. Tecnicamente il portale offre un contratto di servizi di pagamento a distanza, che sottoscrive con entrambi i partecipanti all'operazione di finanziamento. Un forte *boost* a questo strumento è stato dato dalla Legge di Bilancio 2018 (Legge 205/2017), che ha introdotto un'agevolazione per i prestatori assoggettando, alla ritenuta a titolo definitivo con aliquota 26%, i proventi da investimento nel *social lending*, ottenuti da persone fisiche, come già accadeva per altri proventi finanziari quali dividendi e cedole di obbligazioni¹⁵⁵.

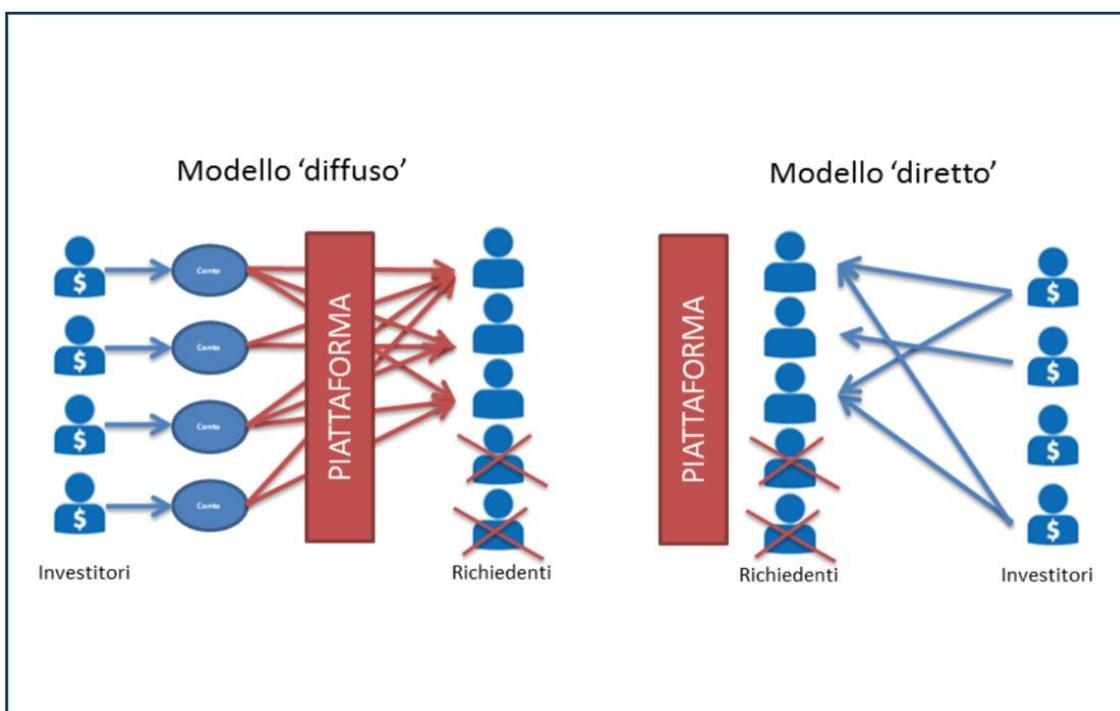
Ci sono due modelli di *lending crowdfunding*: il modello diffuso e il modello diretto. Nel primo la piattaforma ha il compito di selezionare le richieste di credito pervenute e di decidere l'allocazione del capitale investito; i prestatori mettono a disposizione della piattaforma una certa somma di denaro, fornendo alcune indicazioni rispetto all'importo prestabilito, al tasso di interesse atteso ed al *risk appetite*¹⁵⁶. In seguito la piattaforma alloca automaticamente il denaro fra i progetti ritenuti ammissibili, secondo i criteri indicati dai prestatori. La selezione viene effettuata sulla base di criteri *standard* per valutare il rischio e l'esposizione creditizia del richiedente, consultando banche dati, messe a disposizione da *provider* esterni. I rimborsi del capitale, nonché gli interessi

¹⁵⁵ In precedenza, tali proventi concorrevano alla determinazione del reddito imponibile da dichiarare e subivano una tassazione ai fini IRPEF secondo l'aliquota marginale del contribuente in funzione degli scaglioni di reddito.

¹⁵⁶ Profilo rischio-rendimento ritenuto soddisfacente.

pagati ogni mese, vengono automaticamente reinvestiti, a meno che il prestatore non dia disposizioni diverse. Il vantaggio di questo modello, per il richiedente, consiste nella certezza di avere in poco tempo la disponibilità dei fondi, una volta che la pratica è stata accettata, poiché il denaro è già stato depositato. I richiedenti ricevono una proposta dalla piattaforma rispetto al tasso di interesse previsto¹⁵⁷, che comprende la remunerazione netta per il prestatore, più un margine per la piattaforma e un secondo eventuale margine che va a finanziare un fondo di sicurezza a tutela dei crediti non rimborsati, laddove previsto.

Figura 60: I modelli del lending crowdfunding



Fonte: 8° Report italiano sul CrowdInvesting, Luglio 2023 | Politecnico di Milano

Il modello diretto invece consente all'investitore connesso via *web* di visualizzare in modo trasparente l'identità del richiedente e di scegliere a chi effettivamente prestare denaro, valutando il rapporto fra rischio e tasso di interesse promesso. In questo caso, a differenza del modello precedente, il processo comincia dai richiedenti, che sono

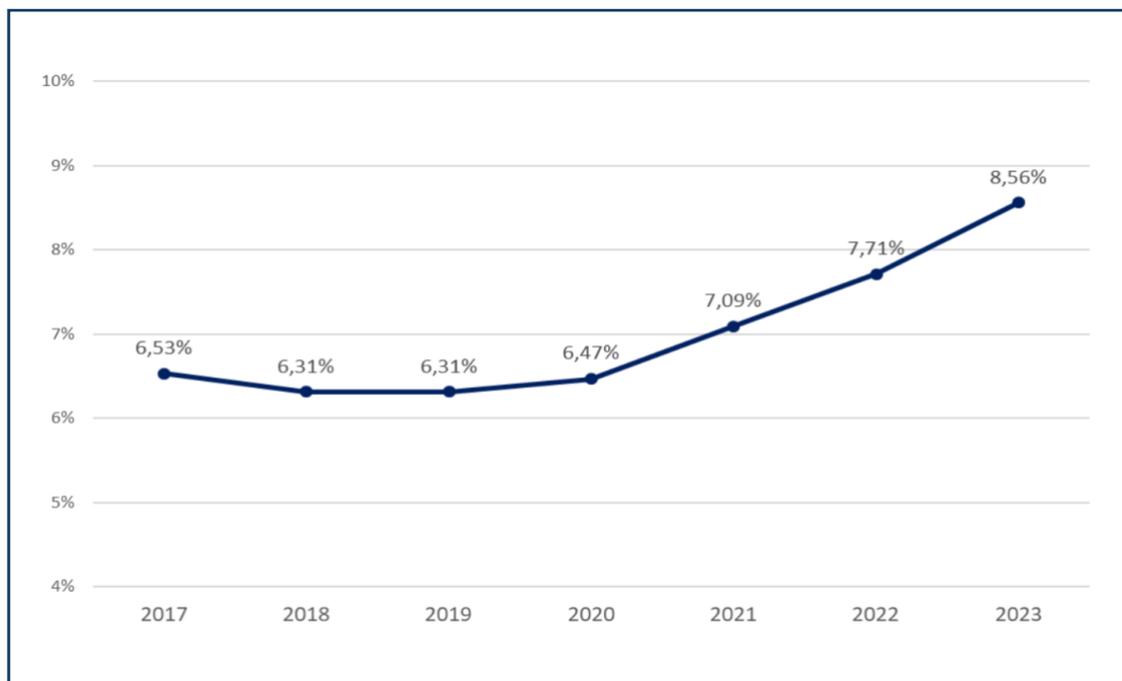
¹⁵⁷ Il TAN, tasso annuo nominale, e opportunamente il TAEG, tasso annuo effettivo globale.

soggetti alla valutazione di rischio della piattaforma con criteri analoghi a quelli sopra esposti; sono poi gli investitori a scegliere se e quanto investire nelle diverse campagne di raccolta. Si tratta di un modello più vicino al paradigma del *crowdfunding*, ma che espone ovviamente ad un rischio di insolvenza elevato, poiché l'effetto di diversificazione del portafoglio non è automatico e risulta *time-consuming* per il prestatore. Il ruolo della piattaforma consiste solo nella preselezione dei progetti che verranno pubblicati e resi accessibili agli investitori. Questo tipo di organizzazione della raccolta enfatizza la componente di coinvolgimento dell'investitore che sceglie il progetto da finanziare e mette la sua competenza a disposizione dell'impresa.

Alcune piattaforme di *business lending* utilizzano *blockchain* pubbliche e *token* digitali per rendere gli investimenti sicuri e sempre disponibili. La finanza attraverso la rete *Internet* diventa così accessibile a tutti e consente di aprire gli orizzonti e aumentare la domanda. Nel 60% dei casi il rimborso del prestito è di tipo *bullet*, ovvero in unica soluzione alla scadenza, mentre nel 40% è di tipo *amortizing*, con rimborsi periodici e programmati che comprendono sia gli interessi che la quota del capitale.

La Figura 61 ci mostra l'andamento annuale del tasso di interesse offerto dalle campagne di *lending crowdfunding*, prendendo in esame il segmento di *business lending* non immobiliare. Negli ultimi tre anni vi è stato un incremento dei tassi di interesse, dovuto ai cambiamenti avvenuti a livello macroeconomico, con un aumento di più di mezzo punto percentuale ogni anno, che ha reso questo tipo di opzione di accesso al credito, più costosa rispetto al passato per le imprese. Infatti, dal 2017 ad oggi i tassi di interesse offerti si sono alzati di più di 200 punti base, raggiungendo il valore medio di 8,56% nel primo semestre del 2023.

Figura 61: Andamento del tasso di interesse medio offerto dalle campagne di lending crowdfunding nel segmento business non immobiliare



Fonte: 8° Report italiano sul CrowdInvesting, Luglio 2023 | Politecnico di Milano

Ciò che si evince da questa valutazione è che il costo del finanziamento tramite *lending crowdfunding* è maggiore rispetto a quello del credito bancario che, a dicembre 2019 era di 1,47% (Figura 6) per i prestiti alle società non finanziarie, quasi 5 punti percentuali in meno. La differenza è stata che l'aumento dei tassi ha contraddistinto in maniera più che proporzionale il credito bancario, il quale è passato dagli 1,18% del 2020 al 5,69% del 2023¹⁵⁸. Lo scarto si è ridotto fortemente rendendo lo strumento molto più appetibile dato che non sono necessarie garanzie per accedervi come richiesto generalmente dalle banche.

Nonostante ciò, il forte aumento dei tassi non ha ridotto la quantità di credito erogato tramite il segmento *lending*, che invece ha avuto una crescita più che proporzionale negli ultimi due anni rispetto a quello *equity*. Il *crowdfunding* rappresenta dunque un'alternativa rispetto al credito bancario per il finanziamento delle PMI, poiché, in caso

¹⁵⁸ Monthly Outlook Gennaio 2024 | Associazione Bancaria Italiana.

di aumento del costo del capitale e del rischio delle imprese, non è sottoposto a contrazioni forti dell'offerta di finanziamenti come il canale tradizionale.

2.3.3 Riflessioni

I numeri mostrati nelle pagine precedenti ci portano ad affermare che il *crowdfunding* è legato all'investimento *retail*, poiché utilizzato soprattutto da persone fisiche è uno strumento di raccolta di capitale adeguato alle esigenze di un'impresa di taglia piccola. La curva in crescita esponenziale degli ultimi anni è destinata a trasformarsi in un'iperbole: l'aumento dei tassi di interesse, rendendo più competitivi investimenti tradizionali, come i titoli di Stato legati soprattutto al mercato *retail*, fa sì che la crescita ci sia, ma sempre in misura minore. Uno degli aspetti, che si trae dall'analisi è l'incapacità per molte emittenti di crescere in linea con il *business plan*. Risulta molto difficile per un'impresa appena nata, fare il grande salto. Una soluzione che dovrebbe essere implementata, qualora negli anni successivi alla campagna di raccolta non si abbiano i risultati promessi, potrebbe essere trovare imprese disposte a nuove acquisizioni per sfruttare le sinergie. L'*equity crowdfunding* si differenzia rispetto al segmento *lending* per una forte impronta legata al *know-how* che l'investitore porta, mettendo a disposizione dell'impresa neo-nata le sue competenze, fattore non presente negli investimenti in debito, dove solitamente si richiede un rendimento fisso, senza seguire il percorso delle imprese in portafoglio.

