



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in economia e management
Curriculum economia e diritto d'impresa

**LE PMI E LE RECENTI CRISI FINANZIARIE: LA FINANZA
ALTERNATIVA COME RISPOSTA AD UN SISTEMA
FINANZIARIO BANCOCENTRICO**

Relatore: Chiar.mo Prof.
Oscar Domenichelli

Tesi di Laurea di:
Federico Tripaldi

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

Introduzione	5
CAPITOLO 1: LA RECENTE CRISI GLOBALE ED EUROPEA	13
1.1 il sistema della cartolarizzazione	13
1.2 La crisi finanziaria del 2008.....	17
1.3 La crisi del debito sovrano e gli interventi della Bce	26
CAPITOLO 2: LE DIFFICOLTÀ E LE DEBOLEZZE DELLE PMI.....	43
2.1 La riduzione del credito bancario e le PMI.....	45
2.1.1 Andamento del credito e dei tassi bancari dal 2008 ad oggi.....	45
2.1.2 “Credit crunch” o riduzione della domanda di credito?.....	56
2.1.3 La restrizione creditizia ha come bersaglio principale le PMI.....	65
2.2 Il bancocentrismo e le caratteristiche finanziarie delle PMI	69
2.2.1 Abitudini finanziarie delle PMI e accenni di deleveraging.....	69
2.2.2 Un confronto europeo sull’indebitamento delle PMI	77
2.2.3 Shock economici e il pericolo di un alto livello di leva finanziaria	84
2.3 Le regole di Basilea e le ripercussioni sulle PMI.....	90
2.3.1 La nascita degli accordi e le nuove principali regole di Basilea 3.....	90
2.3.2 I possibili effetti di Basilea 3 sul credito bancario	97
2.4 Uno sguardo di sintesi sugli effetti finanziari per le PMI della crisi dei mutui subprime e del debito sovrano.....	106

CAPITOLO 3. UN SISTEMA FINANZIARIO IN EVOLUZIONE: ALCUNE PROPOSTE PER LA DIVERSIFICAZIONE DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO	117
3.1 Minibond e cambiali finanziarie	118
3.1.1 Minibond: quadro normativo, definizione ed emissione	118
3.1.2 Il mercato di riferimento dei Minibond ed il nuovo ExtraMOT Pro3	127
3.1.3 La dimensione del mercato dei Minibond	130
3.1.4 I vantaggi del ricorso ai Minibond per le PMI	137
3.2 FINTECH: finanza e tecnologia	141
3.2.1 Il settore del crowdfunding.....	143
3.2.2 L'equity crowdfunding	145
3.2.3 Peer to peer lending	149
3.2.4 I numeri del mercato dell'equity e del lending crowdfunding	154
3.2.5 Il real estate crowdfunding a sostegno dell'immobiliare	157
3.2.6 L'invoice trading, il crowdfunding delle fatture	161
3.2.7 I vantaggi del crowdfunding come fonte di finanziamento.....	165
3.2.8 ICOs: le Initial Coin Offerings	169
3.3 PMI e la quotazione in Borsa	174
3.3.1 AIM Italia e l'importanza del ricorso al capitale.....	174
3.3.2 I numeri di AIM Italia e il contributo dei PIR al suo sviluppo	184
3.4 Private equity, Private debt e veicoli societari	189
3.4.1 Il settore del private equity a sostegno dell'economia	189

3.4.2 Lo sviluppo del mercato Private equity	194
3.4.3 Il contributo dei business angel e delle SPAC	201
3.4.4 Il direct lending come forma di finanziamento private debt.....	205
3.5 La banca del futuro	209
3.6 Finanza alternativa ed emergenza sanitaria	223
Conclusioni	227
BIBLIOGRAFIA.....	237
SITOGRAFIA	243

Introduzione

Con la crisi finanziaria del 2008 e quella del debito Sovrano del 2011, l'economia europea, e ancor di più quella italiana, ha sofferto conseguenze importanti in termini di riduzione della capacità produttiva, numero di fallimenti societari, aumento dei tassi di disoccupazione. È venuta fuori così la forte debolezza della struttura finanziaria delle imprese italiane, eccessivamente dipendenti dal canale bancario nel reperimento delle risorse finanziarie necessarie per proseguire l'attività aziendale e intraprendere nuovi progetti d'investimento. Gli istituti bancari sono stati duramente colpiti dalla consistenza dei non performing loans, dall'aumento dello *spread* e, contemporaneamente, dagli adempimenti imposti dagli accordi di Basilea. Tali fattori hanno progressivamente ridotto la liquidità a loro disposizione costringendole a politiche di riduzione del credito di notevole entità, il *credit crunch*, che ha compromesso la capacità produttiva delle PMI italiane e intaccato la situazione economico-sociale del Paese. L'Italia, al contrario di altri paesi UE, sembra non essere mai stata in grado di riprendersi totalmente, secondo i dati forniti da Banca d'Italia il PIL si è ridotto per 7 trimestri consecutivi dal 2011 al 2013 raggiungendo una perdita totale di circa il 5%, per poi tornare a crescere a tassi contenuti fino ad oggi. Non è avventato ipotizzare che questo sia dovuto anche alle caratteristiche del sistema finanziario italiano collegato ad un tessuto imprenditoriale composto da una percentuale di PMI pari a circa il 99,9% del totale delle imprese operanti, le quali rappresentano, secondo l'Annual Report on European SMEs, il 79% dei posti di lavoro nei settori produttivi non finanziari contro una media UE pari al 67% e il 68% del valore aggiunto (media UE 57%). Quest'ultima

circostanza risulta essere contemporaneamente motivo di vanto e punto di debolezza della nostra economia dato che le PMI sono quelle che soffrono di più i fenomeni di restrizione creditizia.

In tale contesto, questo lavoro vuole affrontare il tema dell'accesso al capitale per le PMI e della diversificazione delle fonti di finanziamento, da qualche anno divenuto una priorità nell'agenda di tutti, dalla politica alle autorità di mercato fino alle banche stesse. Analizzare il mercato della finanza alternativa al credito bancario vuol dire dedicarsi ad un tema di particolare attualità visto che, come detto, molte piccole imprese hanno sofferto un forte razionamento del credito in Europa e in Italia e si è interessati a tutto quello che possa far affluire risorse verso l'economia reale e le PMI italiane. Si aggiunge che le fonti alternative al credito bancario potrebbero risultare utili per sostenere i processi di crescita e la competitività delle PMI italiane ed è quindi necessario favorire alle stesse un cambiamento di approccio culturale sulle scelte di finanziamento.

Obiettivo di questa tesi è quello di verificare quanto il mercato della finanza alternativa sia effettivamente sfruttato dalle imprese italiane preoccupandoci di operare un confronto rispetto agli altri paesi europei, il cui esito non stupirebbe se riscontrasse che l'industria della finanza alternativa sia stata scalcia via con diffidenza dalle imprese del vecchio stivale. Più in generale si vuole fornire un quadro sulle varie opportunità di finanziamento alternativo al canale bancario in quanto, lo sviluppo di queste è considerato da molti l'unica strategia per ridurre la possibilità che crisi di carattere sostanzialmente bancario-finanziario di sistema, come quelle più recenti, possano ripercuotersi in maniera così drastica sull'economia reale.

Oggetto, ma anche destinatarie di questo studio, saranno dunque le PMI italiane così come definite dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, cioè imprese autonome il cui organico risulta inferiore a 250 persone (requisito necessario) e il cui fatturato non superi € 50 milioni o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a € 43 milioni.

Il lavoro è articolato in tre capitoli, di questi i primi due servono per descrivere il contesto economico di partenza e per illustrare le debolezze del sistema finanziario italiano a sostegno della necessaria rimodulazione, puntando verso la diversificazione delle fonti di finanziamento attraverso la finanza alternativa. Nel primo capitolo, prima di avvicinarsi al tema principale, si va a trattare un argomento ormai ricorrente per usare un eufemismo ma che non può non essere citato, relativo alla crisi dei mutui subprime e alla bolla speculativa americana che coinvolse il mercato immobiliare, successivamente divenuta una crisi finanziaria e bancaria intaccando infine l'economia reale. In poco tempo questa crisi ha esteso i suoi confini oltre oceano approdando sul vecchio continente e causando peggioramento degli indicatori di finanza pubblica, soprattutto dei paesi più fragili sotto questo profilo contribuendo, nell'area Euro, allo sviluppo della crisi del debito sovrano. Ancora oggi si parla costantemente di *Spread* tra titoli del debito pubblico, percepito come uno dei principali indicatori di fiducia degli investitori verso uno Stato e quindi come indice di salute dello stesso.

Il capitolo secondo invece, si pone l'obiettivo di illustrare il sistema finanziario italiano. Le fonti di finanziamento che caratterizzano le imprese italiane sono conseguenza delle peculiarità del sistema produttivo che si distingue, come detto, per la fortissima presenza di microimprese e piccole e medie imprese. Queste presentano una compagine

sociale ristretta e a carattere familiare, poco propensa a permettere l'ingresso di investitori esterni nella proprietà e, pertanto, riluttante alla raccolta di capitale proprio che non provenga dalla compagine proprietaria familiare. Le PMI sono penalizzate anche nell'accesso alle fonti di finanziamento di debito rispetto grandi imprese, dotate di un più solido merito creditizio, maggiore stabilità finanziaria e in grado di affrontare in maniera più agevole l'onerosità finanziaria. Le PMI italiane mostrano un forte sbilanciamento della struttura finanziaria, composta per lo più da debiti finanziari di matrice bancaria, mostrano una certa tendenza ad utilizzare finanziamenti a breve termine per impieghi di lunga durata con conseguenti squilibri patrimoniali-finanziari, presentano sottocapitalizzazione cronica mettendo in luce la necessità di riconvertire le abitudini degli imprenditori e degli investitori spingendo verso un sistema orientato maggiormente al mercato. La restrizione del credito bancario, in un sistema per lo più bancocentrico, ha trovato terreno fertile per dispiegare i suoi effetti negativi sull'economia reale. Non è corretto però considerare che la minore disponibilità di capitale di debito sia un fenomeno riconducibile esclusivamente alla riduzione dell'offerta causata dalla carenza di liquidità degli istituti di credito perché, a tale fenomeno, si contrappone anche la riduzione della domanda di finanziamenti, tema che sarà affrontato sempre nel secondo capitolo. Si andrà poi a dimostrare come la struttura finanziaria ed il maggior livello di leverage delle PMI italiane rispetto a quelle dei principali paesi Ue, sia un elemento di fragilità che le rende maggiormente soggette a rischi sistemici. Si andrà ancora ad analizzare le nuove regole di Basilea e gli effetti sull'offerta di credito dei più stringenti requisiti patrimoniali previsti per le banche.

Se davvero il sistema finanziario attuale presenta punti di debolezza, allora si dovrebbe spingere verso la finanza alternativa la quale può essere una risposta alle criticità di un sistema finanziario bancocentrico. A tal proposito, il terzo capitolo sarà di risposta ai primi due ed andrà a descrivere alcune fonti di finanza alternativa soffermandosi anche sugli aspetti giuridici e fiscali, svolgendo al contempo un'indagine empirica sull'effettivo ricorso a tali strumenti da parte delle PMI italiane, soprattutto in termini di ammontare di risorse raccolte dalle stesse. Il decreto sviluppo del 2013 infatti, ha consentito alle PMI non quotate di collocare obbligazioni (Minibond) e cambiali finanziarie sul mercato. Lo sviluppo della tecnologia digitale poi, ha fortemente modificato il rapporto tra gli istituti di credito e i propri clienti, che si affidano sempre meno al rapporto diretto con gli operatori tradizionali in favore di strumenti digitali della categoria del fintech, settore che offre una ampia varietà di servizi finanziari e tecnologie in notevole espansione. Un esempio è l'intera filiera del crowdfunding, cioè operazioni che utilizzano piattaforme online attraverso le quali si organizza la raccolta di risorse finanziarie su Internet finalizzata all'investimento nel capitale (*equity crowdfunding*) o al finanziamento a debito (*peer to peer lending*) di iniziative imprenditoriali alle quali partecipano sia piccoli risparmiatori, sia investitori professionali e istituzionali. Nei servizi di fintech sta conoscendo notevole espansione anche l'*invoice trading*, ovvero la cessione di fatture commerciali in cambio di un anticipo in denaro attraverso una piattaforma internet specializzata. Le PMI italiane sono come detto caratterizzate da uno strutturale fabbisogno di capitale, gap che occorre colmare attraverso un percorso di educazione alla quotazione sfruttando le opportunità offerte dall'AIM, il mercato di Borsa italiana dedicato alle PMI ad alto potenziale di crescita, che permette loro di beneficiare di un

percorso di quotazione più flessibile e rapido. Anche i piani di risparmio individuali (PIR), sono sicuramente uno strumento per la crescita volti a canalizzare i flussi finanziari degli investitori persone fisiche verso le imprese italiane e dunque per sostenere lo sviluppo economico del Paese. Verrà dedicato un paragrafo ai soggetti professionali operanti nel campo del private equity e venture capital, che investono il capitale raccolto sottoscrivendo capitale di rischio di imprese con l'obiettivo di contribuire attivamente, anche con apporto di conoscenze manageriali, alla crescita dell'azienda e di ottenere una plusvalenza al momento dell'uscita. In ultimo, anche in termini di sviluppo del relativo mercato, troviamo l'attività di *direct lending*, consistente nell'erogazione diretta di finanziamenti da parte di soggetti non bancari. Se la finanza alternativa è il futuro e se i servizi di finanziamento saranno erogati anche da altri soggetti non bancari (come le aziende Fintech) che fanno dell'innovazione tecnologica il loro punto di forza, bisogna capire quale sarà il ruolo delle banche e il necessario cambiamento che esse devono mettere in atto per sopravvivere in un sistema finanziario in continua evoluzione e sempre più concorrenziale.

Ai fini del presente lavoro, è stato fondamentale l'utilizzo dei vari quaderni di ricerca pubblicati dall'osservatorio Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano con riferimento alle diverse fonti di finanziamento, nonché i dati pubblicati dai vari osservatori (AIM, Crowdfunding) che hanno permesso di farsi un'idea più tangibile di quello che è e che dovrà essere una rivoluzione per la finanza delle PMI. Problematiche al tema oggetto di ricerca derivano dal fatto che non è sempre possibile marcare una linea netta tra le fonti di finanziamento delle PMI da quelle di altre imprese, perché molte di queste fonti sono comuni anche alle big e dunque non è facile andare ad

individuare il contributo che le PMI hanno dato alla raccolta delle risorse finanziarie utilizzando tali strumenti alternativi. Per il futuro, ci si aspetta che il mercato della finanza alternativa per le piccole e medie imprese continui a crescere in Italia, sulla scia di quanto sta accadendo nel resto dell'Europa, visto che il mercato attrae sempre più imprese e nuovi attori.

CAPITOLO 1: LA RECENTE CRISI GLOBALE ED EUROPEA

1.1 il sistema della cartolarizzazione

Prima di parlare della crisi dei mutui subprime è necessario capire in cosa consiste l'operazione di cartolarizzazione, anello di congiunzione tra una pluralità di soggetti che ha portato ad estendere gli effetti di tale crisi, nata immobiliare, divenuta finanziaria, bancaria e infine reale intaccando l'economia globale.

La cartolarizzazione (*securitization*) è un'operazione finanziaria che, attraverso l'utilizzo di titoli di debito come le obbligazioni, consente di monetizzare nell'immediato un credito di lungo termine senza attenderne la scadenza naturale. L'operazione è resa possibile dall'intervento di apposite società veicolo (*special purpose vehicle* - SPV) che sono il canale di congiunzione tra il soggetto titolare del credito, detto *originator*, e gli investitori sui mercati finanziari.¹

La cartolarizzazione può essere spiegata suddividendola in due fasi, la prima consiste nella semplice cessione del credito da parte dell'*originator* a favore della società veicolo. Quest'ultima paga subito una somma di denaro corrispondente al valore attuale dell'attività oggetto di cessione, sostituendosi al creditore originario nel diritto a riscuotere il credito dal debitore. Nella seconda fase dell'operazione di cartolarizzazione le società veicolo si procurano il denaro necessario per poter acquistare i crediti andandosi ad indebitare sul mercato finanziario, più precisamente emettendo titoli obbligazionari che vengono offerti a risparmiatori/investitori che li sottoscrivono pretendendo un certo rendimento e una restituzione nel medio e lungo termine.

¹ CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pag. 2

Le risorse necessarie per remunerare gli investitori provengono quindi dal debitore iniziale, cioè il soggetto ceduto che nel lungo periodo restituisce alle SPV, insieme agli interessi pattuiti, il prestito ottenuto dall'*originator*. La restituzione è naturalmente effettuata al cessionario, cioè le società veicolo, che possono così ottenere i flussi di cassa necessari per rimborsare interessi e capitali a coloro che li hanno finanziati sottoscrivendo le obbligazioni. Fintanto che il debitore originario riesce a pagare le rate del suo debito, la società veicolo sarà in grado di adempiere alle sue obbligazioni nei confronti degli investitori.

I titoli obbligazionari emessi dalle SPV sono denominati ABS (Asset Backed Securities) ovvero titoli garantiti da un'attività finanziaria. Il fatto che la garanzia che le SPV offrono ai sottoscrittori sia basata sulla presunta solvibilità del debitore originario costituisce la principale pericolosità delle operazioni di cartolarizzazione. In caso di insolvenza del debitore originario a perderci saranno soprattutto gli investitori, possiamo infatti dire che il rischio di insolvenza viene trasferito dall'*originator* (di solito una banca) al mercato finanziario. Di contro la liquidità fornita dagli investitori torna, passando per le SPV all'*originator*, il quale la recupera immediatamente attraverso la cessione del credito senza attendere i lunghi tempi di rimborso del debitore, consentendo di erogare nuovi crediti che saranno a loro volta nuovamente cartolarizzati. Il guadagno delle banche è quindi quello di ottenere nell'immediato il valore attuale del prestito che, all'opportuno tasso di attualizzazione consente di ottenere guadagno immediato, sempre che la cessione venga effettuata ad un valore attuale dei flussi di cassa attesi maggiore rispetto all'investimento iniziale ($VAN > 0$)².

² CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pag. 3

Le società veicolo guadagnano invece dal fatto che i tassi di interesse applicati ai prestiti iniziali (i mutui immobiliari appunto) sono solitamente più alti del tasso riconosciuto a chi sottoscrive le obbligazioni emesse consentendo di ottenere un guadagno sulla differenza tra interessi attivi e passivi.

La cartolarizzazione è nata negli Stati Uniti intorno agli anni Settanta, con lo scopo di sostenere e favorire la concessione di mutui immobiliari alle famiglie consentendo la cosiddetta finanziarizzazione del settore immobiliare USA. In questo modo fu possibile reperire liquidità per concedere prestiti necessari per l'acquisto della casa da parte delle famiglie e perseguire l'obiettivo statunitense di espandere il mercato immobiliare. Da quel momento fu possibile distinguere il mercato primario dei mutui caratterizzato dalla presenza esclusiva di due soggetti (le banche e le famiglie) dal mercato secondario dei mutui dove invece intervengono soggetti terzi³. Le società veicolo sono state il file rouge che hanno collegato il mercato dei mutui immobiliari e quello finanziario. Nell'ambito della crisi dei mutui subprime, le SPV erano delle agenzie para-governative che avevano lo scopo specifico di favorire l'acquisto della casa, una tendenza molto meno marcata rispetto al continente europeo e soprattutto rispetto all'Italia.

C'erano tre agenzie, "la Federal National Mortgage Association denominata Fannie Mae, la Government National Mortgage association conosciuta come Ginnie Mae e infine la Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac"⁴. Tutte create dal governo USA ma formalmente private, con lo scopo di sostenere, oltre ai prestiti al settore immobiliare come detto, anche il settore dell'agricoltura e istruzione. Già dagli anni Trenta Fannie Mae assolveva al suo compito acquistando i mutui immobiliari dalle

³ CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pag. 4

⁴ CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pag. 5

banche che potevano così ottenere liquidità per concedere ulteriori prestiti. Al fine di procurarsi i fondi per queste operazioni fu proprio Ginnie Mae a ideare la cartolarizzazione dei mutui immobiliari, tecnica poi adottata anche dalle altre due. Tuttavia, il ruolo di Ginnie Mae fu sempre marginale dal momento che essa cartolarizzava esclusivamente i mutui concessi in favore di dipendenti pubblici e reduci di guerra mentre Freddie Mac e Fannie Mae arrivarono, nel 2008, ad avere in bilancio i tre quarti dei mutui statunitensi per una cifra intorno ai 5 mila miliardi dollari⁵.

Queste SPV dunque emettevano titoli obbligazionari legati ai mutui ceduti dalle banche e infatti sono denominati Mortgage backed Securities, cioè titoli garantiti dai mutui. La cartolarizzazione e la possibilità di trasferire i crediti, e quindi il relativo rischio, permise alle banche di espandere la concessione di credito ed eludere i requisiti di riserva di capitale necessari per legge dando vita ad un sistema bancario ombra, il cosiddetto shadow banking. Questo nuovo sistema consentì alle banche di erogare una crescente quantità di mutui senza doversi preoccupare del rischio di insolvenza dei mutuatari determinando una riduzione della qualità dei prestiti.

La crescita del mercato dei mutui immobiliari è stata infatti determinata, oltre che dalla possibilità di trasferire il rischio, anche da un abbassamento dei requisiti di accesso al prestito, spinto dal fattore Moral Hazard che coinvolse le banche, le quali potendo appunto contare sulla possibilità di cedere a terzi i propri crediti (rappresentati da mutui alle famiglie) e quindi cedere il rischio di insolvenza non avevano più un particolare interesse ad apprezzare correttamente la solvibilità dei propri debitori. Agli inizi del 2000 infatti, il mercato dei mutui era dominato dai mutui Agency, concessi cioè in favore a

⁵ CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pag. 6.

soggetti molto affidabili che rispondevano a specifici requisiti imposti dal congresso mentre si attestavano ad un livello ancora irrisorio altre categorie di mutui con maggior rischio di insolvenza: i mutui jumbo, Alt-A (alternative Agency) e infine i Subprime. I mutui jumbo erano sempre concessi a mutuatari affidabili ma l'ammontare del prestito superava i limiti imposti dal congresso, i mutui Alt-A erano invece concessi a mutuatari meno affidabili e a fronte di una documentazione meno dettagliata, i mutui subprime infine erano i peggiori e venivano concessi a soggetti poco affidabili e spesso in assenza di qualsiasi forma di garanzia in quanto non era richiesto né reddito, né patrimonio, né lavoro e per questo detti anche NINJA (No Income, No Job, No Assets)⁶.

1.2 La crisi finanziaria del 2008

Fino al 2006 si assiste ad una crescita esponenziale dei mutui di bassa qualità, soprattutto i subprime, che raggiunsero quasi il 20% del totale⁷. Il boom di prestiti è da ricondurre a svariati motivi, prima di tutto la cartolarizzazione permise di trovare quelle risorse liquide che le banche non avevano, visto il basso tasso di risparmio privato statunitense; un secondo fattore si riconduce al fatto che l'amministrazione USA adottò una politica di rimozione di alcuni vincoli legati all'acquisto delle case che prevedeva ad esempio l'abbattimento dei costi di anticipo e la riduzione della documentazione prevista. Altro motivo di questo boom fu la progressiva deregolamentazione del settore finanziario che eliminò la differenza tra banche commerciali e banche di investimento e

⁶ CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pag. 8.

⁷ LUSARDI A., *La crisi dei mutui subprime: una panoramica*, 30 maggio 2009, disponibile su www.dartmouth.edu, Dartmouth College.

limitò il potere di controllo delle autorità di vigilanza soprattutto con riferimento a determinate operazioni finanziarie, come quelle sui derivati *over the counter*. In particolare, questa deregolamentazione consentì a molte banche d'investimento, tra cui le cosiddette *big five*⁸, di realizzare operazioni speculative e indirette sugli stessi mutui attraverso la compravendita di Credit Default Swap, particolari titoli derivati che consentono al titolare di ottenere un risarcimento in caso di insolvenza del suo debitore (in questo caso i mutuatari) e che possono essere negoziati sui mercati non regolamentati, permettendo così di realizzare guadagni ingenti sfruttando le variazioni di prezzo. Il prezzo dei CDS è infatti collegato al grado di solvibilità del credito sottostante, maggiore sarà il rischio di insolvenza e più è alto il loro valore, cioè il valore dell'assicurazione avverso il rischio di insolvenza. Ancora, le banche vennero esentate dalla normativa contro il credito predatorio, cioè quel comportamento che consiste nell'indurre in errore il mutuatario nascondendogli delle condizioni irragionevoli che se fossero state adeguatamente esposte avrebbero spinto il debitore a non sottoscrivere quel mutuo. In ultimo, la crescita dell'erogazione di mutui immobiliari fu spinta anche dalla politica economica espansiva promossa dalla Fed (Federal Reserve System, la banca centrale degli Stati Uniti d'America), che prevedeva una riduzione notevole dei tassi di riferimento e quindi del costo del denaro, agevolando il finanziamento ad imprese e famiglie, adottata per uscire dalla crisi economica che si stava affrontando già da inizio secolo.

⁸ Le cosiddette *big five* erano Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs e Morgan Stanley. Il termine è stato tratto da: SARLI M., *Le Big Five sotto la lente della Fed*, Diario della crisi finanziaria, 27 Marzo 2008.

Successivamente all'attentato delle torri gemelle, l'economia americana subì un altro duro colpo e fu così che la Fed decise di ridurre ulteriormente i tassi, rendendo molto favorevole indebitarsi, ad esempio per l'acquisto degli immobili⁹.

In tale circostanza, l'aumento della domanda di case aveva contribuito a far aumentare notevolmente i prezzi alimentando la bolla immobiliare, conseguentemente aumentava la qualità dei mutui per il soggetto creditore in quanto godeva di un maggiore valore della garanzia, cioè dell'ipoteca. Le tipologie di mutuo offerte risultavano molto attraenti in quanto prevedevano una lunga scadenza, tassi variabili molto bassi in linea con la politica economica della Fed e la possibilità di ottenere rifinanziamenti e rinegoziazioni. La possibilità di rinegoziare il debito permetteva ai mutuatari di far fronte, nel breve termine, al pagamento delle rate e tali rinegoziazioni venivano concesse facilmente perché, in caso di inadempienza, le banche, o i soggetti cessionari (SPV) erano forti della possibilità di esercitare il pignoramento dell'immobile il cui prezzo era in forte crescita. Successivamente la bolla immobiliare iniziò a sgonfiarsi poiché il mercato era ormai saturo e la domanda, seppur crescente, fu via via assorbita dall'aumento dell'offerta di abitazioni.