Il costo della raccolta tramite *crowdfunding* non solo è maggiore dei tassi applicati dalle banche per i finanziamenti tradizionali, ma è anche più elevato rispetto a quello dei *minibond*, poiché non c'è nessuna garanzia sulla reale realizzazione del progetto promosso.

Infine, si è dimostrato che il *crowdfunding* si qualifica come strumento di risposta agli *shock* per le imprese, proprio perché spinge su un mercato *retail*, che in caso di crisi, cerca strumenti alternativi per investire, avendo poca fiducia nel sistema bancario che potrebbe incorrere in crisi di liquidità in caso di corse agli sportelli. Soprattutto in periodi

in cui c'è poca domanda e molto bisogno di apporti economici, le imprese, attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, hanno un mezzo rapido e *smart*, che consente alle PMI di avere una velocità di raccolta e visibilità nel mercato, tramite un unico *business plan*, non ottenibile attraverso richieste di finanziamento sottoposte alle singole banche.

2.4 Invoice trading

2.4.1 Definizione e contesto normativo

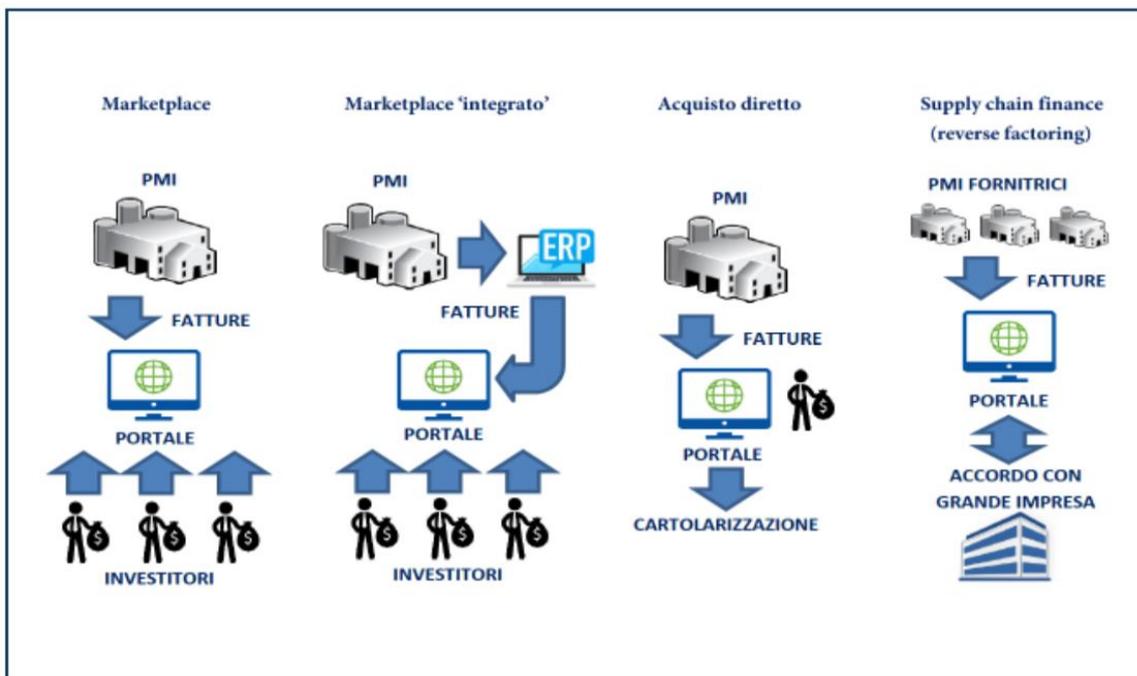
L'economia italiana ha vissuto e vive periodi di incertezza a causa degli *shock* esogeni che si sono susseguiti negli ultimi anni. Questa condizione ha portato ad un peggioramento delle prospettive per il sistema imprenditoriale, con un conseguente aumento del numero di società ad elevato rischio di credito o in situazione di vulnerabilità finanziaria. I dati non mentono, si contano sempre situazioni problematiche di incasso dei crediti, con un prolungamento generale dei tempi di pagamento delle fatture in Italia. Nonostante si sia manifestato in misura sempre minore negli ultimi anni, attualmente il ritardo medio si attesta intorno ai 7 giorni¹⁵⁹ rispetto a quanto pattuito.

L'*invoice trading* è lo strumento di raccolta giusto per risolvere questo problema, tramite la cessione immediata di fatture su una piattaforma *online*. La cessione del credito, come disciplinato dall'articolo 1260 del Codice Civile, può essere effettuata: *pro-soluto* e *pro-solvendo*. Nel primo caso il cedente garantisce solo l'esistenza e la validità del credito e non la solvibilità del debitore. Il rischio di insolvenza, quindi, viene trasferito insieme al credito e il cessionario non può esercitare alcuna azione di regresso verso il cedente. Nella cessione *pro-solvendo* invece il cedente risponde dell'eventuale insolvenza del debitore, per cui potrebbe subire una azione di regresso da parte del cessionario.

Le piattaforme di *invoice trading* offrono questo servizio utilizzando diversi modelli.

¹⁵⁹ Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved.

Figura 62: I modelli delle piattaforme di invoice trading



Fonte: 6° Quaderno di ricerca, *La finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2023 | Politecnico di Milano

In tutte le configurazioni il processo inizia con la valutazione della documentazione della società, il portale poi seleziona le proposte da accettare, sulla base di una serie di parametri relativi alla fattura presentata¹⁶⁰, al merito di credito del cliente e all'impresa stessa. Il processo di *rating* viene effettuato con il supporto di *provider* specializzati e consultando *database* commerciali; qualora l'istruttoria venga superata, si configurano diversi modelli per perfezionare l'operazione. Alcuni operatori agiscono come veri e propri *marketplace*, mettendo in contatto imprese e investitori, singolarmente, oppure organizzando un'asta competitiva. Una variante di questo modello, che facilita il processo per le imprese, perché con un semplice *click* possono candidare le loro fatture alla cessione, è il *marketplace* integrato. Esso prevede che il canale cessione delle fatture sia integrato nei sistemi gestionali *ERP*¹⁶¹, che normalmente l'impresa utilizza per gestire il

¹⁶⁰ Generalmente le piattaforme non accettano quelle inviate alla Pubblica Amministrazione.

¹⁶¹ L'*enterprise risk resource planning* (ERP) è un *software* che le organizzazioni utilizzano per gestire le attività quotidiane di *business*, come ad esempio contabilità, *procurement*, *project management*, gestione del rischio e *compliance* e *operations* della *supply chain*. I sistemi ERP mettono in relazione tra loro un

ciclo attivo e passivo. Può essere inoltre previsto il modello dell'acquisto diretto, attraverso portali che agiscono come società di *factoring*, concludendo accordi con investitori istituzionali e implementando *in house* operazioni di cartolarizzazione dei crediti, che verranno sottoscritte dagli investitori. Infine, alcune piattaforme propongono un servizio di *reverse factoring*, in cui il ruolo chiave è svolto da una grande azienda, che offre ai suoi fornitori l'opportunità di cedere la fattura agli investitori accreditati nella piattaforma di *procurement* per evitare un blocco nella *supply chain (reverse digital)*.

In ogni caso la remunerazione dell'investitore dipenderà dalla differenza fra il prezzo di acquisizione del credito e il corrispettivo della fattura. L'acquirente della fattura dovrà anticipare all'impresa una percentuale significativa del corrispettivo, tipicamente l'85% o il 90%. Il rischio dell'operazione viene generalmente sopportato dall'investitore *pro-soluto*, il quale dovrà attivarsi in proprio, in caso di mancato pagamento della fattura.

Il servizio si adatta alle imprese in difficoltà, tramite questo strumento esse riescono ad acquisire liquidità in tempi rapidi e senza apporre garanzie. Evitano così di fare ricorso al circuito bancario, senza alcun obbligo di cessione continuativa e ottengono un accorciamento del ciclo monetario e una riduzione del fabbisogno finanziario. Il tasso di interesse però non è così competitivo poiché il servizio è veloce, a volte anche immediato e rischioso, essendo fornito senza particolari coperture. Infatti la registrazione in piattaforma dura circa 10 minuti in media, il rapporto si apre in massimo cinque giorni lavorativi, a differenza del circuito bancario che vanta tempi fino a un mese. Per l'istruttoria non bisogna presentare documentazione finanziaria ma solo inserire la P.IVA sul portale, perché la valutazione avviene attraverso l'elaborazione di numerose informazioni reperite *online* e non ci sono limiti di utilizzo del servizio.

insieme di processi di *business* e ne consentono lo scambio di dati. Grazie alla raccolta di dati transazionali condivisi, provenienti da diverse fonti dell'organizzazione, i sistemi *ERP* eliminano la duplicazione dei dati e ne garantiscono l'integrità tramite un'unica fonte di informazioni.

Il *factoring* invece è un servizio di anticipo su fatture, svolto con modalità diverse rispetto a quelle sopra indicate, da istituzioni finanziarie specializzate. Esso si qualifica come uno strumento attraverso il quale un'azienda può cedere un flusso almeno annuale di crediti ad una società di *factoring*, oppure ad una banca che trattiene un interesse ed addebita una commissione di gestione. È un servizio più completo poiché il *factor*, oltre alla classica cessione del credito *pro-solvendo* o *pro-soluto*, è ingaggiato anche per l'attività di gestione e incasso.

Le differenze tra *l'invoice trading* e il *factoring* sono la velocità di erogazione e la possibilità per le imprese di selezionare i crediti da cedere; infatti, con il *factoring* le banche effettuano una lunga istruttoria per la valutazione del profilo dell'impresa cedente, dei bilanci e delle garanzie e richiedono, nella maggior parte dei casi, una cessione *pro-solvendo* e fidejussioni dei soci. Inoltre richiedono la cessione di interi pacchetti e impongono spesso un costo per un ritardo nel pagamento del fornitore.

Le piccole e medie imprese sono incentivate a virare su forme più agili e adatte alle loro esigenze, seppur più costose in termini di interessi, poiché scontano un basso potere contrattuale.

Considerato ciò si evince che il *factoring* è uno strumento che si adatta piuttosto alla gestione aziendale di una grande impresa, che ha bisogno di anticipare i tempi di incasso e ottimizzare la gestione del circolante nell'esercizio avendo a disposizione grandi pacchetti di crediti da poter cedere, per aiutarsi a colmare le esigenze di liquidità. Oppure ha necessità di tutelarsi nei confronti di fornitori a rischio di insolvenza, pagando per un servizio di copertura dei crediti che nonostante l'utilità non è una scelta sostenibile, a causa delle risorse limitate delle PMI.

2.4.2 Analisi quantitativa

Veniamo ora a definire, se la cospicua evoluzione dello strumento dell'*invoice trading* sia legata alla crescita del *factoring*, oppure all'utilizzo maggiore di strumenti finanziari alternativi, attraverso un confronto dei dati di sviluppo di *invoice trading* e *factoring* nel triennio 2020-2022.

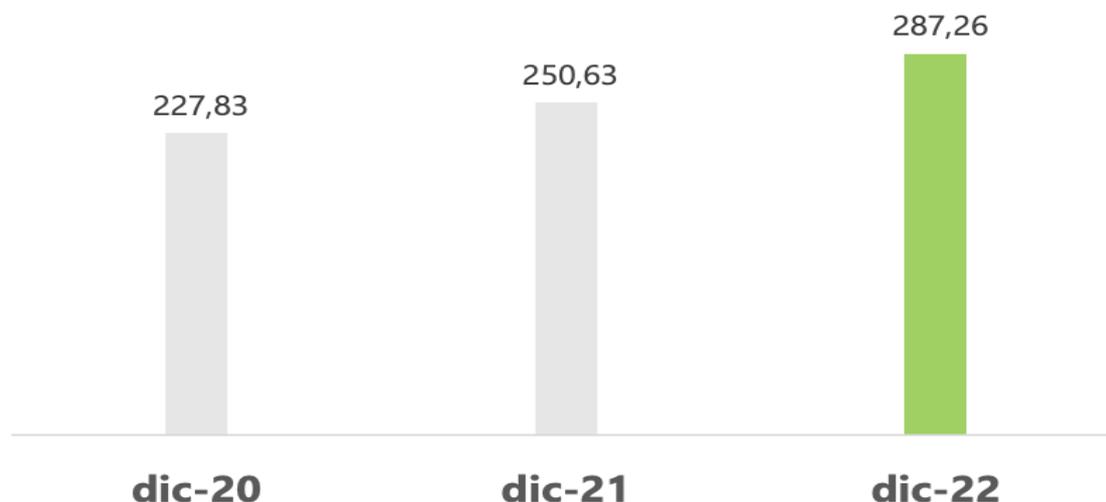
Tabella 16: Evoluzione dell'invoice trading dal 2020 al 2022 (dati in milioni)

TOTALE	FY-2020	FY-2021	FY-2022	CAGR
Valore fatture acquistate (€ mln)	288,11	444,33	571,72	+40,9%
Numero fatture acquistate	5.332	7.475	11.416	+46,3%

Fonte: Position paper invoice trading in Italia: analisi, opportunità e proposte, 28 Febbraio 2023 | ItaliaFintech

Il valore delle fatture cedute con l'invoice trading è lievitato ad un tasso di crescita medio annuo del 40%, arrivando ad un valore che, nel 2022, si attestava a quasi più del doppio rispetto a due anni prima. Il numero di fatture cedute invece è cresciuto ad un tasso medio annuo del 46% circa, rendimento che spiega come la forte crescita dello strumento abbia contraddistinto soprattutto le imprese di piccola dimensione, in quanto, essendo aumentati più che proporzionalmente il numero di fatture rispetto al valore delle stesse, saranno stati ceduti sempre più crediti di minore dimensione.

Figura 63: Evoluzione del factoring dal 2020 al 2022 (dati in miliardi)



Fonte: Il factoring in cifre, Dicembre 2022 | Assifact – Associazione Italiana per il factoring

Per quanto riguarda il factoring i valori di raccolta sono molto più elevati, poiché la taglia delle fatture cedute è maggiore, a causa della dimensione delle imprese che lo utilizzano

e anche perché vengono ceduti grossi pacchetti e non singole fatture. Inoltre, essendo una forma molto più diffusa e già radicata nel mercato, il tasso di crescita annuo è molto più basso, si aggira intorno al 15% tra il 2021 e il 2022 e si abbassa al 10% nell'anno della pandemia.

Dunque, si può dedurre che, in vista delle numerose crisi degli ultimi anni, lo strumento dello sconto su fatture è diventato centrale per una efficiente gestione della liquidità e del circolante.

La possibilità di poter usufruire di un servizio veloce, *smart* e che esime dal costruire un rapporto continuativo con il cessionario e offre la possibilità di collegare attraverso la tecnologia *internet of things*¹⁶² il proprio sistema *supply chain*¹⁶³ al portale, ha consentito la forte ascesa dell'*invoice trading*, grazie al maggiore utilizzo dello strumento da parte delle piccole e medie imprese, per la gestione delle esigenze di liquidità.

2.4.3 Riflessioni

L'*invoice trading* si qualifica quindi come strumento fondamentale per rispondere alle crisi; le imprese, in un contesto in cui sono percepite come soggetti rischiosi dalle banche, ed in cui i tempi di incasso dei crediti sono lunghi, possono utilizzare il proprio capitale circolante per far fronte alle esigenze di liquidità e finanziarsi.

L'*invoice trading* permette alle PMI di diminuire la propria dipendenza dal sistema bancario e consente di colmare esigenze di liquidità di breve termine in modo rapido, cosa che la lunga fase di istruttoria bancaria non concede.

Inoltre l'*invoice trading* permette di finanziarsi, senza avere un rapporto duraturo con l'istituto creditizio e senza un castelletto di sconto, che limita ad un massimo il debito

¹⁶² L'*Internet of Things* (IoT) si riferisce a una rete di dispositivi fisici, veicoli, apparecchi e altri oggetti fisici incorporati con sensori, *software* e connettività di rete che consentono di raccogliere e condividere dati. Le tecnologie dell'Industria 4.0 trasformano le imprese in *Smart Factory*, dove i macchinari di produzione sono dotati di sensori che assegnano un indirizzo IP che consente di connettersi con altri dispositivi abilitati per il *web*, i dispositivi IoT vengono utilizzati per monitorare una vasta gamma di parametri quali temperatura, umidità, qualità dell'aria, consumo energetico e prestazioni delle macchine. Questi dati possono essere analizzati in tempo reale per identificare modelli, tendenze e anomalie in grado di aiutare le aziende a ottimizzare le operazioni e migliorare i profitti.

¹⁶³ La catena di approvvigionamento di un'impresa che se interconnessa con un sistema che gestisce i pagamenti e i crediti può portare ad un miglioramento dell'efficienza nella gestione del ciclo.

ottenibile tramite anticipo su fatture. Il costo di provvista è maggiore rispetto a quello praticato dal circuito tradizionale, il vantaggio non trascurabile sta, sia nella possibilità di poter accedere alla liquidità per finanziare il capitale circolante senza garanzie o *collateral*, sia nella rapidità di risposta all'esigenza che, grazie alla tecnologia, può essere anche immediata.

Dal punto di vista degli intermediari finanziari, infine, il credito commerciale sottostante il rapporto di sconto su fatture, accresce le aspettative di recupero dei fondi anticipati in caso di *default* del cedente, rispetto alle altre forme di finanziamento.

2.5 Direct lending

2.5.1 Definizione e contesto normativo

Il *direct lending* o *private debt* è l'attività di erogazione diretta di finanziamenti da parte di soggetti non bancari, come fondi di investimento alternativi specializzati e investitori professionali, che forniscono prestiti, principalmente a medio-lungo termine, a PMI e grandi imprese.

Il *direct lending* ha mosso i primi passi in Italia con il Decreto-legge 91/2014, convertito nella Legge 116/2014, che ha mostrato una prima apertura nei confronti dei fondi comuni di investimento, modificando la definizione di organismi di investimento collettivo (OICR) contenuta nell'art. 1 del TUF¹⁶⁴, includendo tra gli investimenti in crediti "quelli a valere sul patrimonio". Queste norme però non chiarivano perfettamente i limiti di applicazione e i soggetti destinatari; quindi, ha fatto seguito il Decreto Legge 18/2016¹⁶⁵ precisando che i crediti a valere sul patrimonio dovranno essere erogati solo a favore di soggetti diversi dai consumatori. Il provvedimento della Banca d'Italia del 23 dicembre 2016 (in vigore dal 5 gennaio 2017) inoltre ha integrato il Regolamento sulla

¹⁶⁴ Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

¹⁶⁵ Ha introdotto modifiche al TUF tramite gli articoli 46-bis, 46-ter e 46-quater, con riferimento alla disciplina degli OICR. L'articolo 46-bis disciplina l'attività di investimento in crediti da parte dei FIA italiani sotto forma di erogazione diretta di finanziamenti, mentre l'articolo 46-ter disciplina l'attività di investimento in crediti da parte dei FIA europei, sotto forma sia di erogazione diretta di finanziamenti che di acquisto crediti. Secondo l'articolo 46-quater, infine, i FIA italiani ed esteri sono soggetti alle disposizioni in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con la clientela e alla relativa disciplina sanzionatoria, secondo quanto indicato nel TUB.

gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015, dando attuazione all'articolo 46-ter del D.L. 18/2016¹⁶⁶, specificando condizioni e obblighi per l'operatività sul mercato italiano dei fondi di investimento europei, con l'obiettivo di dare una spinta al mercato e aumentare la disponibilità di fonti di provvista. Per poter svolgere attività di *direct lending* in Italia i FIA europei devono dare comunicazione preventiva alla Banca d'Italia, documentando il possesso dei requisiti necessari e illustrando lo schema di funzionamento del fondo. La Banca d'Italia a sua volta, vagliata la documentazione ricevuta, ha 60 giorni per esprimersi negativamente in merito, secondo la regola del silenzio-assenso e sulla scorta di tre criteri:

- il fondo deve essere autorizzato a svolgere attività di *direct lending* nel proprio Paese di origine;
- il fondo deve avere forma chiusa¹⁶⁷ ed uno schema di funzionamento analogo a quello dei FIA italiani che investono in crediti;
- le norme del Paese d'origine in materia di contenimento e di frazionamento del rischio devono essere equivalenti alle norme stabilite per i FIA italiani.

I prestiti possono essere erogati in via diretta anche tramite piattaforme *Fintech* che offrono, grazie all'utilizzo di infrastrutture digitali e di un grande flusso di dati, una risposta in tempi rapidi alle esigenze di finanziamento, rispetto ai canali tradizionali. Nella maggior parte dei casi l'impresa presenta direttamente la propria domanda sul sito *web* dell'operatore prescelto tramite una semplice procedura guidata, fornisce la

¹⁶⁶ Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio.

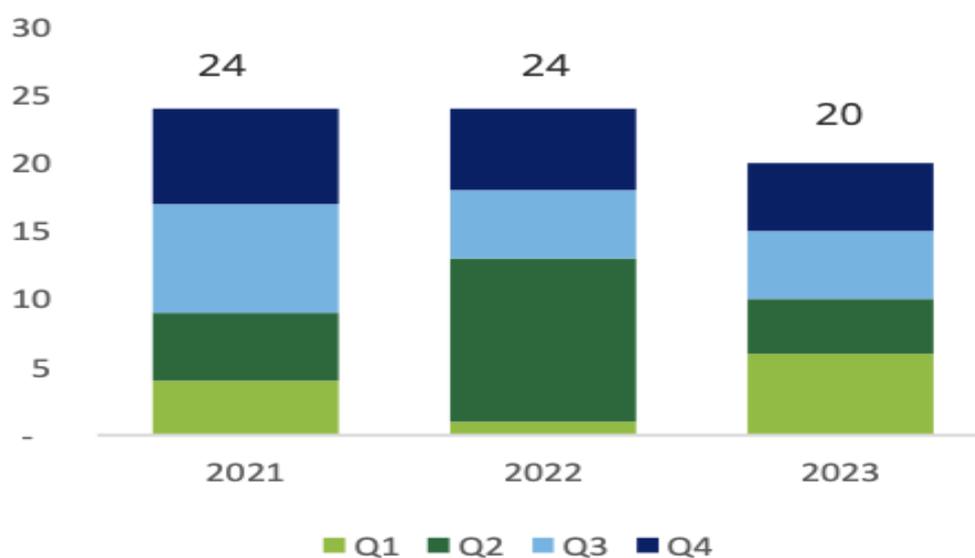
¹⁶⁷ I fondi chiusi di investimento hanno un numero fisso di quote di partecipazione e il rimborso dei partecipanti avviene solo per date predeterminate. Queste caratteristiche non impediscono lo scambio delle quote sul mercato; tuttavia, le oscillazioni del loro valore non intaccano il patrimonio del fondo stesso perché il riscatto è predeterminato. Carattere tipico dei fondi chiusi è quello di avere una scadenza di lungo periodo, in genere di 10-15 anni, e di avere un ammontare di ingresso generalmente superiore a quello degli altri fondi. Il capitale è investito quindi in titoli poco liquidi con scadenze lunghe, per i quali il rischio di oscillazione del valore è molto basso, come, d'altro canto, il rendimento rispetto ad un investimento speculativo nei mercati. I fondi aperti invece permettono all'investitore di sottoscrivere quote e di chiederne il rimborso in qualsiasi momento, il capitale quindi è facilmente monetizzabile poiché è investito soprattutto in titoli quotati. Il patrimonio del fondo è soggetto a continua variazione per la sottoscrizione o dismissione di quote da parte degli investitori e ovviamente in base al valore dei titoli in portafoglio.

documentazione richiesta (anche soltanto la partita IVA) e riceve l'esito delle verifiche su solidità economico-finanziaria e sostenibilità del prestito, come nel caso dell'*invoice trading*. In base alla tipologia di finanziamento, all'importo e alla durata, potrà essere richiesta documentazione specifica sull'utilizzo dei fondi e sulle prospettive di crescita dell'impresa.

2.5.2 Analisi quantitativa

Il report di Deloitte *Private Debt Deal Tracker Spring 2024*¹⁶⁸ ha censito in Europa 593 operazioni di *private debt* durante il 2023, un calo del 20% rispetto al 2022. Il trend annuale è negativo, però i dati dell'ultimo trimestre fanno ben sperare poiché illustrano una tendenza migliorativa: i volumi delle operazioni sono aumentati del 34% dal terzo al quarto trimestre, quindi, il 2024 potrebbe potenzialmente essere un anno molto più promettente, viste anche le previsioni su inflazione e tassi di interesse (paragrafo 1.2). In particolare, per l'Italia si contano 20 deals di *private debt* nel 2023, rispetto ai 24 del 2022 e del 2021, una diminuzione del 16% che risulta più bassa della media europea.