Il sistema della cartolarizzazione iniziò a cedere nel momento in cui, l'economia americana mostrò segni di ripresa e la Fed adottò una politica restrittiva aumentando i tassi d'interesse che passarono dal 1% dei primi anni del 2000 al 5,25% della fine del 2006¹⁰. Tale aumento fece sì che molti mutuatari, tra cui le famiglie non furono più in grado di rimborsare le rate dei mutui. Le banche e i soggetti cessionari (le SPV) furono costrette a rompere il meccanismo della rinegoziazione del credito e si trovarono

⁹ CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pp. 8-9.

¹⁰ Approfondimenti sulle crisi finanziarie – *la crisi finanziaria del 2007-2009*, disponibile su www.consob.it

davanti molti debitori incapaci di adempiere, inoltre l'esercizio dell'ipoteca non consentiva più ai possessori di tali mutui di coprire il valore del prestito visto il crollo dei prezzi degli immobili. La contrazione dei prezzi fu causata dall'aumento esponenziale dell'offerta, dal momento che tutte le case ipotecate furono messe all'asta e dal fatto che la domanda si attestò a livelli notevolmente inferiori. I tassi di insolvenza dei mutui aumentarono, a partire dal 2007, di oltre il 50% e scoppiò così la crisi dei mutui subprime. Le conseguenze sui mercati finanziari furono subito evidenti dal momento che, con alti tassi di insolvenza dei mutui, vennero a mancare i flussi di cassa che sarebbero serviti alle società veicolo per rimborsare i propri obbligazionisti, così gli MBS (Mortgage Backed Securities) registrarono drastiche perdite di valore, anche oltre l'80% in pochi mesi.

È necessario tenere in considerazione che il sistema della cartolarizzazione non si esauriva solo con gli MBS (o più in generale ABS), i titoli obbligazionari garantiti dai mutui infatti, venivano presi e rimpacchettati con altre attività per essere a loro volta cartolarizzati, quindi ceduti ad altri soggetti tra cui molte banche d'investimento che per reperire liquidità emettevano a loro volta altre obbligazioni dette CDO (Collateralized Debt Obligations) in questo caso garantite da varie tipologie di attività sottostanti, con vario grado di rischio, tra cui gli ABS. Peraltro, questi CDO potevano essere ancora cartolarizzati creandone di nuovi, definiti CDOs squared e con lo stesso meccanismo si potevano costruire CDOs cubed e così via in un ciclo potenzialmente infinito¹¹.

Queste obbligazioni erano suddivise in varie tranches in base al loro livello di rischio identificato dal voto attribuito dalle agenzie di rating. La tranche equity era quella con il

¹¹ CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pag. 13.

rating più basso e quindi il più alto rischio di insolvenza, per questo definiti toxic waste¹², dunque venduti soprattutto o quasi esclusivamente alle banche tra cui le stesse banche *originator*, che avevano inizialmente concesso i mutui. Vi erano le tranche junior, destinate comunque ad investitori molto propensi al rischio, con un rating da “BBB” o più basso e sottoscritti spesso da hedge funds. In fine c’erano le tranches mezzanine con valutazione “A” e “AA” e senior valutate tripla A, con rendimenti piuttosto contenuti e alla portata anche del piccolo investitore, in quanto l’investimento non sarebbe andato a buon fine solo con un numero elevato di insolvenze dei mutuatari, cioè oltre la metà del totale.

I primi prodotti in default furono gli MBS e poi a catena anche i vari CDO, le società veicolo emittenti tali strumenti, dato che i mutui non erano stati rimborsati si sono ritrovate con svariati miliardi di debiti obbligazionari in scadenza senza possibilità di rimborso vista la carenza di liquidità. Le SPV non riuscirono più ad attingere a finanziamenti esterni a seguito della caduta di valore delle attività presenti nel loro portafoglio, le banche si videro costrette ad accollarsene le perdite, sia perché le avevano già finanziate con forme a breve scadenza per spronare il sistema della cartolarizzazione e quindi per cercare di risollevarle e recuperare il denaro investito, sia perché il loro fallimento avrebbe minato la credibilità delle banche stesse, che le avevano da sempre sponsorizzate. Il Tesoro americano, dal momento che aveva sponsorizzato per molti anni le obbligazioni emesse da Fannie Mae e Freddie Mac, decise di nazionalizzarle per ridurre i danni in termini di fiducia. Oltre alle SPV andarono in default anche le banche che operavano nel sistema bancario ombra, tra cui le stesse

¹² Rifiuto tossico, termine tratto da: CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l’esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pag. 12.

banche originator che avevano ceduto i mutui ma che riacquistarono ingenti quantità di obbligazioni tossiche subendo notevoli perdite patrimoniali. Furono coinvolte molte investment bank, le “big five”, molte di queste furono assorbite da altre banche o sovvenzionate attraverso il contributo della Fed perché furono ritenute “too big to fail”, Lehman Brothers fu l’unica investment bank ad esser lasciata al suo destino¹³.

La crisi subprime ha scatenato a valanga una crisi finanziaria che ha esteso i suoi confini oltre oceano, un passaggio facile da intuire dal momento che attraverso la cartolarizzazione si offrirono obbligazioni da vendere sui mercati finanziari di tutto il mondo. Successivamente la crisi è divenuta bancaria dal momento che tutte le banche subirono grosse perdite patrimoniali. Per compensare tali perdite fu necessario vendere molte attività e, per logica di mercato, se tutti vogliono vendere si crea un panico generale con conseguente crollo dei prezzi dei titoli, anche di quelli più sicuri non legati al sistema dei mutui. Altresì venne intaccato il mercato interbancario, cioè il sistema di prestiti che collega le banche di tutto il mondo attraverso il quale le stesse si prestano le eccedenze di liquidità per compensare le momentanee carenze, venne a crearsi un clima di smoderata sfiducia nel sistema bancario. Dalle notevoli carenze di liquidità si produssero effetti negativi sul credito verso le imprese, determinando una profonda modifica della struttura finanziaria delle imprese stesse relativamente alla loro capacità di indebitarsi attraverso il sistema bancario, conseguentemente molte fallirono intaccando l’economia reale a livello globale¹⁴.

In generale, durante i periodi di crisi bancaria vi è un rallentamento del credito erogato e degli investimenti ma non è così facile capire in che direzione debba essere letta tale

¹³ CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l’esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pag. 15.

¹⁴ Approfondimenti sulle crisi finanziarie – *la crisi finanziaria del 2007-2009*, disponibile su www.consob.it

relazione, cioè se le crisi bancarie derivino da fasi calanti del ciclo economico o se invece sono tali crisi a produrre effetti di tipo reale. Da un lato potrebbe essere la riduzione di domanda di beni e servizi a creare incertezza sul futuro spingendo le imprese a ritardare le decisioni di investimento e acutizzando le asimmetrie informative con il sistema bancario, costringendolo ad alzare gli interessi applicati o ridurre gli affidamenti. Dall'altro si può pensare che siano le crisi bancarie a comportare una riduzione della liquidità erogabile e quindi minore possibilità di accesso al credito da parte delle imprese determinando il cosiddetto *credit crunch*, producendo effetti negativi sugli investimenti delle imprese. Se si avvalora quest'ultima ipotesi, le imprese più dipendenti da fonti di finanziamento esterno dovrebbero essere quelle più pesantemente colpite da una crisi del sistema bancario, al contrario se la crisi ha origine nel sistema delle imprese e deriva quindi da un calo della domanda di credito, gli investimenti non dovrebbero variare in funzione della dipendenza al finanziamento bancario. Dal lavoro di Duchin *et al.* è stato dimostrato come la riduzione degli investimenti aziendali è maggiore quanto più alta è la dipendenza al sistema delle banche e minore la disponibilità di risorse proprie, tali imprese infatti, in periodi di *credit crunch* sono quelle che più frequentemente rinunciano ad investimenti con valore attuale netto maggiore di zero.¹⁵ Potremmo dire quindi che viene valorizzato il ciclo causale crisi bancaria - contrazione dei finanziamenti e della liquidità ottenibili dalle imprese - effetti negativi sugli investimenti aziendali e sull'economia reale.

L'avvento della crisi dei mutui subprime quindi, deve essere accostato al picco di insolvenze di tali mutui raggiunto nel 2007, picco che si raggiunse progressivamente

¹⁵ DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Torino, Giappichelli editore, 2013, pagg. 111-112

dopo che la Federal Reserve, a partire dal 2004, invertì il segno della propria politica economica cominciando ad aumentare i tassi di riferimento in risposta alla ripresa dell'economia. Andando a spiegare in maniera più fluida tutti i passaggi spiegati in precedenza, tale crisi ha impattato prima di tutto sui soggetti che avevano acquistato i mutui, cioè le società veicolo, le quali non si videro più rimborsare le rate di tali crediti e quindi non furono più in grado di rimborsare i prestiti obbligazionari da loro erogati, né di pagare i relativi interessi. Le società veicolo non riuscirono neanche a soddisfare le proprie pretese esercitando il pignoramento degli immobili ipotecati e rimettendoli sul mercato, dal momento che l'elevato numero di insolvenze fece sì che in poco tempo furono messi all'asta così tante case da determinare un eccesso di offerta sulla domanda, a cui fece seguito un crollo dei relativi prezzi. Le case quindi non trovarono più acquirenti o venivano vendute ad un prezzo notevolmente inferiore rispetto al valore del mutuo e fu così che le SPV entrarono in crisi di liquidità. Ripercorrendo lo stesso percorso alla base della cartolarizzazione, a catena furono coinvolti gli obbligazionisti, i quali avevano finanziato le SPV sottoscrivendo le varie tranches di MBS (o CDO) che nel giro di pochi mesi arrivarono ad un valore pressoché nullo. Tra questi obbligazionisti c'erano società finanziarie, grosse banche di investimento ed altre società bancarie, talvolta le stesse che avevano ceduto i propri mutui e che quindi, credevano di essersi liberate del rischio di insolvenza dei mutuatari. Tali soggetti non considerarono il fatto che il sistema degli ABS avrebbe retto solo fino a quando i creditori originari fossero stati solventi e che il generale clima di sfiducia nel mercato finanziario avrebbe avuto effetti anche su altri titoli non garantiti che quindi non dipendevano in alcun modo dal sistema della cartolarizzazione, la cui svalutazione avrebbe comportato grosse perdite nel bilancio delle stesse banche. La crisi dei mutui subprime nasce dunque

come crisi immobiliare per poi divenire finanziaria e quindi intaccare il sistema bancario, come già abbiamo spiegato tale passaggio è avvenuto non solo perché le banche avevano sottoscritto MBS o CDO, la cui svalutazione aveva prodotto grosse perdite patrimoniali ma anche perché avevano continuato a finanziare le SPV quando queste erano entrate in crisi di liquidità. Le banche continuavano a concedere prestiti alle SPV sia perché avevano da sempre sponsorizzato l'attività delle SPV sia perché spesso facevano parte dello stesso gruppo e quindi cercavano di tutelare la propria immagine. Evitandone il default sarebbero state in grado di recuperare i finanziamenti a breve termine precedentemente erogati alle SPV con lo scopo di aiutarle nel rimborso delle obbligazioni quando le insolvenze dei mutui erano ancora sostenibili. Molti di questi finanziamenti rimasero tuttavia insoluti e le banche subirono un duro colpo in termini di credibilità, di svalutazione dell'attivo e riduzione di disponibilità liquide.

C'è stato quindi un impatto negativo sul mercato interbancario, cioè "quello su cui le banche si prestano denaro tra loro, è in sostanza il mercato del denaro residuale, che le banche con eccesso di liquidità offrono agli altri istituti che all'opposto necessitano di risorse liquide. I prestiti su questo mercato sono sempre avvenuti con varie scadenze: overnight (cioè con rimborso il giorno dopo), a due giorni, una settimana, un mese e oltre. A seconda delle scadenze, si applica un tasso diverso (es. overnight, Euribor)"¹⁶.

Il clima di forte incertezza aveva provocato una sorta di congelamento del mercato interbancario, visto che le banche non si fidavano più l'una dell'altra. I prestiti erano e sono ancora oggi circoscritti a scadenze brevissime e, in gran parte, tra banche dello stesso Paese. Il mercato interbancario è stato un altro canale che fece sì che la crisi

¹⁶ Definizione tratta dal sito ufficiale del sole24ore: www.ilsole24ore.com - disponibile su: <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/interbancario.html>

bancaria-finanziaria americana si estendesse oltre oceano divenendo una crisi a livello globale. Inoltre, anche le banche europee avevano sottoscritto i titoli tossici subendo danni patrimoniali e carenze di liquidità. In tale contesto si venne a delineare un'incapacità delle stesse di assolvere al loro compito principale, quello di raccogliere denaro per immetterlo nell'economia reale e garantire alle imprese e alle famiglie quelle provviste finanziarie necessarie per spingere consumo ed investimenti.

Questo fenomeno di carenza di liquidità a svantaggio delle imprese è noto come *credit crunch*, anche se più precisamente con tale termine si fa riferimento esclusivamente ad una restrizione del credito dal lato dell'offerta. In tale sede, considereremo la restrizione del credito come un evento esclusivamente derivante da un'incapacità del sistema bancario di reperire le risorse liquide necessarie per finanziare le imprese con conseguenze negative sull'economia reale, tuttavia è possibile parlare di riduzione del credito anche dal lato della domanda, facendo riferimento alla tendenza delle imprese di posticipare le scelte di investimento rinunciando a progetti con $VAN > 0$ a causa del clima di sfiducia presente in particolari fasi del ciclo economico. Un aspetto di cui si tratterà nel secondo capitolo.