Figura 64: Numero di deals di private debt dal 2021 al 2023 per l'Italia

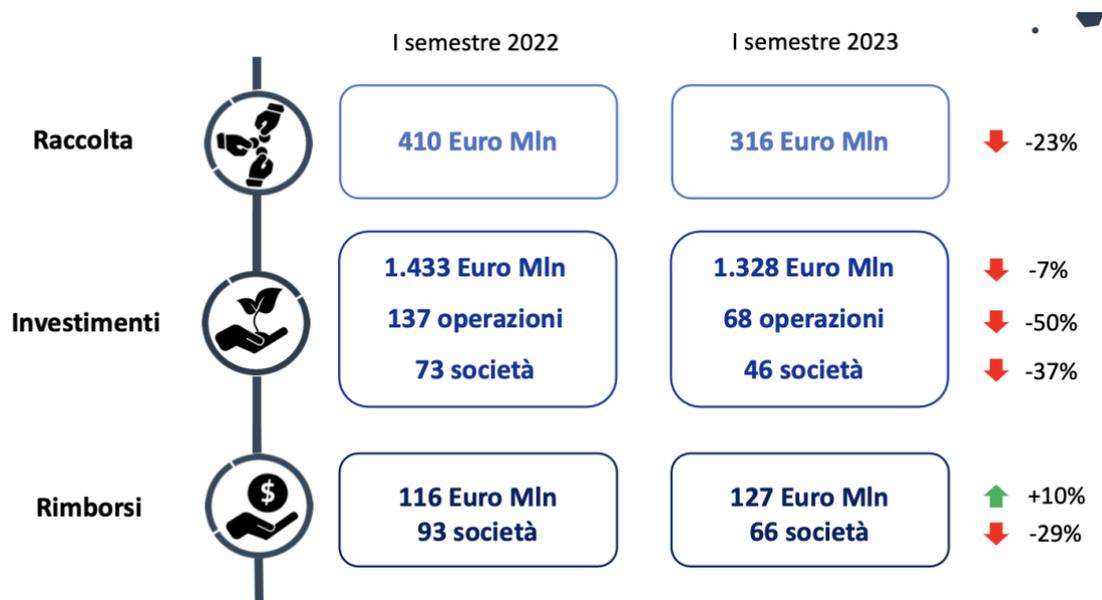


Fonte: *Private Debt Deal Tracker Spring 2024* | Deloitte

¹⁶⁸ Il campione analizzato è composto da 76 maggiori operatori di *private debt* presenti in Europa.

AIFI stima in € 3,2 miliardi l'importo investito nel 2022 dai fondi privati nel debito di 133 aziende (di cui € 1,4 miliardi nel primo semestre e € 1,8 miliardi nel secondo semestre), il 49% a favore di PMI. Nel primo semestre del 2023 invece il flusso è sceso a € 1,3 miliardi, a causa dell'aumento dei tassi dovuto agli effetti macroeconomici dei conflitti, al conseguente aumento del costo dell'energia e dell'inflazione che hanno aumentato i costi di raccolta.

Figura 65: Il mercato italiano del private debt confronto I semestre 2022 e 2023



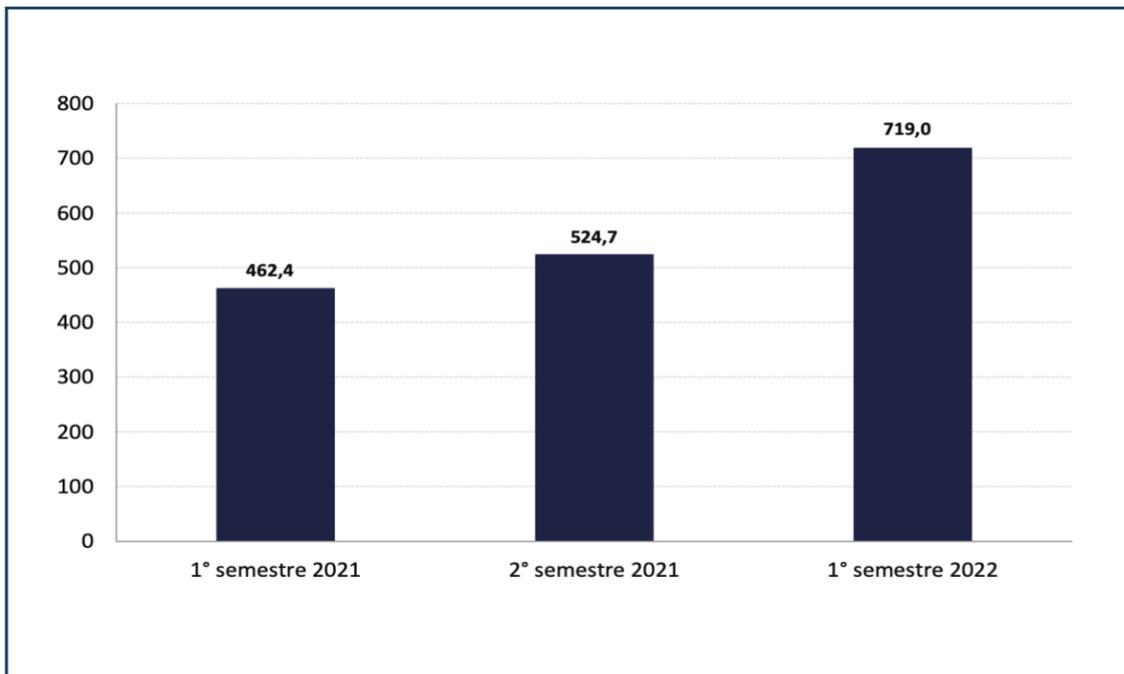
Fonte: Il mercato italiano del Private Debt, I semestre 2023 | AIFI

Il dato che fa riflettere è che, nonostante l'importo degli investimenti sia diminuito di circa il 7% nel primo semestre del 2023, il numero di operazioni si è di fatto dimezzato, ciò significa che la taglia è aumentata; quindi, oggetto del finanziamento sono state principalmente le grandi imprese, ritenute più sicure dagli investitori in uno scenario economico negativo.

Osservando il flusso di investimenti di *direct lending* solo nei confronti delle PMI, visibile in Figura 66, è evidente il forte rialzo di circa il 37%, avuto nel 2022. Nel paragrafo 2.1 è spiegato che ciò è dovuto all'aspettativa che nel breve termine l'offerta di credito si sarebbe ristretta (Figura 52), per l'aumento dei tassi di interesse e dell'inflazione, a causa

dell'instabilità geopolitica. Si è deciso, così, di indebitarsi a condizioni migliori per far fronte agli investimenti previsti nel successivo periodo, dato che i tassi stavano per aumentare.

Figura 66: Flusso investimenti di direct lending nelle PMI italiane dal I semestre 2021 al I semestre 2022 (dati in milioni)



Fonte: 5° Quaderno di ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2022 | Politecnico di Milano

La quota del settore che si ritagliano le PMI è circa il 50%, a testimonianza che il *private debt* è una forma di finanziamento che si adatta a tutte le categorie di imprese come l'*invoice trading* e non è uno strumento, come i *minibond* e il *crowdfunding*, non idoneo a soddisfare le esigenze di finanziamento delle grandi imprese.

Il mercato del *private debt* è in crescita, come si evince dai dati, ma può scontare qualche difetto causato da *shock* esogeni, i quali spiegano la contrazione dell'ultimo anno. Allo stesso tempo è lo strumento, dei quattro analizzati, più simile al credito bancario perché di fatto consiste in un finanziamento classico in cui il *lender*, invece di essere la banca, è un fondo.

2.5.3 Riflessioni

Il *direct lending* resta uno strumento di accesso più rapido al credito per le PMI rispetto al canale bancario e il *direct lender*, a differenza dell'istituto di credito, diventa parte attiva nella valutazione del *business plan* proposto dall'impresa entrando nel merito del progetto di investimento e contribuendo ad aggiungere valore attraverso la sua esperienza; attività che le banche non svolgono poiché, nella maggior parte dei casi, la loro è una mera valutazione di fattibilità del progetto presentato con un giudizio di "go o non go" e non una ricerca di soluzioni alternative. Le banche effettuano una verifica principalmente sui bilanci storici e sulle abitudini di pagamento del soggetto e si affidano a consulenti esterni per la valutazione di fattibilità. Invece i fondi tendono ad osservare le prospettive future, tenendo presente la *mission* e gli obiettivi dell'azienda e cercando di proporre un piano in linea con gli ultimi, che possa permettere all'impresa di sfruttare al massimo i propri mezzi. Ciò fa capire che gli operatori che necessitano di fondi, per l'avvio dell'attività aziendale, e che operano in perdita in questi primi anni, a causa degli ingenti investimenti richiesti, essendo privi di storico, non saranno mai meritevoli di credito bancario, per essi quindi il *direct lending* rappresenta una valida alternativa.

Il *private debt* permette alle imprese di ottenere soluzioni di finanziamento personalizzate e basate sui flussi aziendali e offre un miglioramento dello *standing* e una maggiore visibilità, grazie al vasto *network* che i fondi mettono a disposizione dei clienti. Comporta però un costo più elevato in termini di tasso di interesse, che tuttavia le PMI accettano di sopportare, perché spesso, in assenza di bilanci certificati, risulta una delle poche soluzioni per l'implementazione dei propri piani di sviluppo.

2.6 La transizione climatica una sfida oppure un'opportunità per le PMI?

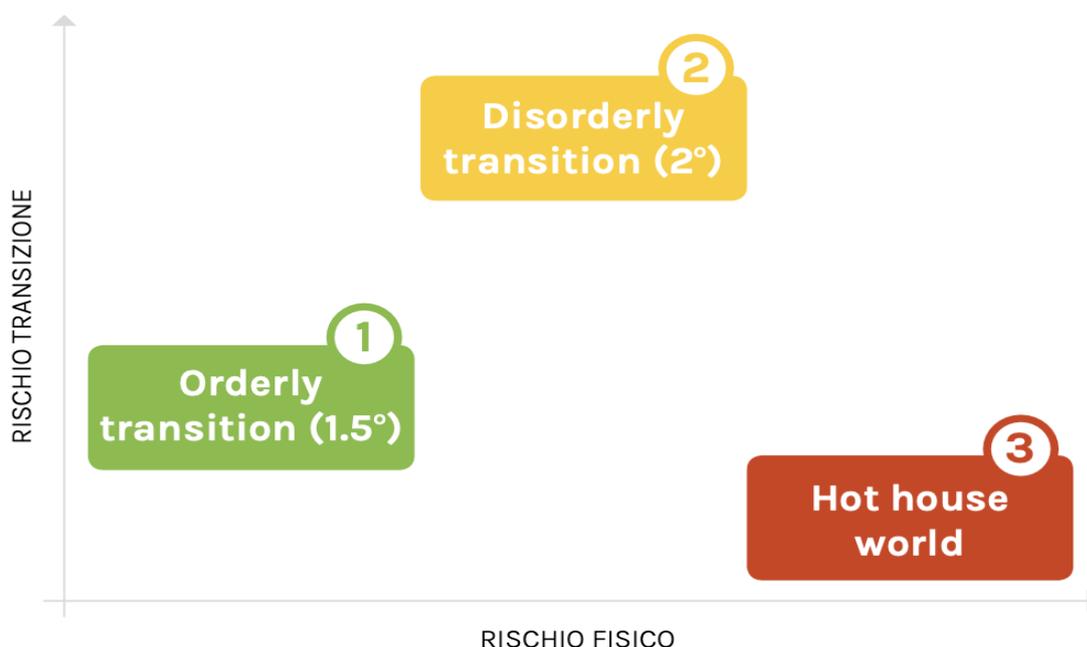
Per concludere il secondo capitolo si è voluto attenzionare anche il tema del cambiamento climatico, sempre più importante in questi ultimi anni. Le imprese devono dotarsi di strumenti necessari per valutare i rischi, che questo tipo di transizione comporta, ma allo stesso tempo devono saper sfruttare tutte quelle che sono le eventuali opportunità, che un approccio mirato alla sostenibilità ambientale può

portare, anche attraverso l'utilizzo di strumenti di finanza alternativa. L'obiettivo che il legislatore ha voluto perseguire con la pubblicazione dei *Sustainable Development Goals* (SDG)¹⁶⁹ delle Nazioni Unite è quello di incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, promossa attraverso l'innovazione. Su indicazione della BCE è stato condotto nel 2022, da parte delle principali banche, una valutazione sulla resilienza di aziende e istituti di credito ai rischi climatici. È stato preparato un piano che scandagliava i tipi di rischi dividendoli in: rischio di transizione e rischio fisico. Il primo è legato al processo di trasformazione verso un'economia sostenibile e a basse emissioni, il secondo invece misura gli effetti endogeni che il cambiamento climatico porta con sé, come fenomeni straordinari causati da eventi climatici di natura estrema. Il rischio di transizione nel dettaglio misura le potenziali perdite, in cui le imprese potrebbero incorrere a causa di molteplici fenomeni come:

- l'adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali (ad esempio con l'imposizione di imposte sulle emissioni particolarmente pesanti);
- la necessità di realizzare investimenti significativi per modificare gli impianti produttivi al fine di abbattere le emissioni e ridurre i consumi energetici;
- innovazioni nel progresso tecnologico che potrebbero portare a perdite di quote di mercato.

¹⁶⁹ L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, adottata da tutti gli Stati membri delle Nazioni Unite nel 2015, fornisce un progetto condiviso per la pace e la prosperità delle persone e del pianeta, ora e in futuro. Al centro vi sono i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs), che rappresentano un appello urgente all'azione da parte di tutti i Paesi, sviluppati ed in via di sviluppo, in un partenariato globale. Essi riconoscono che la fine della povertà e di altre privazioni deve andare di pari passo con strategie che migliorino la salute e l'istruzione, riducano le disuguaglianze e stimolino la crescita economica, il tutto affrontando il cambiamento climatico e lavorando per preservare il pianeta.

Figura 67: I tre scenari che combinano rischio fisico e rischio climatico secondo la BCE¹⁷⁰



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved

Cerved ha ripreso la simulazione della Banca Centrale Europea per condurre una indagine sulle PMI italiane. Nello scenario *orderly*, per l'Italia è prevista una crescita del PIL compresa fra l'1,2% del primo decennio e l'1,4% del decennio 2040-2050. Gli scenari *disorderly* e *hot house world* mostrano una crescita del PIL sostanzialmente appaiata, ma inferiore a quella dello scenario *orderly*. I tassi di variazione annuale vanno dallo 0,8% dell'*hot house* nel decennio 2030-2040 all'1,4% del *disorderly* fra il 2040 e il 2050¹⁷¹.

Ciò che si evince da questa scomposizione di scenari è che per ottenere un percorso di transizione condiviso e portato avanti dalla maggior parte delle imprese, i governi devono promulgare riforme mirate, che tassino l'utilizzo di tutti quei componenti

¹⁷⁰ *Orderly transition* con rischi fisici limitati, ente che ha attuato tempestivamente le politiche e ha costi limitati per la transizione; *disorderly transition* con rischio fisico medio, quando le politiche sono attuate in ritardo e i costi per la transizione sono elevati e *hot house world* con un rischio fisico estremo dove non sono state messe in atto azioni per la transizione non avendo quindi nessun costo riferibile alla stessa.

¹⁷¹ La crescita dei prezzi è differenziata soprattutto nei primi dieci anni: nell'*orderly* l'inflazione è doppia rispetto agli altri due scenari, con tassi di incremento dei prezzi intorno al 2,8% annuo. Nei periodi successivi gli aumenti dei prezzi sono più contenuti, con un'inflazione al di sotto del 2% annuo in tutti e tre gli scenari nel decennio 2040-2050.

dannosi per l'ambiente, per esempio introducendo una *carbon tax*¹⁷² che colpisca le emissioni di CO2.

È opportuno adesso concentrare l'analisi sulla verifica del se vi sia una relazione tra approccio mirato alla sostenibilità¹⁷³ e mitigazione dei rischi nel lungo termine. La Figura 68 mostra la variazione del livello di rischiosità delle singole aziende in base all'applicazione di misure di contenimento del cambiamento climatico, attraverso uno *score* economico-finanziario predittivo degli eventi di *default* a 12 mesi¹⁷⁴. Osservando il grafico nel primo lasso di tempo dal 2020 al 2030 è evidente che la transizione verso un'economia più sostenibile richiede importanti investimenti ed incide sulla gestione finanziaria delle società. Infatti nello scenario *orderly*, dove le imprese da subito mettono in atto politiche di sostenibilità, è presente un immediato un aumento eli rischio, che non avviene negli altri due casi poiché, in essi, le imprese non investono in tal senso.

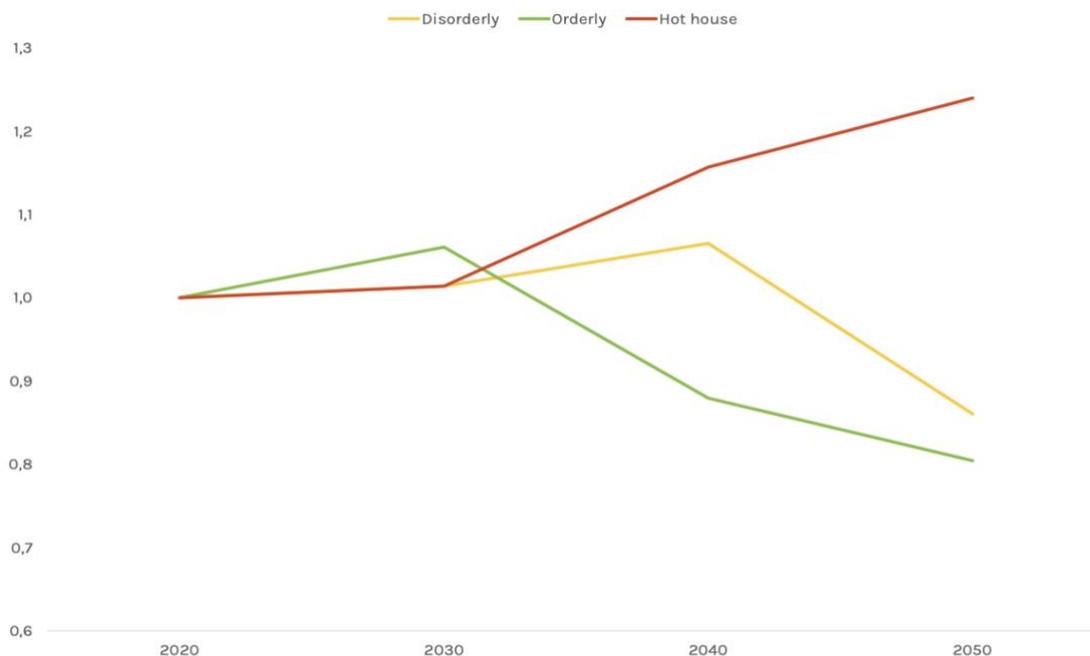
Passando al secondo periodo, negli scenari *orderly* e *hot house*, la probabilità di *default* cresce a partire dal 2030, quando l'impatto dei rischi fisici comincia a manifestarsi in maniera più evidente, non colpendo però le imprese in transizione *orderly* che si sono mosse in anticipo. Nello scenario *hot house*, l'assenza di interventi per mitigare i rischi, fa sì che la PD al 2050 sia di 25 punti base superiore a quella del 2020 e di ben 44 punti base superiore a quella dello scenario di transizione ordinata, destinata ad abbassarsi vertiginosamente; infatti, anche nello scenario *disorderly* nel 2040 vi è un'inversione di tendenza forte che permette alle imprese di far calare il rischio di circa 20 punti base in 10 anni.

¹⁷² Una tassa di questo tipo se severa rende conveniente la realizzazione di forti investimenti per ridurre l'impatto ambientale dei processi produttivi.

¹⁷³ In questa pubblicazione il termine sostenibilità è usato per indicare le informazioni relative ai fattori ambientali, sociali e di *governance*.

¹⁷⁴ Lo *score* di rischio e la PD associata sono calcolati attraverso l'FSI (*Financial Sustainability Index*), uno *score* proprietario Cerved che combina, tramite un sistema di pesi stimati statisticamente, una serie di indicatori economico finanziari opportunamente selezionati in modo da massimizzare la capacità di previsione degli eventi di *default* a 12 mesi.

Figura 68: PD mediane per scenario, delta rispetto al 2020



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved

Questa analisi presenta con chiarezza la situazione: in assenza di interventi mirati ad una efficiente transizione, lo scenario è chiaramente negativo e sempre più in peggioramento, perché le manifestazioni del rischio fisico farebbero aumentare vertiginosamente la probabilità di *default*.

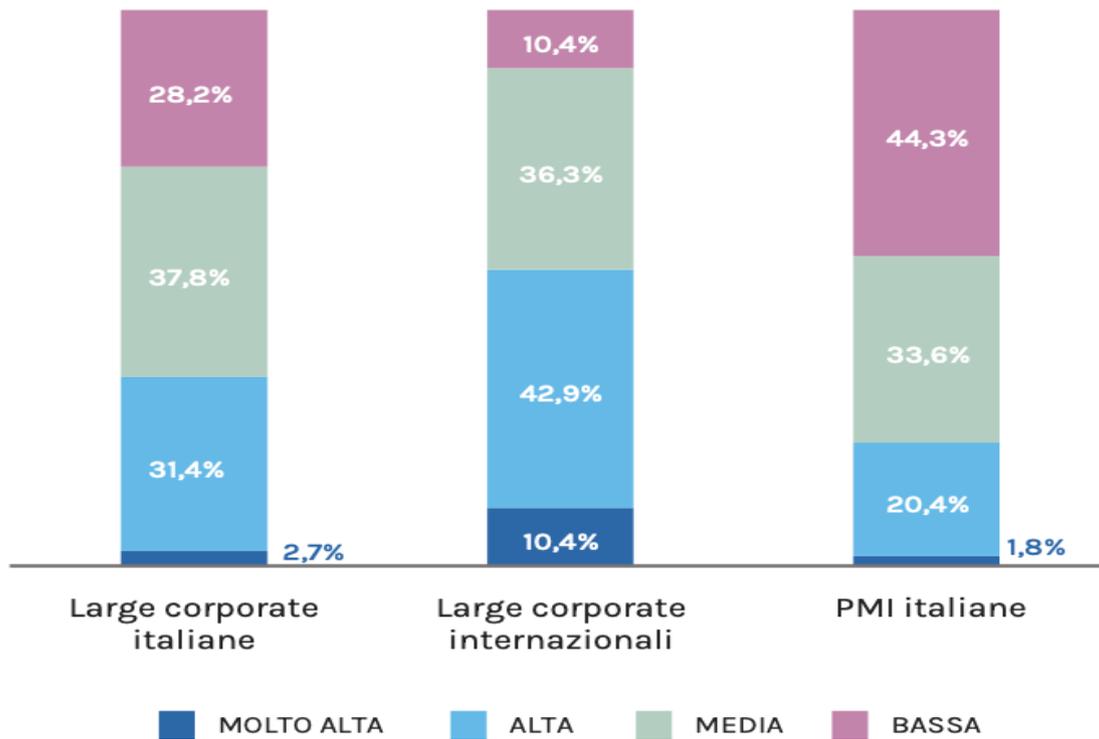
Inoltre, un recente studio della *Cerved Rating Agency*¹⁷⁵ ci permette di confrontare la correlazione tra valutazioni *ESG* e probabilità di *default*¹⁷⁶ per le diverse categorie di imprese. Il rischio di transizione è strettamente legato sia alla specifica attività dell'azienda, sia alle politiche già messe in atto per favorire il processo di adeguamento.

¹⁷⁵ In particolare, *Cerved Rating Agency* valuta il merito creditizio e la sostenibilità delle imprese, tramite soluzioni di *rating ESG* che si basano su uno *score* elaborato grazie ad una metodologia consolidata, che misura la capacità di un'azienda di gestire le tematiche ambientali, sociali e di *governance*.

¹⁷⁶ I dati sono estratti dalle mappe ISPRA (Istituto Superiore per la Protezione e la Ricerca Ambientale) e INGV (Istituto Nazionale di Geofisica e Vulcanologia), che classificano i rischi da alluvioni, frane e terremoti a livello censuario, combinate con le informazioni di Cerved che geo-localizzano le unità produttive delle società iscritte al Registro delle Imprese, i quali consentono di individuare le PMI soggette a questo tipo di rischi, dando alcune misure del rischio economico-finanziario associato.

La transizione sostenibile è tuttavia agli inizi, le PMI che hanno già avviato i processi di trasformazione richiesti sono poche, per cui una valutazione settoriale può fornire un'utile quantificazione dei fenomeni. Il campione è composto da circa 600 società, tra *large corporate* internazionali, *large corporate* italiane e PMI. Per le grandi aziende le valutazioni ESG sono basate sulle dichiarazioni non finanziarie, mentre per le PMI su dati e informazioni in possesso di *Cerved Rating Agency* mediante i servizi offerti.