1.3 La crisi del debito sovrano e gli interventi della Bce

A causa dell'impossibilità delle imprese di finanziare i propri investimenti, dal 2009, in tutta Europa e in particolar modo in Italia, dove il tessuto imprenditoriale è caratterizzato dalla quasi totale presenza di PMI che sono maggiormente dipendenti dai finanziamenti bancari, si susseguirono una serie di fallimenti che ebbero come effetto

immediato una drastica riduzione del PIL, cioè della ricchezza prodotta dai vari Stati. La crisi bancaria intacca l'economia reale¹⁷.

Una riduzione del PIL ha portato nel breve periodo ad una riduzione del gettito, quindi delle entrate fiscali e contemporaneamente un aumento della spesa pubblica per sostenere l'economia in crisi. È facile capire come in poco tempo ci fu un notevole peggioramento degli indicatori di finanza pubblica, cioè i rapporti deficit/PIL¹⁸ e debito/PIL, sui quali gli investitori pongono particolare attenzione per valutare l'affidabilità di uno Stato e il relativo merito creditizio, al fine di attribuire ai titoli di Stato il corretto rapporto rischio/rendimento. Le regole europee relative a tali rapporti furono istituite per facilitare la convivenza tra gli Stati membri europei aderenti all'Euro e sono contenute nel cosiddetto "patto di stabilità" già dai tempi del trattato di Maastricht, prevedendo un rapporto massimo del 60% tra debito pubblico e PIL ed un rapporto Deficit/PIL non superiore al 3%. Quando i vari Stati membri non rispettano tali parametri scattano ammonizioni, avvertimenti e multe fino all'apertura della procedura di infrazione da parte della commissione europea a seguito della quale lo Stato deve dimostrare di adottare le misure necessarie ad evitare il dissesto finanziario¹⁹.

La riduzione del PIL, il conseguente aumento della spesa pubblica e quindi anche del debito pubblico non fa altro che peggiorare la situazione finanziaria di uno Stato, aumentando il tasso di rendimento richiesto dagli investitori (quindi lo *spread*) per sottoscrivere i titoli emessi. Lo *Spread*, in senso generico è una differenza di rendimento

¹⁷ Approfondimenti sulle crisi finanziarie – *la crisi del debito sovrano del 2010-2011*, disponibile su www.consob.it

¹⁸ La differenza negativa tra le entrate e le uscite della pubblica amministrazione durante un anno solare, al lordo degli interessi sul debito pubblico, rapportato al PIL.

¹⁹ La soglia del 60% relativa al Debito/PIL è ad oggi un obiettivo quanto mai lontano per tante nazioni, basti pensare ad esempio, che l'Italia ha un rapporto debito/PIL pari a 132,2%, la Grecia del 181%, il Belgio 102%, la Francia 98,4%. I dati sono disponibili e costantemente aggiornati sul sito ufficiale Eurostat al seguente link: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Main_Page/it

tra due tassi d'interesse, nel nostro caso specifico si fa riferimento al differenziale di rendimento tra i titoli di Stato del debito pubblico italiano e quelli tedeschi (ritenuti i più sicuri dell'area Euro) e più precisamente, tra i Btp italiani e i Bund tedeschi con scadenza a 10 anni. Maggiore è lo *spread* più alto è il rendimento che uno Stato deve riconoscere ai propri finanziatori, in quanto ritenuto meno solvibile²⁰.

L'inizio della crisi del debito sovrano, in tali circostanze, può essere attribuito al momento in cui, nel 2009, "il primo ministro greco *Papandreou* rivela pubblicamente che i bilanci economici inviati dai precedenti governi all'Unione europea erano stati falsificati con l'obiettivo di garantire l'ingresso della Grecia nell'Eurozona: i conti pubblici erano dissestati. Il rapporto deficit/Pil viene alzato dal 3,7% al 12,7%"²¹ e gli interessi sui titoli greci aumentarono notevolmente in quanto gli investitori ritennero che la Grecia non sarebbe più stata in grado di rimborsare il capitale.

I paesi dell'eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. I cosiddetti Paesi *core* (come la Germania e altri Paesi non interventisti) si connotavano per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legata ad un debito pubblico poco sostenibile per l'indebitamento accumulato negli anni, dall'incremento del deficit e da bassi tassi di crescita del PIL²².

²⁰ Dal sito ufficiale borsa italiana sezione notizie-formazione: *Che cos'è lo spread dei titoli btp-bund? Significato e guida*. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/spread-titoli-di-stato159.htm>

²¹ BASSO F, DISEGNI S., *La Grecia e la crisi: cosa è successo dal 2009 ad oggi*, 30 novembre 2018, Corriere della Sera, pag. 1.

²² Approfondimenti sulle crisi finanziarie – *la crisi del debito sovrano del 2010-2011*, disponibile su www.consob.it

Nell'imminenza dello scoppio della crisi del debito sovrano, la BCE sarebbe potuta intervenire da subito, acquistando i titoli della Grecia sul mercato secondario, sostenendone il prezzo e contrastando l'aumento dei tassi di interesse, avrebbe così dimostrato la solidità dell'Europa e la sua coesione evitando l'effetto contagio che coinvolgesse tutti i Paesi a finanza debole. Tale crisi si è manifestata in tutta la sua forza quando, nel corso del 2011, ha investito anche l'Italia e la Spagna. Con specifico riferimento all'Italia i rendimenti dei Btp decennali hanno raggiunto dei livelli superiori al 7% e lo *spread* è passato in poco tempo da valori inferiori a 200 punti base a valori superiori a 500 punti base fino a toccare, nel novembre 2011 quota 575²³. Un aspetto importante, che segnalava la gravità della situazione, era che i titoli a breve scadenza erano saliti a rendimenti superiori rispetto ai titoli pluriennali, i Bot annuali raggiunsero un rendimento oltre il 9%, il che segnalava la forte preoccupazione di una probabile crisi di liquidità per l'Italia da parte degli investitori²⁴. Un aumento così consistente e immediato dello *spread* è il risultato di una serie di fattori che hanno incrementato la percezione del rischio sovrano dell'Italia che fu quindi soggetta ad un forte attacco speculativo:

- L'elevato stock di debito ha generato un *market sentiment* negativo sul grado di sostenibilità del debito pubblico nei confronti degli investitori i quali, non considerarono invece il fatto che l'Italia presentasse l'avanzo di bilancio più alto della zona Euro.

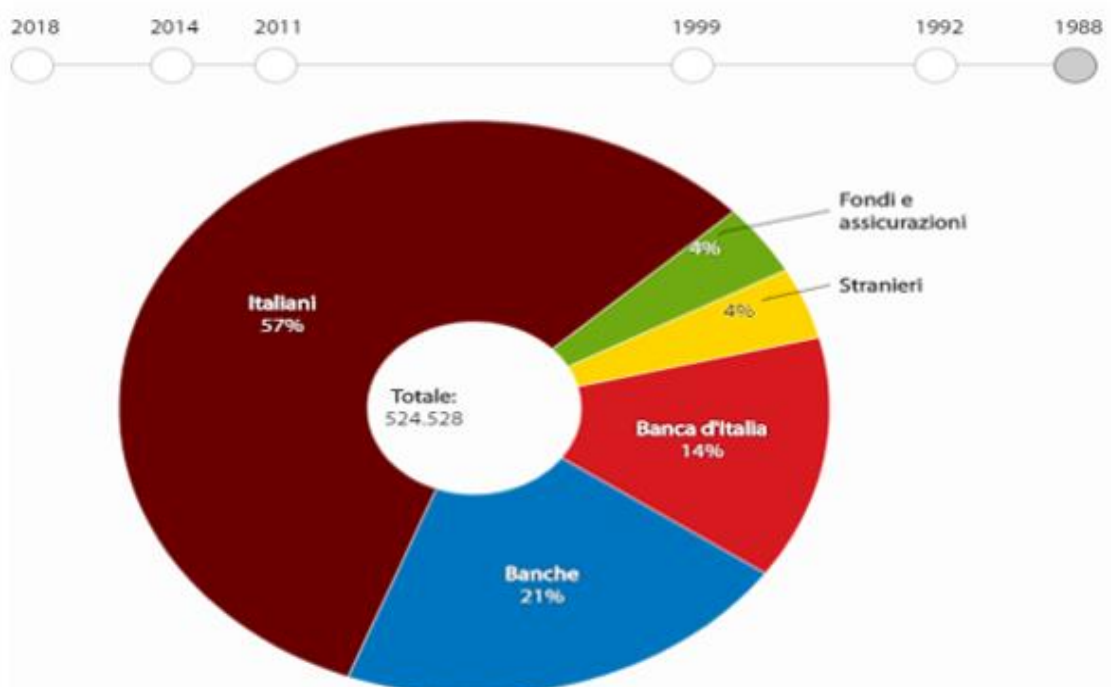
²³ Lo *spread* è calcolato in basis point dove ogni basis point è pari allo 0,01% di differenziale di rendimento tra Btp e Bund a 10 anni. Dal sito ufficiale borsa italiana sezione notizie-formazione: *Che cos'è lo spread dei titoli btp-bund? Significato e guida*. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/spread-titoli-di-stato159.htm>

²⁴ LONGO M., *Rischio Italia, un mercoledì di paura sui mercati: spread Btp-Bund a 575 punti, Bot a un anno al 9%*, 10 novembre 2011, *IlSole24Ore*, pag. 1.

- Un secondo fattore che ha dato foga all'attacco speculativo nei confronti del debito pubblico italiano è da ricondurre alla tipologia di soggetti che detengono i titoli del debito pubblico. Maggiore è la quota di debito detenuta da investitori stranieri e grandi fondi che investono con lo scopo di speculare più difficile è per uno Stato rifinanziare il proprio debito, soprattutto nel caso di particolari fasi di crisi finanziarie in quanto, in tali circostanze gli investitori esteri, che hanno maggiore potere contrattuale (sono price maker), chiedono rendimenti sempre più elevati e lo Stato non può fare altro che andargli in contro per potersi finanziare.

Alla fine degli anni '80 infatti, come si nota dal grafico 1.1, il debito pubblico italiano era principalmente nelle mani dei piccoli risparmiatori italiani (le famiglie) e solo una minima parte in quelle degli speculatori. Se le condizioni di oggi fossero state quelle di qualche anno fa l'attacco speculativo e il conseguente aumento dello *spread* sarebbe stato molto

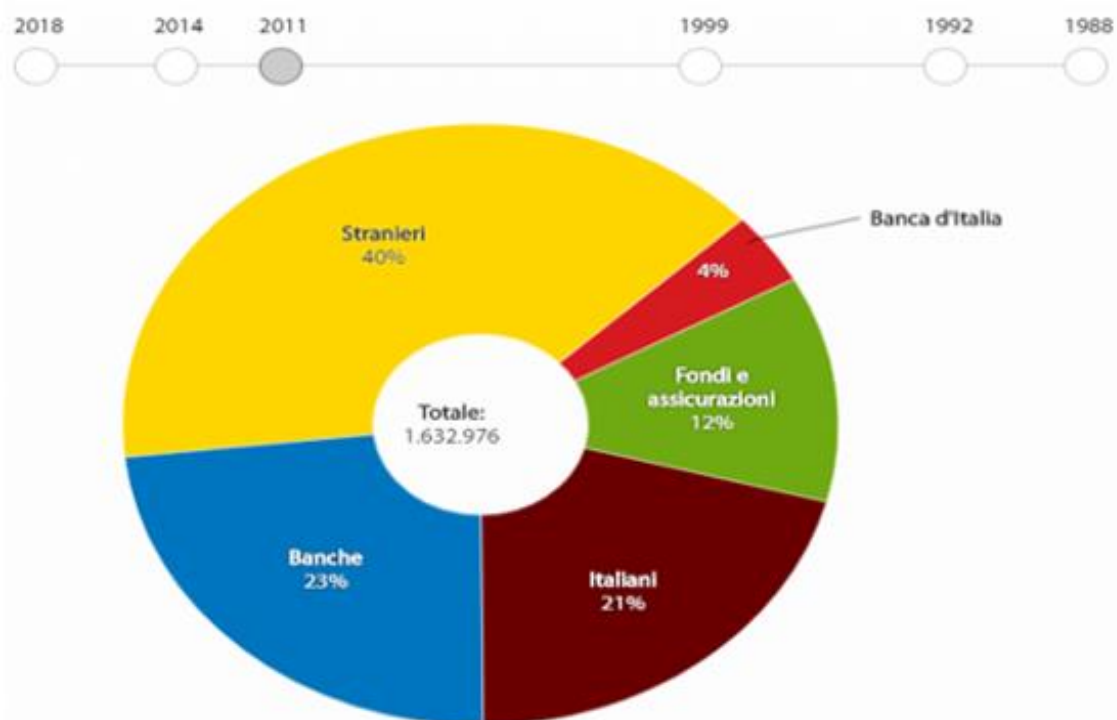
Grafico 1.1 I possessori del debito pubblico



Fonte: BINI F., *Chi ha in mano il debito pubblico italiano: l'evoluzione in 30 anni*, 30 Maggio 2018, La Repubblica.

più contenuto. Nel 2011, i dati²⁵ mostrano come la quota di debito in mano ai piccoli risparmiatori italiani era drasticamente calata al 21% (grafico 1.2), nel 2018 addirittura è arrivata ad occupare una fetta irrilevante della torta (pari al 6%) il che rende il debito pubblico italiano particolarmente assoggettato al rischio di attacchi speculativi. È importante dire che nel 2011, la quota detenuta dalla Banca d'Italia era solo del 4% mentre ad oggi è quadruplicata a dimostrazione degli effetti derivanti dagli acquisti da parte della stessa per il tramite delle operazioni di acquisto titoli nell'ambito del Quantitative Easing (di cui parleremo più nel dettaglio nel corso del lavoro).