Figura 69: Distribuzione imprese per valutazione ESG



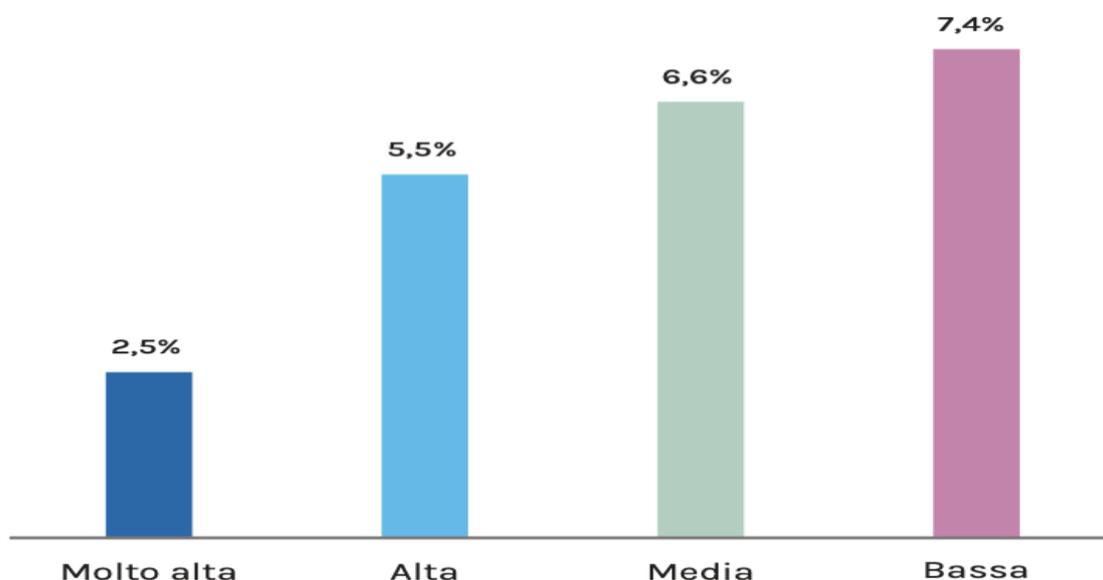
Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

L'indagine offre numerosi spunti di riflessione: l'approccio verso una dimensione di operatività che abbraccia la sostenibilità e la integra di fatto nella strategia dell'impresa, è radicato nelle grandi società internazionali, che con una valutazione alta presentano la quota più alta del campione, mentre in Italia la quota delle imprese con un'ottima valutazione ESG è in proporzione minore. Tra le PMI analizzate il 21% ha una valutazione ESG alta o molto alta, il 34% una valutazione media e il 44% una valutazione bassa, una distribuzione sicuramente più orientata verso risultati peggiori rispetto a quella delle *large corporate*.

Per tutte le categorie considerate, i dati evidenziano una chiara correlazione fra maggiore livello di sostenibilità e minore rischio di *default*.

Nello specifico, focalizzandosi solo sulla porzione del campione composta da PMI (150 imprese), emerge che quelle con profili di sostenibilità alti, presentano minori probabilità di *default* in un orizzonte temporale di 12 mesi, rispetto a chi presenta valutazioni ESG medie o basse. Questo perché dal punto di vista della concessione di finanziamenti, sempre più spesso le banche richiedono il rispetto di determinati requisiti e impongono *covenant* per coprirsi da eventuali rischi. Quindi il costo del cambiamento climatico si sconta soprattutto attraverso un costo del debito maggiore, scaricato principalmente sugli oneri finanziari, che aumentano per i soggetti che non vogliono o non possono trasformare il *business*.

Figura 70: Probabilità di default di un campione di 150 PMI con valutazioni ESG



Fonte: Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

Nello scenario peggiore le imprese che inquinano avranno difficoltà a fare investimenti per la crescita. Gli istituti di credito saranno restii a concedere finanziamenti, sia per ragioni reputazionali che per fattori di rischio, ad un soggetto che opera in un mercato che potrebbe non essere più profittevole, in quanto oggetto di riforme legislative per

aver provocato danni ambientali. Allo stesso tempo tutti gli *stakeholder*¹⁷⁷ sono sempre più attenti al tema della sostenibilità, gli operatori lungo la propria catena del valore richiedono un atteggiamento improntato ai temi *ESG* e i consumatori spostano il proprio paniere verso prodotti e imprese attente alla tutela dell'ambiente e delle persone.

Veniamo adesso ad indagare la considerazione che gli operatori del settore, che utilizzano la finanza alternativa, hanno per la sostenibilità.

La crescente attenzione del mercato finanziario verso i temi *ESG* ha alimentato le emissioni di titoli obbligazionari come *green bond*, *social bond* e *sustainability-linked bond* che si pongono l'obiettivo di generare un impatto positivo in termini di sostenibilità¹⁷⁸. Secondo *BloombergNEF*¹⁷⁹, dopo un picco di emissioni nel 2021, a livello mondiale, nel 2022 i *bond* sostenibili hanno raccolto risorse per \$ 865,3 miliardi. I *minibond green* hanno cominciato a muovere i primi passi in Italia dal 2018, ma nel 2022 c'è stato un vero e proprio *exploit* con ben 60 collocamenti, la raccolta totale è stata di € 304,95 milioni, il 18,5% dell'intero mercato dei *minibond* nazionale. Oltre ai *green bond* e i *social bond*, che finanziano rispettivamente progetti a impatto sostenibile e sociale, ci sono i *sustainability-linked bond*, che agganciano il rendimento del titolo e quindi il costo del capitale per l'emittente, ai risultati di impatto del progetto finanziato, premiando l'emittente con uno sconto sul tasso di interesse, in caso di raggiungimento di un obiettivo prefissato. Borsa Italiana ha lanciato nel 2017 un segmento di visibilità, trasversale a tutte le piattaforme obbligazionarie gestite, dedicato ai *green bond* e agli altri strumenti sostenibili, che ha causato un *boom* di emissioni.

¹⁷⁷ È il soggetto portatore di un interesse nei confronti dell'impresa, che sia privato o pubblico, singolo od organizzato, che intrattiene relazioni, dirette o indirette, formali o informali, con l'impresa (es. azionista, creditore, dipendente, cliente, manager, comunità locale, governo).

¹⁷⁸ Come l'installazione di impianti per la generazione di energia rinnovabile, un progetto di efficientamento energetico, un investimento per incrementare il riciclo di rifiuti, per promuovere l'economia circolare e alla mitigazione del cambiamento climatico, in linea con l'Accordo di Parigi del 2015.

¹⁷⁹ *BloombergNEF* (BNEF) è un fornitore di ricerca strategica che copre i mercati globali delle materie prime e delle tecnologie che guidano la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Gli esperti di *BloombergNEF* valutano i percorsi di adattamento alla transizione sostenibile per le imprese che operano nei settori dell'energia, dei trasporti, dell'industria, dell'edilizia e dell'agricoltura con l'obiettivo di gestire il cambiamento e a generare opportunità.

Questi titoli vengono utilizzati soprattutto per migliorare lo *standing* e la reputazione ed ottenere quindi, a fronte di un costo di transizione elevato immediato, un rendimento nel lungo termine.

È importante citare un'indagine dell'Osservatorio del Politecnico di Milano per capire la tendenza verso l'informativa *ESG* degli investitori di *crowdfunding*. Dai dati che si traggono dai *business plan* di un campione di 710 aziende analizzate fra il 2019 e il 2022, più della metà di esse ha inserito informazioni *ESG*, adottando come riferimento lo standard universale GRI¹⁸⁰.

Questo è un dato significativo, perché mostra la tendenza verso una maggiore trasparenza anche delle piccole imprese. Esse, pur non essendo sottoposte a obblighi stringenti in questo senso, devono cercare di adeguarsi sempre di più alle esigenze degli investitori, tutelandoli e accedendo a canali di finanziamento alternativi in cui la *disclosure* di informazioni è obbligatoria, a differenza del canale tradizionale.

Secondo una *survey* condotta dall'*European Investment Fund* su un campione¹⁸¹ di fondi di *private debt*, l'87% dei gestori incorpora attivamente i temi *ESG* nella sua strategia di finanziamento e per lo *screening* di portafoglio, poiché sono tra i fattori decisionali più importanti per una corretta valutazione a lungo termine. I motivi dell'integrazione delle considerazioni di sostenibilità nelle scelte di investimento e di finanziamento sono legati a: considerazioni di natura etica, temi di natura reputazionale, obblighi normativi e mitigazione del rischio.

Infine, una ricerca di IBAN (*Italian Business Angels Network*) ha verificato che il 65% dei *business angels* attivi applica criteri di previsione *ESG* nel valutare le opportunità di investimento.

¹⁸⁰ Gli *standard GRI* sono un sistema di criteri contabili e rappresentano uno dei principali punti di riferimento per le imprese di tutto il mondo nel processo di rendicontazione delle *performance* legate alla sostenibilità. Sono stati elaborati dal *Global Reporting Initiative (GRI)*, un ente internazionale senza scopo di lucro, fondato a *Boston* nel 1997 proprio con il fine di definire tali *standard*. Essi si dividono in *standard* universali, che si applicano a tutte le organizzazioni, *standard* di settore, destinati a specifici segmenti e *standard* tematici, che elencano le informative pertinenti a un particolare tema.

¹⁸¹ Il campione è composto da 146 fondi di *private debt* provenienti dal settore dell'industria, dell'alta tecnologia e della sanità con una quota di *asset* gestiti che varia dai 500 milioni fino al miliardo di euro.

Questa tendenza porta il mercato delle PMI ad una sfida: difficilmente le imprese di piccola dimensione riusciranno a sostenere un processo di transizione nel breve termine, dati i costi ingenti e non avendo ancora un prospetto trasparente sull'impatto *ESG* dell'impresa, non potranno rispondere alle esigenze dei fornitori di fondi, i quali potrebbero virare su imprese più strutturate. Questo, d'altro canto, rappresenta anche un'opportunità per le piccole e medie imprese per cominciare ad applicare un approccio improntato alla trasparenza, che consentirebbe alle stesse, di essere prese maggiormente in considerazione dal mercato, limitando la contrazione del credito nei propri confronti, migliorando il proprio *standing* e facendole percepire come meno rischiose.

3 Intervista al CLO di Iccrea Banca

Al fine di poter verificare le conclusioni ottenute con l'analisi dei dati empirici, acquisiti da fonti di informazione pertinenti e consolidate, si propone un'intervista ad un esperto di settore. Il Dottore Manuele Bonora vanta un'esperienza di 25 anni nel *banking*, è *Chief Lending Officer* di Iccrea Banca, la Capogruppo del Gruppo BCC Iccrea, dove si occupa della definizione delle strategie creditizie del gruppo. Ha iniziato la sua carriera in consulenza, per poi approdare in Banca MPS, qui ha maturato un'esperienza più che decennale occupandosi sia di credito che di pianificazione, controllo e gestione. Alla luce del ruolo centrale che le banche radicate sul territorio, come sono appunto le Banche di Credito Cooperativo, rivestono nelle scelte di finanziamento delle PMI, si ritiene che la sua grande competenza nel campo finanziario possa offrire preziosi spunti per una efficiente trattazione del tema affrontato in questo lavoro.

Nell'intervista si è inquadrata la posizione di Iccrea nel sistema bancario, si è esaminato il ruolo della finanza alternativa, il perché della dipendenza dal credito bancario con l'obiettivo di verificare le conclusioni ottenute attraverso l'analisi dei dati quantitativi.

1. *Dottore Bonora, qual è il ruolo della finanza alternativa nel rispondere ai fabbisogni finanziari dei "normali" interlocutori delle BCC?*

BCC Iccrea è il maggiore gruppo bancario cooperativo italiano, il quarto gruppo bancario in Italia ed è costituita dall'insieme di piccole banche commerciali. Iccrea Banca è la capogruppo a cui sono affidate le attività di direzione, coordinamento e controllo delle 115 BCC. Grazie alla capillarità e la diffusione delle varie banche di credito cooperativo, presenti in 1.700 comuni italiani con quasi 2.500 sportelli, riusciamo a valutare le esigenze dei nostri clienti sul territorio, offrendo alle imprese principalmente finanziamenti tradizionali *plain vanilla*. Il nostro portafoglio è fortemente diversificato, per fare un esempio se calcolassimo la media tra il totale

dei crediti concessi ad imprese diviso il numero delle imprese stesse, il risultato ottenuto sarebbe circa 200.000 euro. La nostra clientela quindi è *iper-frazionata*, ci sono imprese anche molto grandi, ma la stragrande maggioranza sono PMI che vanno da fatturato 0 (ditte individuali) fino a 5 milioni.

Gli strumenti di finanziamento alternativi, quindi, sono collaterali ed esulano dall'attività *core* del nostro istituto creditizio, il cliente tipico che si reca presso una BCC del suo territorio non chiede l'emissione di *minibond*, ma piuttosto un finanziamento tradizionale, un *leasing* oppure un *factoring*, poi è la banca che eventualmente assiste il cliente accompagnandolo nelle scelte di finanziamento, cercando di divenire gestore del suo patrimonio. Nonostante questo, però la nostra banca spesso assiste le imprese anche nella fase successiva all'emissione di un *minibond*, sottoscrivendone le quote, oppure per la gestione dei flussi di pagamento delle cedole.

Altri strumenti come il *crowdfunding* e il *private capital* invece sono proprio fuori dalla sfera bancaria poiché la stessa non entra nemmeno nella filiera che caratterizza lo strumento.