Grafico 1.2 I possessori del debito pubblico



Fonte: BINI F., *Chi ha in mano il debito pubblico italiano: l'evoluzione in 30 anni*, 30 maggio 2018, La Repubblica

- Altro fattore che ha contribuito alla crescita dello *spread* è il conflitto di interesse di cui erano portatrici le agenzie di rating. Il rating è un giudizio espresso da un soggetto

²⁵ BINI F., *chi ha in mano il debito pubblico italiano: l'evoluzione in 30 anni*, 30 maggio 2018, La Repubblica. Facendo riferimento ai dati forniti dal database Banca d'Italia. Disponibile su: https://www.repubblica.it/economia/2018/05/29/news/chi_detiene_il_debito_pubblico_italiano_30_anni_di_cambiamenti-197562983/

esterno e indipendente, l'agenzia di rating, sulle capacità di un ente privato o pubblico di pagare o meno i propri debiti. Le agenzie si esprimono dunque sulla solvibilità di un soggetto emittente titoli di debito attribuendogli un voto²⁶. Il voto delle agenzie non poteva essere del tutto imparziale per una serie di motivi: prima di tutto perché è la società stessa (cioè il soggetto valutato) a pagare il valutatore (agenzia di rating); in secondo luogo tra i soggetti che detenevano quote rilevanti di partecipazioni delle agenzie vi erano fondi comuni di investimento, società di gestione del risparmio, banche e assicurazioni che possono trarre vantaggio da come viene espresso un giudizio di rating su determinati titoli sui quali sono esposti; ancora l'azionista delle agenzie di rating era spesso anche azionista della società valutata e infine si era venuto a creare un vero e proprio monopolio tra le agenzie, dal momento che sono solo quattro le più importanti, sulle quali molti facevano e fanno affidamento per le scelte di investimento, Moody's, Standard&poor's, Fitch e DBRS²⁷. In tale circostanza, un giudizio a di rating a ribasso sui titoli di Stato di un Paese poteva avere effetto a valanga sui prezzi dal momento che molti fondi, per statuto, non possono investire in titoli speculativi (con rating inferiori alla tripla B) e di conseguenza sono costretti a vendere determinando una riduzione dei prezzi e quindi un aumento dei tassi d'interesse relativi a quei titoli. In realtà la colpa non fu solo dei conflitti di interesse delle agenzie (che sono stati arginati successivamente con una serie di regolamenti più severi), quanto del fatto che troppo spesso gli investitori utilizzano come unico parametro di valutazione di un titolo il giudizio di rating attribuendogli eccessiva rilevanza.

²⁶ Dal sito ufficiale Borsa Italiana sezione notizie-formazione: *Rating, significato e funzionamento delle agenzie di rating*. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>.

²⁷ LONGO M., *Agenzie e azionisti, il grande conflitto*, 17 gennaio 2012, ilSole24Ore. <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-01-17/agenzie-azionisti-grande-conflitto063812.shtml?uuiid=AaG7KyeE>

Quello sui cui preme concentrarsi, nell'ambito della crisi del debito sovrano, è il motivo per il quale la BCE, con degli *spread* così elevati ha deciso di intervenire per riportare in una situazione di equilibrio i rendimenti dei titoli del debito pubblico. In primo luogo, perché il problema dello *spread* non riguardava più un unico Paese ma vi era un rischio contagio a tutti i PIIGS e perché c'era il rischio concreto che gli Stati in sofferenza uscissero dall'Euro per ricostruire una propria banca centrale e quindi riassumere il controllo della politica monetaria oltre che maggior flessibilità per quella fiscale. Oltre a ciò, il vero motivo alla base di un immediato intervento da parte della BCE è da ricondurre al fatto che l'aumento dello *spread* genera un danno alle imprese e all'economia reale. Tale danno è dovuto anche al fatto che le banche, sono caratterizzate spesso per una forte esposizione sui titoli del debito pubblico e un aumento dei rendimenti non fa altro che ridurre i prezzi dei titoli da queste detenute, quindi danneggiarne il loro patrimonio aggravando la situazione di carenza di liquidità erogabile alle imprese, anche perché le banche sono poi state costrette a ricapitalizzarsi e quindi monetizzare le perdite per reperire le risorse necessarie, fatto che peggiorò la problematica del *credit crunch*.

L'aumento dello *spread* inoltre, danneggia le imprese anche perché genera un aumento del costo del debito aziendale conseguente all'aumento del costo di raccolta del denaro per le banche. Infatti, se aumenta lo *spread* vuol dire che è aumentato il tasso di interesse che lo Stato deve garantire sui propri titoli del debito pubblico ai sottoscrittori, questo vuol dire che ci sarà sempre chi è disposto ad acquistare quei titoli in quanto offrono rendimenti elevati e, di conseguenza, le banche per potersi finanziare ed essere allettanti sotto il profilo dei rendimenti sono costrette ad alzare i tassi riconosciuti sui depositi o su eventuali emissioni obbligazionarie. Se aumenta il costo per la raccolta del

denaro, le banche devono aumentare anche i tassi di interesse richiesti sui finanziamenti da concedere ad imprese e famiglie, così da poter trarre il proprio profitto sfruttando la forbice tra gli interessi attivi e quelli passivi. Sostanzialmente si verifica un inasprimento delle condizioni di offerta di credito (*credit crunch*) dovuto da un'ulteriore riduzione della liquidità delle banche e al peggioramento delle condizioni di prestito, andando a danneggiare soprattutto le PMI le quali restano senza possibilità di finanziarsi attraverso il debito bancario, dal momento che, in tali condizioni, le banche tendono ad investire esclusivamente in quei soggetti più solvibili e solidi, tipicamente le grandi imprese²⁸.

La BCE decise di intervenire in maniera indiretta a sostegno dell'economia reale, lo fece attraverso le operazioni di LTRO (long term refinancing operation), cioè dei prestiti a medio-lungo termine (solitamente con scadenza a 3 anni) a favore delle banche così che quest'ultime avessero potuto ottenere la liquidità necessaria da concedere alle imprese²⁹. Ci furono due tranches di LTRO, nel dicembre 2011 e febbraio 2012 che iniettarono nel sistema bancario europeo oltre 1.000 miliardi di euro, tuttavia le banche non utilizzarono questo denaro per investirlo in progetti d'impresa bensì per acquistare titoli del debito pubblico con scopo speculativo. In Italia, con lo *spread* sopra quota 500, le banche decisero di investire in titoli del debito pubblico che rendevano intorno al 6-7% mentre riuscivano a finanziarsi dalla BCE allo 0,75% lucrando sulla differenza. Tuttavia, secondo uno studio è risultato che le operazioni di Ltro hanno avuto comunque un impatto indiretto positivo sull'offerta di credito, in quanto ha permesso una riduzione

²⁸ LOPS V., *Ecco come lo spread Btp-Bund mette a rischio quello sui mutui e le erogazioni*, 18 maggio 2012, [IlSole24Ore](#), pag. 1.

²⁹ *Approfondimenti sulle crisi finanziarie – la crisi del debito sovrano nell'area Euro: gli eventi chiave e gli interventi delle autorità di politica economica e monetaria*, disponibile su www.consob.it

degli *spread* e dei tassi applicati dalle banche sul mercato interbancario³⁰. Dunque, anche se i prestiti bancari in Italia hanno continuato a diminuire nel 2012 il risultato dell'indagine portata avanti da Casiraghi, Gaiotti et al. suggerisce che tali operazioni hanno di fatto evitato una restrizione creditizia molto più severa contrastando il calo dei prestiti. Le imprese e soprattutto le PMI tuttavia, non ottennero di fatto un gran beneficio dal momento che le banche avevano ancora un'eccessiva sfiducia ma almeno fu raggiunto l'obiettivo principale seguito dalla BCE, quello di abbassare gli *Spread* sul debito, dal momento che gli acquisti massicci da parte delle banche sostennero il prezzo dei titoli di Stato riducendo i tassi d'interesse. Al contrario, le banche degli Stati europei più virtuosi, dato che i tassi di rendimento del proprio debito pubblico non erano convenienti e che ritenevano il debito pubblico italiano (o degli altri PIIGS) troppo rischioso oltre al fatto che non intendevano iniettare liquidità a favore delle imprese, si ritrovarono a tenere in deposito presso la BCE tale liquidità a tasso zero (oggi il tasso sui depositi presso la Bce è -0,5%) e così decisero di mettere fine a tale perdita restituendo poco dopo questi prestiti. Ad esempio, nella prima tranche di LTRO, furono restituiti dopo circa un anno ben 137 miliardi³¹.

Tutta questa liquidità erogata dalla BCE è andata solo in minima parte all'economia reale, per la precisione solo un terzo è arrivato ad imprese e famiglie mentre tutto il resto è stato usato per fare trading sui titoli del debito pubblico come precedentemente detto³², vi fu quindi una persistenza del *Credit Crunch* soprattutto per le PMI che non potevano soddisfare i requisiti di accesso al credito né sostenere i tassi pretesi. L'effetto

³⁰ CASIRAGHI M, GAIOTTI E., RODANO L., SECCHI A., *The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis*, september 2013, occasional paper n. 203, Banca d'Italia, pag.25.

³¹ MERLI A., *Bce, le banche restituiscono 137 miliardi*, 26 Gennaio 2013, *IlSole24Ore*, pag. 23.

³² CARLINI V., *Liquidità Bce, all'economia solo un terzo*, 2 Dicembre 2012, *IlSole24Ore*, Pag. 7.

principale delle operazioni di LTRO fu quindi quello di sostenere i prezzi dei titoli del debito pubblico italiani riducendo lo *Spread*, tuttavia nel momento in cui tale liquidità si è esaurita, verso metà 2012 gli *Spread* tornarono a salire e i titoli del debito pubblico italiano e spagnolo furono oggetto di un nuovo attacco speculativo.

Fu a seguito di questo secondo aumento che la BCE decise di intervenire in maniera più diretta a sostegno degli Stati e dell'economia reale e ci fu il famoso discorso dell'allora presidente Mario Draghi che il 26 Luglio 2012 pronunciò le parole "whatever it takes" comunicando al mondo intero che la Bce avrebbe fatto di tutto per preservare l'Euro e che ciò sarebbe bastato³³. Le sole dichiarazioni del governatore BCE favorirono un primo calo delle tensioni sui mercati finanziari alimentando aspettative positive degli investitori circa il mantenimento da parte della BCE di un assetto espansivo della politica monetaria per lungo tempo. La BCE annunciò l'Outright Monetary Transactions (OMT), dichiarandosi disponibile ad acquistare titoli governativi in quantità illimitata nel caso in cui lo *spread* dei Paesi in difficoltà avesse mostrato dinamiche incompatibili con la corretta trasmissione della politica monetaria. Gli acquisti venivano eseguiti a condizione che lo Stato si fosse impegnato a rispettare condizioni molto severe in termini di politica economica e di riforme, soprattutto fiscali e previdenziali. L'OMT è un'evoluzione del securities market program (SMP), già adottato dal 2010, il quale consisteva sempre in operazioni di politica monetaria espansiva a favore dei Paesi maggiormente colpiti dalla crisi economica e che si concretizzavano in acquisti di titoli di Stato da parte della BCE con operazioni di mercato aperto (sul mercato secondario)

³³ BASTASIN C., *Bce, era il 26 luglio 2012: un giorno che cambiò il corso degli eventi. Così nacque il whatever it takes*, 18 gennaio 2015, *IlSole24Ore*. <https://st.ilssole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-01-18/cosi-nacque-whatever-it-takes-142215.shtml?uuid=ABI8myfC>.

proprio come previsto per gli OMT anche se, a differenza di quest'ultimo non richiedeva l'assunzione di particolari impegni da parte dello Stato beneficiario³⁴.

Insieme all'OMT, divenne operativo anche l'ESM (European Stability Mechanism), il nuovo fondo salva-Stati che raccoglie l'eredità dell'Efsf (European Financial Stability Facility) il quale fu istituito per sostenere finanziariamente gli Stati in difficoltà attraverso prestiti diretti ed era già intervenuto a sostegno di Irlanda, Grecia e Portogallo. Il nuovo ESM ha in dotazione un capitale pari a 700 miliardi versati dai vari Paesi UE e una capacità di intervento per un valore pari a 500 miliardi a cui sono da aggiungere le somme residue dell'Efsf³⁵. L'Esm può intervenire attraverso tre diverse modalità:

- Attraverso il doppio binario che prevede l'acquisto di titoli del debito pubblico dello Stato beneficiario, la BCE acquista titoli sul mercato secondario mentre il fondo procede all'acquisto di quelli di nuova emissione (in asta sul mercato primario) in entrambi i casi con un focus sui titoli a breve con scadenza 1-3 anni. La decisione di procedere viene assunta a seguito di un'analisi da parte della Bce che deve riconoscere l'esistenza di circostanze eccezionali sui mercati finanziari e la richiesta viene accolta solo una volta sottoscritto il cosiddetto *memorandum of understanding* (Mou), cioè un accordo attraverso il quale lo Stato richiedente si impegna ad eseguire determinate politiche di austerità (sul piano fiscale, previdenziale, lavoro ecc..) che viene sottoscritto con la Trojka (costituita da BCE, commissione europea e fondo monetario internazionale), l'organo collegiale che verifica la corretta esecuzione del Mou stesso. L'intervento viene quindi sottoposto a delle stringenti condizionalità a carico dello Stato beneficiario;

³⁴ Approfondimenti sulle crisi finanziarie – *la crisi del debito sovrano nell'area Euro: gli eventi chiave e gli interventi delle autorità di politica economica e monetaria*, disponibile su www.consob.it

³⁵ Dati e concetti relativi all'ESM sono stati tratti da: Bussi C., *Scudo salva-Ue: Gli ostacoli operativi frenano il debutto*, 8 Ottobre 2012, *IlSole24Ore*, pag.11.

- L'ESM può agire anche attraverso finanziamenti diretti ai Paesi in difficoltà che comunque devono impegnarsi a rispettare condizioni ex ante ed ex post ed essere sottoposti a controlli periodici da parte della Trojka. Si tratta di un programma che prevede l'apertura di linee di credito dirette per la durata di un anno, rinnovabile;

- Infine, può intervenire attraverso operazioni di ricapitalizzazione diretta delle banche.

Un aspetto importante da notare è che, proprio uno dei Paesi in maggiore difficoltà, cioè l'Italia era riuscita a trovare la liquidità necessaria per essere il terzo sottoscrittore più importante dell'Esm, con una quota pari a 125,4 miliardi³⁶ e che fu l'unico PIIGS a non chiedere l'aiuto del fondo salva stati in quanto si tutelò autonomamente attraverso delle riforme, per garantirsi la sostenibilità finanziaria ed evitare di essere assoggettata ad altri attacchi speculativi (riforma salva Italia e riforma Fornero). Anche con l'utilizzo di questi nuovi strumenti, tutta questa liquidità arrivò solo in parte all'economia reale e principalmente andò nelle casse degli Stati o delle banche, che decisero di mantenerla, anche in vista dei maggiori requisiti di capitalizzazione richiesti alle stesse o comunque di prestarla esclusivamente ai creditori più affidabili. Creditore più affidabile è spesso sinonimo di grande impresa così, ancora una volta molte PMI rimasero fuori dal circuito di accesso ai prestiti bancari, fatto che danneggiò Europa e soprattutto l'Italia, come più volte detto tipicamente caratterizzata da un tessuto imprenditoriale a forte presenza di imprese di piccola dimensione.

Tutti questi interventi (Ltro, SMO, OMT, ESM) hanno sicuramente contribuito a ridurre la spesa per interessi sul debito italiano, a ridurre i tassi di interesse dei prestiti bancari e a sostenere i profitti e i flussi di cassa delle imprese ma i flussi di credito alle imprese

³⁶ Bussi C., *Scudo salva-Ue: Gli ostacoli operativi frenano il debutto*, 8 Ottobre 2012, *IlSole24Ore*, pag. 11.

hanno comunque continuato a diminuire anche se in modo meno brusco di quanto sarebbe stato altrimenti. Tali operazioni non hanno impedito all'Italia di cadere in recessione ma l'hanno tenuta fuori da una depressione molto più profonda³⁷.

La liquidità arrivò indirettamente alle banche perché queste, avevano in bilancio una grande quantità di titoli di Stato e approfittarono degli interventi della BCE di acquisto sul mercato secondario per smobilizzare il proprio attivo e conseguire forti capital gain, grazie alla riduzione progressiva degli *Spread* e quindi all'aumento dei prezzi dei titoli di vecchia emissione. Gli interventi non furono abbastanza incisivi così da permettere la spinta al credito necessaria per risollevarne l'economia e nel 2014 la Bce ha lanciato una nuova operazione di finanziamento alle banche attraverso i TLTRO (targeted long term refinancing operation). Si tratta appunto di prestiti a beneficio delle banche con scadenza a 4 anni con lo scopo di far affluire denaro a sostegno dell'economia e che si differenziano dagli LTRO per il fatto che si trattano di finanziamenti mirati (targeted), cioè che vengono concessi alle banche solo a condizione che queste utilizzino il denaro per prestarlo a imprese non finanziarie (soprattutto per le PMI) e famiglie (escluso l'erogazione di mutui).

Nel 2015 la Bce interviene nuovamente con l'APP (asset purchase program) meglio conosciuto con il nome di quantitative easing, un programma di acquisto mensile di titoli pubblici e privati sul mercato secondario (in realtà l'acquisto dei corporate bond poteva avvenire anche sul primario) allo scopo di alleggerirne i bilanci delle banche e fornire il denaro necessario per la concessione di credito a favore delle imprese, la ripresa degli investimenti e di conseguenza di produzione e occupazione. Altri obiettivi del QE erano

³⁷ CASIRAGHI M, GAIOTTI E., RODANO L., SECCHI A., *The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis*, september 2013, occasional paper n. 203, Banca d'Italia, pag.26.

l'abbassamento del tasso di cambio euro/dollaro per sostenere le esportazioni, aumentare l'inflazione per incentivare il consumo e investimenti (obiettivo inflazione vicina ma inferiore al 2%) e infine ridurre il costo dei finanziamenti alle imprese³⁸. La riduzione dei tassi bancari fu spinta dalla riduzione del costo di raccolta, agevolata dalla contrazione degli *spread* dovuta a sua volta dall'acquisto periodico sul mercato secondario che ne sosteneva il prezzo. L'acquisto di titoli nell'ambito del QE riguardava, oltre a titoli del debito pubblico, anche ABS, obbligazioni garantite e corporate bond. Per poter procedere all'acquisto di obbligazioni corporate queste devono possedere determinate caratteristiche³⁹:

- Elevato merito creditizio, rating superiore alla tripla B, il quale deve essere rilasciato da una delle 4 agenzie di rating più importanti (standard & poor's, Moody's, Fitch e DBRS);
- L'emittente deve essere una società non bancaria con sede legale nell'area euro;
- La scadenza dei titoli può andare da un minimo di 6 mesi ad un massimo di 30 anni;
- Le obbligazioni devono essere quotate in euro.

Il Qe prevedeva inizialmente un acquisto di titoli per un ammontare pari a 60 miliardi mensili, importo che fu successivamente aumentato a 80 miliardi e poi ridotto a 30 nel corso del 2018. Il programma di acquisti è terminato il 31 Dicembre 2018 sortendo effetti positivi comunque inferiori rispetto alle aspettative e non consentendo una piena e immediata ripresa dell'economia europea. È per questo che nel 2019, l'uscente presidente della Bce Mario Draghi d'intesa con la neoeletta Christine Lagarde, ha

³⁸ MERLI A., *È partito il grande Qe all'europea*, 10 marzo 2015, *IlSole24Ore*, pag. 1.

Disponibile su: <https://st.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-03-10/e-partito-grande-qe-all-europea-063558.shtml?uuid=ABn3bk6C>

³⁹ FRANCESCHI A., *Bond aziendali, acquisti Bce al via*, 9 Giugno 2016, *IlSole24Ore*.

Disponibile al link: <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-06-09/bond-aziendali-acquisti-bce-via-063523.shtml?uuid=ADQn7uY>.

annunciato il lancio di un nuovo QE da 20 miliardi al mese, accompagnato dal mantenimento dei tassi di riferimento Bce ai minimi e da una nuova tranches (la terza) di TLTRO con un aumento delle relative scadenze, si tratta di una politica ultra-espansiva senza scadenza che resterà in vigore fino a quando sarà necessario⁴⁰. In realtà la recente crisi sanitaria dovuta al Covid-19 ha costretto la Bce a potenziare il bazooka, stanziando 750 miliardi a marzo 2020 e altri 600 a giugno 2020 per acquisto di titoli nell'ambito del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)⁴¹.

Tornando al periodo post crisi, tutte le misure adottate dalla Bce, considerando anche il primo anno di operatività del QE, non avevano prodotto grossi benefici, anzi nel 2015 si era registrata, rispetto all'anno precedente una contrazione degli impieghi vivi verso le piccole imprese, nonostante l'economia mostrasse i primi segnali di ripresa e anche la domanda di credito da parte delle piccole imprese evidenziasse un lieve aumento. La principale causa di difficoltà di accesso al credito bancario da parte delle PMI nel periodo 2014-2015 risultava proprio essere l'eccessiva richiesta di garanzie e in secondo luogo i tassi di interesse troppo elevati, in quanto la riduzione progressiva degli *spread* non aveva ancora prodotto l'effetto di una sufficiente riduzione dei tassi applicati dalle banche⁴². Dal 2016 gli effetti furono più visibili e i prestiti tornarono a crescere. Lasciando a un momento successivo una maggiore trattazione dell'argomento relativo all'andamento dei prestiti alle imprese, in tale sede possiamo anticipare che, se davvero le PMI sono i soggetti che soffrono maggiormente delle fasi di restrizione creditizia,

⁴⁰ SORRENTINO R., *Bce, nuovo Qe da 20 miliardi al mese e taglio tassi: ecco il bazooka di Draghi*, 13 Settembre 2019, *IlSole24Ore*. Disponibile al link: <https://www.ilsole24ore.com/art/nuovo-qe-20-miliardi-mese-e-taglio-tassi-depositi-ecco-bazooka-bce-ACJqjuj>

⁴¹ Gerosa F., *La Bce aumenta il Pepp di 600 mld e lo estende a fine giugno 2021*, 4 giugno 2020, *MilanoFinanza*

⁴² NICOAI D., GUBITTA P., *TLTRO e Qe non consentono ancora la ripresa del credito: lo scetticismo delle piccole imprese*, 2016, pp. 129-131.

essendo più dipendenti dal finanziamento bancario e se la difficile ripresa dell'economia italiana ed europea è riconducibile alla massiccia presenza di piccole imprese eccessivamente bancocentriche, allora bisogna trovare il modo di incentivare e istruire le stesse a finanziarsi con modalità alternative da affiancare a quelle tradizionali così da poter soddisfare il proprio fabbisogno finanziario in tali periodi ed evitare che, crisi di matrice bancaria-finanziaria, producano effetti così devastanti sull'economia reale di cui ancora oggi l'Europa non può dire di essersi tirata fuori. Tuttavia, l'attuale stagnazione dell'economia europea è da ricondurre anche ad altri eventi di cui non si tratterà in tale lavoro, come ad esempio l'aumento dei dazi e delle politiche protezionistiche di grandi forze economiche come gli USA, l'inasprimento dei rapporti Usa-Cina che ha effetti sull'economia globale o ancora gli effetti della Brexit. Per essere attuali, l'emergenza sanitaria da Covid-19 ha di fatto bloccato l'economia globale e distrutto ogni prospettiva o attesa di una fase di intensa e persistente crescita economica.

CAPITOLO 2: LE DIFFICOLTÀ E LE DEBOLEZZE DELLE PMI

A seguito della crisi finanziaria e, ancor di più, della crisi del debito sovrano vi è stata in Italia una forte contrazione del livello dei prestiti all'economia reale. In tale paragrafo si andrà dapprima a riportare la dinamica del credito bancario lungo un periodo che supera il decennio, all'interno di un paragrafo puramente descrittivo. Un tema di particolare interesse sarà poi quello di considerare la doppia dimensione che ha probabilmente generato questa contrazione dei prestiti, cioè, sia il lato dell'offerta che quello della domanda di credito. Infatti, spesso si associa erroneamente la riduzione dei flussi di credito al termine *credit crunch*. Tuttavia, il termine anglosassone rispecchia esclusivamente un calo dell'offerta di prestiti che non riflette una riduzione della domanda o il peggioramento del rischio di insolvenza dei prenditori, bensì scelte e vincoli interni alle stesse banche. In letteratura non vi è una definizione univoca di *credit crunch* ma Secondo Bernanke e Lown (1991), rappresenterebbe tecnicamente una significativa traslazione verso sinistra della curva di offerta di credito bancario, a parità di tasso di interesse reale e di merito di credito dei potenziali debitori¹. Un altro sotto paragrafo andrà a riportare uno studio che dimostra come le PMI abbiano subito maggiormente la contrazione dal lato dell'offerta.

I successivi due paragrafi servono da premessa per avvalorare la tesi della necessaria evoluzione del sistema finanziario, verso la spinta ai canali alternativi di finanziamento rispetto a quello bancario. Infatti, le abitudini finanziarie delle PMI italiane riportate nel

¹ Panetta F., Signoretti F.M., *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, aprile 2010 Questioni di economia e finanza – Occasional paper n.63, pag.7.

secondo paragrafo mostrano un quasi assoluto ricorso ai prestiti bancari, soprattutto di breve termine nel periodo precrisi e tale dipendenza risulta persistere anche oggi, seppur è in atto un lieve processo di *deleveraging*. Il livello di leverage delle PMI italiane risulta essere superiore rispetto agli altri principali paesi Ue, questo era vero prima del 2008 e lo è tuttora. A tal proposito, il secondo paragrafo si conclude andando a dimostrare come, un alto livello di indebitamento (particolarmente bancario), possa incidere sulla probabilità di default delle imprese in presenza di shock economici. In sintesi, le PMI italiane sono ancora troppo bancocentriche e questo è un elemento di criticità, visto le ripercussioni che tale caratteristica può avere sulla nostra economia in risposta a periodi di flessione del settore finanziario e bancario.

A peggiorare la situazione, vi sono le regole di *Basilea 3* le quali prevedono requisiti patrimoniali molto più stringenti rispetto alla precedente regolamentazione. Le regole sono sostanzialmente confermate da *Basilea 4* e, tra l'altro, queste ultime entreranno in vigore progressivamente in un periodo che va dal 2022 al 2027. I nuovi requisiti di patrimonializzazione, che sono collegati al livello di rischiosità dell'attivo bancario, insieme a nuovi limiti sul livello di leva finanziaria e requisiti di liquidità, se da un lato andranno a migliorare la stabilità del sistema bancario, dall'altro andranno a pregiudicare l'erogazione di credito verso i soggetti più rischiosi, spesso le PMI e le imprese innovative e in espansione. Queste regole hanno sicuramente influito sulla lenta ripresa del credito, del Pil e dell'economia italiana nel periodo post crisi.