2. Quanto ha impattato il boom dei tassi avuto nel secondo semestre del 2022 sul credito bancario?

Attenzione l'aumento dei tassi c'è stato, senza dubbio, ma importante è stata la velocità di crescita più che l'incremento stesso. In 6 mesi l'Euribor è passato da 0 a quasi 3 punti. Una velocità importante, se però guardiamo i tassi finali di finanziamento alle imprese oggi, quelli a medio lungo termine si muovono intorno al 6%, tasso normale per un finanziamento a 7/8 anni ad un'impresa media, dato che un *bond* ha dei tassi decisamente più elevati. La stranezza non è adesso, ma quando i tassi si attestavano a 0 o su livelli negativi e i finanziamenti costavano solo di *spread* l'1 o 2%. L'anomalia attuale dei tassi di interesse non è tanto l'aumento, ma la forma della curva di crescita che è di fatto al contrario di come dovrebbe essere, poiché sono maggiori i tassi a breve piuttosto che quelli a lungo termine. La curva dovrebbe

essere crescente, perché il tempo ha un valore nella dinamica del prestito; quindi, più vado avanti e più dilaziono, più pagherò in termini di interessi. Oggi le aziende continuano a stare sui finanziamenti a medio termine per sovvenzionare poste che potrebbero essere finanziate in altro modo, alle aziende conviene mettersi su un IRS¹⁸² a 7 anni, che è un tasso a lungo termine; quindi, finanziarsi con una struttura definita, con un piano di ammortamento a lungo termine anche se non è necessario.

3. *Perché nel panorama imprenditoriale italiano c'è ancora questa forte dipendenza dal credito bancario?*

L'Italia ha un sistema bancocentrico, perché gli istituti di credito sono i protettori delle aziende, quando queste vanno male le banche cercano di rimetterle in gioco, potendo permettersi di attendere il risanamento dei conti se l'azienda è solida. Oggi con la composizione negoziata della crisi, che è uno strumento che di per sé ha uno scopo nobile, poiché si interviene in anticipo sugli stati anomali delle imprese, cercando di accompagnarle in un processo di risanamento. Si crea in questo modo un effetto distorsivo del mercato, perché un'azienda in difficoltà con imposte da pagare, chiede l'intervento delle banche facendo un accordo in dilazione o di saldo e stralcio e allo stesso tempo negozia il pagamento di meno imposte; il sistema quindi non premia le imprese efficienti, ma tiene a galla quelle con problemi.

Gli strumenti alternativi come i *minibond* inoltre richiedono molta *disclosure*, che spesso imprese piccole non sono disposte a dare, essendo consapevoli che la propria banca di fiducia può fornirgli capitale con le tradizionali forme di finanziamento senza il rispetto di tutta una serie di obblighi informativi necessari quando ci si interfaccia con il mercato. In più le imprese prediligono ancora l'essere seguite da un gestore del patrimonio, poiché non hanno le competenze necessarie per approvvigionarsi con

¹⁸² È il tasso interbancario di riferimento utilizzato come parametro di indicizzazione dei mutui ipotecari a tasso fisso. È diffuso giornalmente dalla *European Money Markets Institute* ed è pari ad una media ponderata delle quotazioni alle quali le banche operanti nell'Unione Europea realizzano l'*Interest Rate Swap*, per difendersi dal rischio di subire una perdita derivante da un eventuale rialzo dei tassi di mercato.

credito commerciale su una piattaforma *online*, scegliendo autonomamente il tipo di forma di finanziamento.

4. *Ritiene quindi che le PMI non siano ancora pronte a fare un passo verso le forme di finanza innovativa?*

Le banche spesso quando erogano un finanziamento rinunciano a tutta una serie di informazioni sull'impresa che invece quando si fa raccolta sul mercato si devono per forza diffondere, la *disclosure* per esempio per i *minibond* consiste nella produzione del documento di emissione con tutte le informazioni sull'impresa e sull'emissione con il fine di far prendere una decisione consapevole agli investitori. Eppure, i tassi che la banca applica sono più bassi di quelli di un *minibond*, ciò va in conflitto con la teoria della finanza perché la banca sta di fatto lavorando con informazioni inferiori per cui il costo del debito dovrebbe essere maggiore. Per le imprese di minori dimensioni le forme di finanziamento diverse dal credito bancario non sono sempre un'alternativa praticabile, poiché i costi di accesso possono essere troppo elevati. Rilevanti barriere all'entrata sono i costi per ottenere un *rating*, la diffusione di informazioni standardizzate presso gli investitori, la scarsità di collaterale e l'acquisizione delle necessarie competenze legali, fiscali e finanziarie. Per queste imprese la principale forma di risorsa finanziaria esterna resta dunque il credito bancario.

5. *Partendo dalle conclusioni ottenute dalla valutazione dei dati sui minibond, ho verificato che le imprese che si affacciano all'emissione sono imprese sane e che hanno un ottimo fatturato e una bassa leva per cui ho concluso che lo strumento dei minibond si lega soprattutto ad un mercato di imprese di fascia media, già strutturate e già con una presenza importante nel mercato. Come mai?*

Questo perché un'impresa quando emette un *minibond* deve avere la ragionevole certezza che riuscirà a pagare le cedole. Serve sicurezza nei flussi poiché se non

riesce, l'unica *chance* che ha è richiamare tutta l'emissione e rifinanziarla, poiché il mercato non la salva, non le concede moratoria, saldo e stralcio oppure allungamenti di scadenza. Inoltre non può attivare una procedura di rinegoziazione, oppure una ristrutturazione o una *forbearance*¹⁸³. Dai 10 milioni di fatturato in poi si può pensare di poter sostenere un'emissione di questo tipo, remunerando adeguatamente il mercato, ovviamente più si sale meglio è, perché la struttura finanziaria delle imprese risulta più idonea a sostenere questo tipo di emissioni.

6. *Mi chiedevo se l'utilizzo di basket bond potrebbe essere una soluzione di apertura anche alle imprese di piccola dimensione, dato che, nella maggior parte dei casi, il paniere è creato in seguito a singole emissioni, sebbene sia richiesta una sorta di sincronizzazione tra le aziende che le rende dipendenti una dall'altra.*

Il mercato dei *minibond* italiano ammonta ad un valore intorno ai 10 miliardi, invece la massa di crediti concessi da banche al sistema produttivo italiano oscilla tra i 1.800 e 2.000 miliardi, questo dato fa capire che sono uno strumento alternativo ad oggi abbastanza piccolo; sono strumenti che hanno certamente il loro *appeal*, ma già è difficile riuscire strutturare un *minibond*, arrivare a fare un *basket* con tante aziende che contribuiscono, per le quali bisogna far emettere *minibond* da far confluire nelle SPV risulta un'impresa ardua per aziende di piccola dimensione. Inoltre, spesso gli *arranger* propongono proprio alle banche di sottoscrivere quote del veicolo, ma questo potrebbe essere un problema in termini di valutazione, difatti lo strumento che metto in bilancio non è uno strumento di credito ma è in realtà un titolo, che se non è quotato è molto difficile da valutare.

7. *Attraverso l'analisi empirica ho dimostrato che, l'invoice trading, non avendo vincoli di sconto di un certo pacchetto di fatture ed essendo più veloce ed accessibile, si*

¹⁸³ Si configura come *forbearance* un'esposizione creditizia avente per oggetto una misura di tolleranza concessa da una banca ad un cliente che versa in una situazione di difficoltà finanziaria, o che sia in procinto di affrontarla, nel rispettare i propri impegni di pagamento. Ciò indipendentemente dal ricorrere, o meno, di uno scaduto, di uno sconfinamento o di una classificazione a default.

adatta più alle esigenze delle piccole e medie imprese rispetto alle grandi, per le quali invece il factoring risulta un servizio più completo. È vero oppure c'è qualche forma di factoring che si può adattare alle PMI?

Il *reverse factoring*, che in pochi usano è uno strumento utilissimo e consiste in un contratto di *factoring* attivato dal debitore in un rapporto commerciale, il quale chiede di erogare il servizio di anticipo su fatture ai suoi fornitori, che tipicamente sono aziende piccolissime, ma non meno importanti nella filiera produttiva e che se fossero in difficoltà bloccherebbero l'attività a valle della grande azienda. Per ogni euro di *factoring* ce ne sono più di tre in media concessi in forma di anticipo su fatture. Le banche commerciali, quindi, prediligono l'utilizzo dello sconto commerciale che è il prodotto più tradizionale; invece, il *factoring* si qualifica come servizio più completo poiché comprende anche la gestione della fattura stessa. Quindi da questo punto di vista è un servizio più redditizio rispetto ad un portafoglio commerciale che gira a *spread* molto più bassi, su una controparte sicura è tipicamente Euribor + 40 bps (0,4%). Inoltre il *factoring* essendo fatto con notifica nella prassi, consente alle imprese in crisi, che magari hanno fatto saltare prestiti bancari e quindi non riescono più ad attingere da quel canale, di avere la possibilità di potersi finanziare; difatti, essendo la cessione accettata dal debitore, la cassa non passa nelle mani dell'impresa, con il rischio di essere sottoposta a revocatoria, ma direttamente dal cessionario alla società di *factoring*, che quindi incasserà senza rischi anche in caso di *default* del cedente.

CONCLUSIONI

La domanda che ci si è posti all'inizio dello studio è se l'*alternative lending* sia un valido strumento di risposta alle crisi per le piccole e medie imprese italiane e per rispondere a tale domanda è stata fatta un'analisi approfondita del panorama finanziario degli ultimi 20 anni. L'indagine è partita da un esame dei vari *shock*, che hanno colpito il settore del credito, con l'obiettivo di capirne i presupposti e l'evoluzione e valutare quali imprese abbiano patito di più le difficoltà, come le hanno affrontate e se ci sia stata una crescita e un percorso di maturazione fino ad oggi, verificando poi la dipendenza delle PMI dal credito bancario.

Il Capitolo 1 funge da apripista per l'analisi successiva poiché esprime il motivo per cui si è deciso di portare avanti questa ricerca, ovvero dare una spiegazione di un fenomeno complesso come le crisi finanziarie e offrire un metodo per la loro gestione. Sulla base delle evidenze empiriche esaminate, le imprese più soggette agli *shock* sono le PMI, poiché non hanno una struttura ben collaudata e sufficiente potere di mercato, per cui sono sottoposte molto di più, rispetto alle grandi imprese, a crisi di liquidità (*cash needs*), che non riescono a gestire attingendo dalle forme tradizionali di provvista. Tale deduzione è scaturita sia dall'analisi dei dati quantitativi prodotti dallo *shock* pandemico (Figura 36 e Figura 37), sia da quelli derivanti dal *boom* dei tassi di interesse, iniziato nel secondo semestre del 2022 (Figura 49 e Figura 51). Vi è difatti un'inversa proporzionalità tra dimensione delle imprese e rischio e tra la stessa e la contrazione dell'offerta di finanziamenti, fenomeno che si manifesta maggiormente in presenza di crisi. In tale situazione, infatti, gli istituti di credito effettuano una selezione, riducendo l'offerta a causa della maggiore percezione del rischio, concentrandosi principalmente sul finanziamento di soggetti più affidabili (Figura 17).

Alla luce di quanto analizzato nel primo capitolo, sia per la crisi dei mutui *subprime*, che per la crisi dei debiti sovrani (Figura 23), che durante lo *shock* pandemico (Figura 31), che

per la crisi energetica (Figura 45), le PMI hanno subito una contrazione dei margini e una riduzione della redditività maggiore, con l'unica differenza che durante il Covid la restrizione ha avuto una dinamica settoriale (Tabella 9).

I dati empirici hanno mostrato che, nonostante le imprese di piccola e media dimensione abbiano avuto maggiori difficoltà, rispetto alle grandi, nella gestione di tutte le crisi analizzate in questa ricerca, tale difficoltà è andata diminuendo negli anni, confermando l'aumento della resilienza delle PMI, anche grazie al ricorso a strumenti di finanza alternativa. In particolare, a seguito del *credit crunch*, si è dimostrato che, grazie allo sviluppo degli strumenti di *alternative lending*, le PMI sono riuscite a tendere verso una gestione ottimale e più virtuosa degli impegni, seguendo l'esempio delle grandi imprese. Inoltre, l'analisi sui livelli di dipendenza bancaria delle PMI ha evidenziato che, al crescere della quota di debiti bancari sull'attivo, aumenta la probabilità di *default* delle aziende, con conseguente difficoltà di accesso al credito, fenomeno che si è manifestato durante tutte le crisi analizzate in questo studio (Figura 27 e Figura 41).

A seguito dell'indagine effettuata nel primo capitolo, si è concluso che esiste l'esigenza per le PMI di differenziare le fonti di finanziamento, sia per diminuire il rischio, che per avere l'opportunità di attingere da canali differenti da quello bancario, non sottoposti a forti contrazioni dell'offerta durante le crisi. Per questo motivo si è deciso di analizzare forme alternative di finanziamento, per identificare il *target*, in termini di dimensioni ed esigenze, verificare, quindi, se si pongono come alternativa al credito bancario e capirne il ruolo nella gestione delle crisi.

I *minibond* nascono come strumenti al servizio delle PMI, data la loro taglia, ma i risultati ottenuti mostrano, che le imprese che utilizzano questa forma di finanziamento hanno superato la fase di *start-up*, sono già strutturate e hanno bisogno di un innesto di fondi che gli consenta di gestire un piano di investimenti a lungo termine (Tabella 13 e Tabella 14). Tipicamente le PMI non vantano competenze finanziarie evolute e possono beneficiare molto dall'emissione di un *minibond*, evento che di solito riceve evidenza mediatica e contribuisce a migliorare l'immagine dell'impresa e l'affidabilità percepita

dal mercato. Inoltre si è rilevato che possono essere uno strumento per la gestione degli *shock* in quanto le loro emissioni sono aumentate in concomitanza delle ultime crisi finanziarie (Figura 53), in uno scenario in cui le condizioni di accesso al credito erano peggiorate soprattutto per le PMI.

Come affermato dal Dottore Bonora, un limite di questo strumento è la scarsa flessibilità in caso di crisi dei *borrower*. Laddove le PMI sono di piccola dimensione il mercato sta studiando forme per sopperire ai limiti legati agli aspetti dimensionali (*basket bond*).

Il *crowdfunding* invece è uno strumento che si avvicina molto di più alle esigenze delle piccole imprese e a quelle di nuova costituzione, perché è utilizzato principalmente da una platea di investitori *retail* e quindi ha come *target* il finanziamento di piccoli progetti (Figura 57 e Figura 59), connotati da un particolare *appeal* per determinate categorie di investitori (*reward crowdfunding*). In più, avendo come caratteristiche rendere il finanziatore vero protagonista del progetto e fautore dello stesso e la possibilità, tramite il portale *online*, di gestire il tutto anche da remoto, si qualifica come una vera alternativa per le piccole imprese per dare seguito a esigenze di finanziamento in linea con i loro piani in modo semplice e veloce. I punti deboli del *crowdfunding* sono: il rischio di azzardo morale dell'impresa finanziata, che può dichiarare in fase di raccolta una finalità di un certo tipo e poi portare avanti, una volta ottenuti i fondi, un altro progetto, e la difficoltà dell'investitore di smobilizzarlo. Inoltre, i dati evidenziano che è difficile avviare da zero un *business* vincente per cui non è scontato, per le *start-up* finanziate, riuscire a remunerare gli investitori in seguito alla campagna (Figura 58).

Si è dimostrato poi che il *crowdfunding* si qualifica come strumento di risposta agli *shock*, perché raggiunge soprattutto una platea di investitori *retail*, che in caso di crisi opta per canali alternativi di investimento, riponendo poca fiducia nel sistema bancario che potrebbe incorrere in crisi di liquidità, nel caso di corse agli sportelli (Figura 55 e Figura 56).

Invoice trading e *private debt* invece non nascono direttamente come forme di finanziamento allo specifico servizio delle PMI, ma sono strumenti utili per le categorie

di imprese di ogni dimensione. *L'invoice trading* si contraddistingue per la velocità di erogazione della liquidità attraverso lo sconto su fatture ed è lo strumento più adatto tra i quattro analizzati per la gestione delle crisi, perché, grazie ad una tecnologia avanzata, consente quasi immediatamente di poter gestire uno scoppio di risorse e di colmare esigenze di liquidità direttamente tramite i propri sistemi integrati, senza presentazione di particolari documenti e evitando la lunga fase di istruttoria che caratterizza il canale bancario (Figura 62).

Con le varie indagini si è dimostrato poi che il vero vantaggio del *direct lending* è rappresentato dal sostegno dato dall'investitore istituzionale, che non fornisce solo capitale di debito, ma offre il proprio *know-how* manageriale a supporto della crescita esterna e internazionale. Mette in contatto l'azienda con imprenditori dello stesso o di altri settori per il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo.

I fondi, quindi, hanno le competenze necessarie per selezionare e finanziare iniziative rischiose, ma con elevato potenziale di crescita, che non saranno mai meritevoli di credito bancario, per cui il *direct lending* rappresenta una valida alternativa.

Attraverso un'analisi empirica approfondita si è dimostrato che tutti gli strumenti analizzati rappresentano un'alternativa al credito bancario, scontando però un costo di provvista maggiore: per gli elevati oneri informativi relativamente ai *minibond* (Tabella 12), per la velocità di erogazione del capitale per *l'invoice trading* e per il maggior rischio anche per il *crowdfunding* (Figura 61).

Si può affermare che lo *spread* tra il costo del finanziamento bancario e quello del *crowdfunding* si è ridotto, con l'aumento dei tassi, come è successo per i *minibond*, ma in misura meno proporzionale.

Inoltre si è accertato che non c'è un legame specifico tra *shock* esogeni e contrazione dell'offerta di questi strumenti come invece accade con l'offerta di credito bancario, in particolare i piccoli assestamenti che si sono verificati nell'ultimo anno sono riferibili piuttosto ad un irrigidimento della domanda di prestiti, legata all'aumento del costo del debito e alla rinuncia a progetti da parte delle imprese, data dall'incertezza sul futuro.

Infine per completare lo studio e confrontare le conclusioni ottenute con l'analisi empirica, è stata proposta un'intervista ad un esperto di settore: il Dottore Manuele Bonora, che vanta un'esperienza di 25 anni nel *banking*, attualmente *Chief Lending Officer* di uno dei primi gruppi *significant* italiani, Iccrea Banca, dove si occupa della definizione delle strategie creditizie del gruppo. La scelta dell'intervistato è legata alla struttura della clientela della banca, costituita principalmente da PMI. L'intervista è iniziata con l'inquadramento dell'attività di una banca commerciale come le BCC, che coordina il Dottore Bonora, per capire quali siano le esigenze della clientela del territorio. La replica è stata che la clientela della banca è iper-frazionata e composta principalmente da PMI che richiedono prestiti bancari. Quindi è stato chiesto al Dottore Bonora il perché il sistema produttivo italiano sia così legato alle forme di debito tradizionali, ottenendo come risposta che la motivazione è nella personalizzazione del servizio e nella guida che le banche riescono a dare agli imprenditori, che tra l'altro non hanno la forza economica per poter sostenere un'emissione obbligazionaria.

Il dialogo con il Dottore Bonora ha dato l'opportunità di verificare la conclusione ottenuta con l'analisi effettuata nel paragrafo 2.2, in cui si è dimostrato che i *minibond* per taglia e valori finanziari misurati prima dell'emissione, si adattano ad imprese di media dimensione che hanno già superato la fase di *start-up*. Questo perché le imprese emittenti devono garantire *cashflow* per remunerare il mercato e avere una struttura finalizzata ad una adeguata *disclosure* informativa, che nella maggior parte dei casi le piccole imprese non hanno.

Il ricorso all'*alternative lending* risulta supportato dalla rivoluzione digitale a cui stiamo assistendo e può rappresentare una risposta alla sfida *ESG* e per le imprese un'opportunità da affiancare ai canali tradizionali di finanziamento, anche per differenziare le fonti di approvvigionamento finanziario. In prospettiva, il credito bancario, pur rimanendo una fonte di finanziamento essenziale, non potrà da solo sostenere la crescita delle imprese che, soprattutto in presenza di *credit crunch*, dovranno saper gestire la situazione e cercare alternative attraverso gli strumenti innovativi di finanziamento.

Si ritiene necessaria una maggiore diffusione nel mercato di operatori, specie non bancari in grado di offrire alle imprese l'opportunità di crescere e sviluppare competenze, che le permettano di diventare più autonome nella gestione della finanza e diminuire la dipendenza dal canale bancario.

Si tratta di una sfida importante per il nostro Paese, date anche le caratteristiche della struttura produttiva e del sistema finanziario.

BIBLIOGRAFIA

5° Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia, Novembre 2022 | Politecnico di Milano

6° Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia, Novembre 2023 | Politecnico di Milano

8° Report italiano sul CrowdInvesting, Luglio 2023 | Politecnico di Milano

9° Report Italiano sui Minibond, Marzo 2023 | Politecnico di Milano

Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19, Roma, 18 marzo 2021 | Alessio De Vincenzo, Capo del Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia, Commissione Permanente VI (Finanze) della Camera dei Deputati

Bollettino Economico n.62, Ottobre 2010 | Banca d'Italia

Bollettino Economico, Ottobre 2011 | Banca d'Italia

Bollettino Economico, Gennaio 2024 | Banca d'Italia

Capital Markets: Perspectives over the Last Decade, Agosto 2023 | Stefano Caselli e Stefano Gatti

Censimento permanente delle imprese sulla quota di indebitamento | ISTAT

Checklist di sostenibilità per le piccole imprese | International Federation of Accountants
Congiuntura.Stat, dati e indicatori sulle tendenze dell'economia in Italia | ISTAT

Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia sul 1984, 31 maggio 1985 |
Carlo Azeglio Ciampi

Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia sul 2023, 31 maggio 2024 |
Fabio Panetta

Data | Federal Reserve

Data and Maps | US Census Bureau

Debito Pubblico, Dati Statistici | Dipartimento del Tesoro, Ministero dell'Economia e delle Finanze

Euribor rates | European Central Bank

Euribor rates | European Money Market Institute

EURO Area Bank Lending Survey, Gennaio 2024 | European Central Bank

Gli effetti del Covid-19 sull'economia italiana e sul sistema produttivo, Giugno 2020 |
Paolo Carnazza e Fabio Giorgio

Il factoring in cifre, Dicembre 2022 | Assifact – Associazione Italiana per il factoring

Il factoring nella Base Dati Statistica di Banca d'Italia, Agosto 2023 | Assifact –
Associazione Italiana per il factoring

Il mercato italiano del Private Debt, I semestre 2023 | AIFI

Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital, I semestre 2023 | AIFI

Indagine sugli effetti del COVID-19 per le imprese italiane, Aprile 2020 | Centro Studi Confindustria

Indagine sul credito alle imprese del terziario di mercato | Osservatorio Credito Confcommercio-Format Research

Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, 1° trimestre 2023 e prospettive per il 2° trimestre del 2023 | Banca d'Italia

Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, 2° trimestre 2023 e prospettive per il 3° trimestre del 2023 | Banca d'Italia

Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, 3° trimestre 2023 e prospettive per il 4° trimestre del 2023 | Banca d'Italia

Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, 4° trimestre 2023 e prospettive per il 1° trimestre del 2024 | Banca d'Italia

Indices of Consumer Prices Euro Area changing composition | European Central Bank

Interview with Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Martin Arnold on 24 May 2024 | Financial Times

Italian SME credit crunch: economic challenges & policy opportunities, Euro area Economics, 4 marzo 2013 | Nomura

La crisi finanziaria del 2007-2009 | Approfondimento Consob

La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane | Intervento di Stefano Mieli, Direttore Centrale per la Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia

La crisi finanziaria: sfide e risposte, 16 ottobre 2009 | Discorso di Lorenzo Bini Smaghi,
Membro del Comitato esecutivo della BCE, Associazione Pianificatori Bancari
Firenze

La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive, Milano 13 febbraio 2019
| Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco

La stretta del credito soffoca le imprese, 13 Novembre 2023 | Indagine Confcommercio-
Format Research

Monthly Outlook Gennaio 2024 | Associazione Bancaria Italiana

Outlook sui crediti deteriorati delle imprese, Settembre 2023 | ABI e Cerved

Position paper invoice trading in Italia: analisi, opportunità e proposte, 28 Febbraio 2023
| ItaliaFintech

Private Debt Deal Tracker Spring 2024 | Deloitte

*Private Debt Survey 2021: ESG considerations in the lending strategy of private debt
funds* | European Investment Fund

Rapporto PMI, Novembre 2014 | Cerved

Rapporto PMI, Novembre 2021 | Cerved

Rapporto PMI, Novembre 2022 | Cerved

Rapporto PMI, Novembre 2023 | Cerved

Rapporto sulla stabilità finanziaria n.2 2022 | Banca d'Italia

Rapporto sulla stabilità finanziaria n.2 2023 | Banca d'Italia

Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito | EUR-Lex

Statistiche banche e moneta serie nazionali | Banca d'Italia

Statistiche Obbligazioni | Borsa Italiana

Stima e previsione dei tassi di deterioramento delle società non finanziarie per fascia dimensionale | Outlook Abi-Cerved sui crediti deteriorati delle imprese

Supplementi al Bollettino Statistico - Indicatori monetari e finanziari, 10 Febbraio 2009 | Banca d'Italia

The bank crisis in Italy, 1 Giugno 1922 | The Economic Journal, Volume 32, Issue 126, Pag 178-197, Pietro Sraffa

The credit crunch, Brookings Papers on Economic Activity, 1991 | Bernanke B. S., Lown C. S.