La soluzione, ridurre il legame tra PMI e sistema bancario, favorendo le fonti di finanziamento alternative, permettendo una crescita più facile alle PMI e maggiori

possibilità di raccolta di risorse, rendendole meno vulnerabili a eventi simili alle recenti crisi.

2.1 La riduzione del credito bancario e le PMI

2.1.1 Andamento del credito e dei tassi bancari dal 2008 ad oggi

Nel 2000, quattro delle più importanti economie dell'area Euro (Italia, Francia, Germania, Spagna) avevano un rapporto tra prestiti bancari ad imprese e PIL che si aggirava intorno al 35-40%. Fino a poco prima della crisi finanziaria globale tale rapporto saliva di 15 punti percentuali in Italia, in Spagna addirittura del 46% e in Francia del 5% mentre solo in Germania ci fu un lieve calo. Nel caso italiano, le principali ragioni di questa crescita dei prestiti bancari erano da ricondurre sia alla crescente domanda da parte delle imprese sia dal fatto che le banche avevano grande disponibilità di finanziamento a basso costo rispetto a prima dell'unione monetaria, il che consentiva loro di prestare denaro senza doversi preoccupare troppo della raccolta al dettaglio. Le condizioni creditizie sono peggiorate con gli effetti della crisi finanziaria dei mutui subprime prima e quella del debito sovrano poi, a seguito delle quali si è assistito ad una graduale riduzione dei prestiti e ad un aumento degli investimenti in attività più sicure come l'acquisto di titoli di Stato, dando inizio al processo di *deleveraging* delle banche².

I prestiti bancari in essere subirono una prima riduzione nel 2009 per poi avere una

² ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. ET AL., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp 24-28.

breve fase crescente nel 2011 e crollare nuovamente quando la provvista di risorse da parte delle banche è divenuta più onerosa a seguito degli aumenti dello *spread* e all'attacco speculativo a danno dei nostri titoli di Stato.

Tra il 2008 e il 2013 l'Italia ha perso 9 punti percentuali di PIL ed è stata tra i paesi più colpiti in Europa a causa della restrizione nell'offerta di credito combinata con una dipendenza delle imprese italiane dai finanziamenti bancari come fonte esterna prevalente, in molti casi unica. La teoria economica ha dimostrato da tempo come gli shock macroeconomici siano amplificati da questo tipo di imperfezioni nel mercato del credito, con ricadute sull'attività e sugli investimenti delle imprese tanto più accentuate quanto è maggiore la loro dipendenza dal credito bancario (acceleratore finanziario), generando un circolo vizioso tra crisi finanziaria, bancaria e recessione³. Secondo i dati dell'indagine della Banca Centrale Europea sulle condizioni di offerta di credito dei paesi appartenenti all'area dell'euro, le restrizioni nell'offerta successive al 2009 non hanno avuto impatti molto differenti tra i vari paesi. Al contrario, nella fase più critica della crisi dei debiti sovrani, cioè fine 2011, le difficoltà di accesso al credito sono risultate particolarmente acute in Italia, inferiori solo a quelle registrate in Portogallo. Questo può essere riconducibile non solo all'aumento dello *spread*, dal momento che l'aumento era stato inferiore per l'Italia rispetto a Grecia o Irlanda e allo stesso Portogallo, quanto per la massiccia presenza di PMI e per le caratteristiche della loro struttura finanziaria. Le imprese italiane, dopo diversi anni in cui avevano goduto di una relativa facilità di accesso al credito bancario presentavano bilanci aziendali appesantiti da un debito

³ ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp 24-28.

elevato sia nel confronto storico che in quello con altri paesi, presentavano ancora un'elevata incidenza degli oneri finanziari sul MOL e un'alta quota di finanziamenti a breve termine nei confronti delle banche che esponeva le aziende a rilevanti rischi di rifinanziamento visto la loro ridotta capacità di rimborso e forte presenza di debiti commerciali (aumento di rischi sistematici con altre imprese)⁴. La restrizione inoltre, in entrambe le crisi ha riguardato prevalentemente le imprese di minor dimensione ed ha impattato ancor più forte su quelle operanti nel Mezzogiorno.

Riportiamo qui di seguito alcuni dati in merito all'andamento del credito alle imprese italiane durante le due crisi, sfruttando i dati forniti dalla Banca d'Italia attraverso le sue relazioni annuali. Nel 2008, come conseguenza della crisi finanziaria globale vi era stata una forte contrazione dell'attività produttiva accompagnata da una decelerazione del credito bancario alle imprese. Come si può notare dalla tavola 2.1, il tasso di crescita dei prestiti calcolato su dodici mesi si era portato al 7% nel dicembre 2008, in calo di ben 5 punti rispetto allo stesso periodo del 2007 ed era sceso al 4,3% nel marzo 2009⁵, una decelerazione in linea con quella dell'area Euro eccetto la Germania dove il tasso di crescita era rimasto piuttosto stabile. La riduzione del credito aveva colpito tutti i settori ma aveva avuto impatto diverso sul territorio italiano dove addirittura, il tasso di crescita dei prestiti alle imprese manifatturiere del mezzogiorno subiva una variazione negativa (Tavola. 2.1). Le politiche di erogazione dei prestiti erano divenute più selettive soprattutto da parte dei principali grandi gruppi bancari per i quali la decelerazione del credito era cominciata già nel 2007. Il credito erogato dalle banche di minore

⁴ ALBERETO G., FINALDI RUSSO P., *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, luglio 2012, Occasional paper n. 127, Banca d'Italia, pp. 6-7.

⁵ Le variazioni percentuali dei prestiti saranno sempre da considerarsi su base annuale.

Tavola 2.1 Credito alle imprese (variazioni percentuali sui 12 mesi)

VOCI	Totale			Centro Nord			Mezzogiorno		
	dic. 07	dic. 08	mar. 09	dic. 07	dic. 08	mar. 09	dic. 07	dic. 08	mar. 09
Banche									
Branche di attività economica									
Industria manifatturiera (2)	6,6	3,9	0,3	6,5	4,4	1,0	7,3	0,2	-4,3
Costruzioni (2)	14,4	8,6	5,7	13,5	8,3	5,3	18,5	9,9	7,3
Servizi (2)	10,9	7,0	5,4	11,1	7,3	5,4	9,7	5,1	4,9
Altro (2)	32,1	11,9	5,3	37,4	12,5	4,9	5,0	8,7	8,1
Forme tecniche									
Conti Correnti	9,1	8,7	6,0	10,3	8,5	5,7	1,0	10,2	7,8
Mutui	11,5	7,4	5,6	11,2	7,9	6,0	13,2	5,1	3,7
Altro	14,4	4,7	0,9	14,8	5,2	1,0	11,2	1,0	-0,4
Totale (2) (3)	12,1	7,0	4,2	12,4	7,3	4,3	10,6	5,3	3,6
Società finanziarie									
Leasing (3)	13,0	9,5	10,3	12,3	8,4	8,9	18,8	17,9	21,9
Factoring e altro (3)	12,3	13,3	11,0	10,5	14,0	11,4	21,2	9,9	9,2
Totale (3)	12,8	10,5	10,5	11,8	9,8	9,5	19,7	15,0	17,4

Fonte: Relazione annuale Banca d'Italia sul 2008, Roma, 29 maggio 2009, pag. 181.

dimensione invece, aveva iniziato a rallentare solo negli ultimi mesi del 2008 e nel marzo del 2009. Dopo l'aumento dei tassi di interesse su prestiti alle imprese registrato nel 2008, il costo del credito aveva riflesso l'andamento dei tassi ufficiali subendo una lieve riduzione (quelli sulle nuove operazioni a tasso fisso e variabile si sono attestati rispettivamente al 4,3 e al 3,1% nel 2009 mentre le operazioni a tasso fisso avevano raggiunto il 5,5% a metà 2008)⁶. Il calo era stato più marcato per le operazioni di ammontare superiore al milione di euro ed era aumentata la differenza del costo di accesso tra piccole e grandi imprese (salita ad 1,3% di metà 2009 rispetto allo 0,7% di settembre 2008). Il peggioramento delle condizioni finanziarie delle imprese si è riflesso in una crescente difficoltà di rimborso dei prestiti bancari e di quelli nei confronti delle

⁶ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2008, Roma, 29 maggio 2009, pp. 181-183.

altre imprese (credito commerciale) soprattutto tra PMI, peggiorando le loro condizioni di accesso e danneggiando a catena altre imprese.

Nel corso del 2009, i prestiti bancari ad imprese si erano ridotti del 3% su base annuale a dicembre 2009 (Tavola. 2.2), calo che è poi proseguito nei primi mesi del 2010 descrivendo una situazione in netto peggioramento. I prestiti bancarie alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici erano diminuiti di circa 28 miliardi⁷. Le difficoltà di

Tavola 2.2 – Credito alle imprese (variazione percentuale su 12 mesi)

VOCI	Totale			Centro Nord			Mezzogiorno		
	dic. 2008	dic. 2009 (2)	mar. 2010	dic. 2008	dic. 2009 (2)	mar. 2010	dic. 2008	dic. 2009 (2)	mar. 2010
Banche									
Branche di attività economica (3)									
Industria manifatturiera	3,8	-8,9	-9,3	4,4	-9,3	-9,9	0,2	-5,5	-3,6
Costruzioni	8,6	-1,1	-1,4	8,3	-2,0	-2,2	9,8	2,5	1,4
Servizi	6,9	-0,5	-0,6	7,3	-0,9	-1,1	4,2	2,1	2,7
Altro	11,9	-4,5	-2,2	12,4	-5,8	-3,3	8,7	4,3	5,7
Forme tecniche									
Conti Correnti	8,5	-6,9	-6,4	8,5	-7,5	-7,1	8,2	-2,0	-1,4
Mutui	7,4	5,6	5,9	7,9	5,7	5,9	5,1	4,9	5,7
Altro	4,8	-12,0	-12,8	5,3	-12,8	-13,7	1,0	-5,9	-5,2
Totale (3) (4)	7,0	-3,0	-2,9	7,3	-3,6	-3,5	5,3	0,5	1,3
Società finanziarie (4)									
Leasing e altro	9,6	5,6	6,0	8,6	5,8	5,4	16,5	4,5	3,4
Factoring	13,0	-2,2	-2,5	14,0	-2,0	-2,3	9,9	-3,5	-3,7
Totale	10,4	4,2	4,4	9,7	4,3	4,8	15,1	3,0	2,2

Fonte: Relazione annuale Banca d'Italia sul 2009, Roma 31 maggio 2010, pag. 180

accesso al credito apparivano più marcate per l'Italia rispetto agli altri paesi, dal momento che la quota di imprese che non avevano ottenuto l'intero ammontare di credito richiesto è stata pari al 15% rispetto ad una media europea che si attestava al 10% (eccezion fatta per la Spagna che registrava un 20%). I tassi di interesse andavano invece riducendosi (nel 2010 il tasso medio era del 3,1 in calo di un punto rispetto

⁷ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2009, Roma 31 maggio 2010, pag. 179.

all'anno precedente) anche grazie agli interventi dello Stato (ad esempio il rafforzamento del fondo centrale di garanzia, plafond a disposizione dei prestiti alle PMI da parte della cassa deposito e prestiti e maggior utilizzo dei confidi).

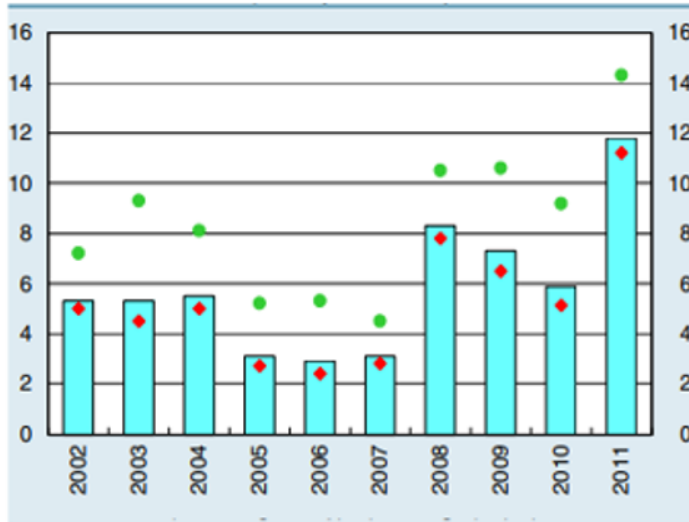
Dopo un anno di continua contrazione, dal settembre 2010 i prestiti bancari avevano ripreso ad espandersi portandosi ad un + 3.3% a marzo 2011⁸. La ripresa dei flussi di credito aveva riguardato le imprese di tutte le dimensioni e la quota di imprese che si erano viste negare in tutto o in parte le richieste di finanziamenti era in riduzione (6% in meno rispetto l'anno precedente). L'aumento del credito era da ricollegarsi anche ad una ripresa della domanda di finanziamenti per investimenti che si era fatta avanti quando invece le condizioni di offerta si erano mantenute piuttosto prudenti. Allo stesso tempo però, i tassi di interesse si riducevano ulteriormente in linea con la politica monetaria espansiva della Bce che stava riducendo progressivamente i tassi di riferimento.

Dalla seconda metà del 2011, con l'aumento dello *spread* italiano, la crescita dei prestiti bancari alle imprese aveva subito un nuovo rallentamento e nei primi mesi del 2012 la variazione era stata negativa (-2,3% rispetto a 12 mesi precedenti marzo 2012). A differenza di quanto osservato durante la crisi finanziaria globale la contrazione nel periodo a cavallo tra 2011 e 2012 era stata maggiore tra piccole imprese ma più omogenea sotto il profilo territoriale. Si era altresì accentuata la crescita dei tassi applicati dalle banche per il credito alle imprese (alla fine del 2011 era pari al 4% medio, quasi un punto percentuale in più rispetto ai 12 mesi precedenti) con un aumento

⁸ Si tratta sempre di variazioni percentuali su base annuale. Dati tratti dalla relazione annuale Banca d'Italia sul 2010, Roma, 31 maggio 2011, pp.177-181.

maggiore rispetto a quello osservato negli altri paesi Ue, in gran parte dovuto alla maggiore difficoltà di provvista delle banche italiane a seguito dell'aumento dello *spread* Btp-Bund⁹. Le tensioni finanziarie dovute alla crisi del debito sovrano avevano indotto un importante inasprimento delle condizioni di offerta del credito da parte delle banche e, sulla base dei dati Invid, circa il 40% delle imprese italiane indicava un peggioramento delle condizioni di accesso al credito nel secondo semestre del 2011 (valore raddoppiato rispetto al 2010) e andava attestandosi all'11,8% la quota di imprese razionate (Grafico

Grafico 2.1 – Quota di imprese razionate



Fonte: Relazione annuale Banca d'Italia sul 2011, Roma, 31 maggio 2012, pag. 179

2.1). Il principale motivo di tale peggioramento era da associare all'aumento del costo del credito ma l'incidenza del razionamento era rimasta contenuta (prossima allo zero) per le società con i bilanci più equilibrati mentre aveva colpito

maggiormente le imprese più rischiose e caratterizzate da squilibri, come più volte detto le PMI. La crisi del debito sovrano sembra aver avuto un impatto sulle PMI ancora più forte rispetto alla crisi finanziaria collegata ai mutui subprime, probabilmente perché avevano già subito un colpo da cui faticavano a riprendersi, visto gli squilibri di bilancio, ed hanno dunque sentito maggiormente la seconda ondata di restrizione creditizia.

Nonostante gli interventi della Bce (i primi Ltro e SMP, i successivi OMT) i prestiti bancari alle imprese avevano registrato un ulteriore calo del 2,5% nei dodici mesi terminati a

⁹ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2011, Roma, 31 maggio 2012, pp. 177-180.

marzo 2013¹⁰. La restrizione risultava dovuta sia a fattori di domanda collegata al calo degli investimenti sia dall'adozione di politiche creditizie più restrittive da parte degli intermediari, tra cui un ulteriore aumento dei tassi richiesti rispetto all'anno precedente. La soglia di imprese italiane razionate che dichiarava di non aver ottenuto in tutto o in parte il credito richiesto aveva raggiunto il 12%. Nel corso dell'intero 2013 si era registrato un ulteriore calo del tasso di crescita dei prestiti bancari alle imprese del 5%, il calo si era attenuato nel corso del 2014 (nei dodici mesi terminati a marzo 2014 si era registrato un -4,2%: vedi tavola 2.3)¹¹.

Tavola 2.3 – Credito alle imprese (valori percentuali)

VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale
	2011	2012	2013	marzo 2014	marzo 2014
Banche					
Attività economica delle imprese					
Manifattura	-0,3	-5,9	-6,1	-3,8	20,9
Costruzioni	-0,5	-2,4	-4,5	-4,3	15,6
Servizi	3,6	-2,4	-6,8	-6,2	32,9
Attività immobiliari	0,8	-1,1	-3,2	-3,9	11,8
Altro	9,0	1,1	-5,2	-3,5	9,1
Dimensione delle imprese					
Imprese piccole (2)	-0,2	-2,9	-4,0	-3,1	17,2
Imprese medio-grandi	3,2	-2,0	-5,3	-4,5	73,1
Durata dei prestiti					
Fino a un anno	4,2	-0,3	-6,2	-3,4	31,5
Oltre un anno	1,6	-3,2	-4,4	-4,7	58,8
Totale	2,5	-2,2	-5,0	-4,2	90,3
Società finanziarie					
Leasing	1,8	-2,6	-4,3	-3,9	6,3
Factoring	15,3	3,9	-6,2	-11,1	2,6
Altri finanziamenti	-5,9	-9,4	2,6	-0,4	0,8
Totale	4,2	-1,5	-4,4	-5,4	9,7
Banche e società finanziarie					
Totale	2,7	-2,1	-5,0	-4,4	100,0

Fonte: Relazione annuale Banca d'Italia sul 2013, Roma, 30 maggio 2014, pag. 187

La riduzione della variazione dei prestiti alle imprese era risultata molto più accentuata in Spagna (-10,2%) mentre molto contenuta in Germania anche se negativa (-1,8%) e positiva in Francia (+0,6%). Allo stesso tempo, nonostante la quota di imprese che aveva

¹⁰ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2012, Roma, 31 maggio 2013, pp.182-185.

¹¹ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2013, Roma, 30 maggio 2014, pp. 186-189.

richiesto nuovi prestiti fosse simile nei vari paesi, in Italia e Spagna le imprese che non riuscivano ad ottenerli erano maggiori rispetto a Germania e Francia a dimostrazione di una peggiore difficoltà delle banche nel raccogliere la liquidità per assolvere al loro compito verso imprese ed economia reale. Tuttavia, mentre si riscontrava un'attenuazione della severità dei criteri di concessione dei finanziamenti (che restano tuttavia restrittivi) la domanda di finanziamenti rifletteva la riduzione degli investimenti produttivi da parte delle imprese¹². I tassi applicati a finanziamenti di importo inferiore ad un milione e quelli di importo superiore mostravano un differenziale pari a 150 punti base, così come risultava essere di 240 punti base (in media) la differenza tra i tassi applicati su prestiti a breve scadenza alle aziende con bilanci meno in equilibrio e quelle più solide e ancora i tassi applicati dalle banche italiane erano più alti rispetto alla media Ue. La quota di imprese che, nel corso del 2013, aveva dichiarato di non aver ottenuto dalle banche i finanziamenti richiesti era scesa di circa tre punti rispetto al 2012 (al 9 per cento) ma si attestava ad un valore ancora alto rispetto al periodo 2005-07¹³. La contrazione del credito è proseguita nel 2014 e nei primi mesi del 2015, quando si era registrata un'ulteriore variazione negativa del tasso di crescita, pari a -1,8% tra marzo 2015 e lo stesso periodo del 2014 (nonostante le prime operazioni di Tltro e il QE). In quest'anno la riduzione del credito era associata ad un netto calo della domanda da parte delle imprese collegata ad un andamento negativo degli investimenti quando invece, le condizioni di offerta andavano migliorando con i tassi di interesse sui nuovi prestiti bancari che si erano ridotti di 120 punti base (al 2,3% a marzo 2015) riflettendo

¹² Relazione annuale Banca d'Italia sul 2013, Roma, 30 maggio 2014, pp. 186-189.

¹³ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2013, Roma, 30 maggio 2014, pp. 186-189.

le misure espansive dell'eurosistema¹⁴. La percentuale di imprese che dichiararono di non aver ricevuto parte o l'intero ammontare del prestito richiesto scese all' 8%, dato ancora doppio rispetto a quello ante-crisi. Dopo tre anni di marcata contrazione, nel corso dell'intero 2015 la riduzione dei prestiti erogati alle imprese da banche e società finanziarie si era pressoché arrestata e la stabilizzazione era proseguita nei primi mesi del 2016 (-0,7% nel marzo 2016)¹⁵. La dinamica creditizia risultava ancora fortemente eterogenea: i finanziamenti hanno ripreso a crescere per le imprese in condizioni finanziarie solide, mentre hanno continuato a contrarsi per quelle più rischiose e quindi a sfavore delle piccole imprese.

La dispersione del costo del credito si andava riducendo, ma rimaneva elevata: il differenziale tra i tassi applicati alle PMI quelle più grandi era sceso nel 2015 a 2,5 punti percentuali (3,0 nel 2014), circa un punto in più rispetto all'inizio della crisi¹⁶. Nel 2016 il tasso di crescita dei prestiti concessi da banche e società finanziarie alle imprese erano rimasti sostanzialmente stabili con una variazione positiva su base annuale pari allo 0,3% registrata a marzo 2017¹⁷. Sulla base dell'indagine Invind, la quota media di imprese che aveva dichiarato di non avere ottenuto i finanziamenti richiesti era tornata prossima ai valori del 2007 (4 per cento, un terzo del picco raggiunto nel 2012) ma l'eterogeneità nell'andamento del credito tra le diverse tipologie di aziende restava ampia, i prestiti bancari alle imprese di minore dimensione continuavano a ridursi a ritmi sostenuti. Una larga parte del diverso andamento del credito rispetto alle società più grandi era ed è

¹⁴ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2014, Roma, 26 maggio 2015, pp.57-59.

¹⁵ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2015, Roma, 31 maggio 2016, pp. 68-69.

¹⁶ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2015, Roma, 31 maggio 2016, pp. 68-69.

¹⁷ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2016, Roma, 31 maggio 2017, pag. 75.

ancora riconducibile alla maggiore vulnerabilità dei bilanci delle PMI le quali operano in settori in cui la ripresa economica non si era e non si è ancora pienamente manifestata (es. costruzioni), alla minore propensione delle banche a finanziare piccole imprese per via delle maggiori asimmetrie informative che le caratterizzano, maggiore leverage e di una più alta incidenza dei costi fissi di gestione dei crediti rispetto quelle più grandi. Nel marzo del 2017 il tasso di interesse sui nuovi prestiti si era attestato sull'2,2%, prossimo ai minimi storici, mentre il differenziale con la media dell'area dell'euro si era sostanzialmente annullato¹⁸. L'indebitamento delle imprese presso le banche ha ripreso a espandersi a tassi moderati solo nei primi mesi del 2018 (+1,1% rispetto a marzo 2017), circa cinque anni dopo la fine della recessione, riconducibile principalmente all'andamento positivo degli investimenti e favorito dal mantenimento di condizioni di offerta accomodanti¹⁹. I tassi di interesse bancari praticati alle imprese sono ancora scesi (1,7% medio a marzo 2018) ma il differenziale riscontrato per i finanziamenti alle piccole resta ancora elevato a conferma della loro difficoltà di accesso al credito. Nel 2018 i crediti bancari sono aumentati dell'1,0 per cento ma nella prima parte del 2019 sono tornati a ridursi (-0,7% rispetto a marzo 2018)²⁰. Ciò che risulta da questo riesame dell'andamento del credito è che durante la ripresa ciclica dell'economia le aziende di minore dimensione hanno incontrato difficoltà di accesso al credito superiori e, dal 2012 il volume dei finanziamenti diretti a queste imprese si è costantemente ridotto. Tutto questo deve portare ad avvalorare l'idea di tale progetto tesi, secondo il quale è di primaria importanza garantire nuove forme di accesso al credito alle PMI per impedire

¹⁸ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2016, Roma, 31 maggio 2017, pp. 76-77.

¹⁹ Relazione annuale banca d'Italia sul 2017, Roma, 29 maggio 2018, pp. 97-98.

²⁰ Relazione annuale Banca d'Italia sul 2018, Roma, 31 maggio 2019, pag. 95.

che crisi finanziarie-bancarie possano avere effetti così drastici e duratori sull'economia reale e per fare ciò è fondamentale ridurre la dipendenza al prestito bancario e tutelare il nostro tessuto imprenditoriale, incentivando e istruendo le PMI alla diversificazione delle fonti di finanziamento.

2.1.2 *"Credit crunch" o riduzione della domanda di credito?*

È fondamentale capire le origini della restrizione creditizia, scindere e comprendere il contributo derivante dall'indebolimento della domanda e quello dell'offerta di credito, soprattutto perché diversi tipi di restrizione richiedono interventi differenti affinché possano essere efficaci. Ad esempio, laddove il problema principale fosse la difficoltà di approvvigionamento di risorse da parte delle banche la soluzione potrebbe essere quella di immettere liquidità straordinaria nel sistema, cosa che ha fatto la Bce con le varie tranches di Tltro o con lo stesso Qe. Quando invece la restrizione dipende dal peggioramento delle condizioni di merito creditizio da parte dei prenditori (imprese e famiglie) le manovre di politica monetaria sui tassi di interesse di riferimento possono aumentare la disponibilità di credito e renderla più accessibile facilitando la ripresa economica, tuttavia agire invece dal lato della domanda è molto più difficile e spesso richiede enormi sforzi anche in termini di politica fiscale (si parla spesso di taglio al cuneo fiscale). Una riduzione dei prestiti a seguito di crisi finanziarie può essere di certo associata ad un calo della domanda, dovuta alla recessione economica. In ottica diversa le forti tensioni cui sono sottoposte le banche incidono di certo sull'offerta di prestiti. La maggiore rischiosità delle imprese può infatti indurre gli intermediari a prestare maggiore cautela nel concedere prestiti, può spingerle ad aumentare i tassi di interesse

per compensare il maggior rischio dei mutuatari. Inoltre, le carenze di capitale o di fondi liquidi o un aumento dell'avversione al rischio possono minare la capacità delle banche di soddisfare le richieste di finanziamento²¹.

La congiuntura negativa dell'andamento dei prestiti, con riferimento alla crisi finanziaria connessa ai mutui subprime, ha infatti trovato spiegazione non solo nell'aumento del costo del finanziamento o in particolari politiche restrittive praticate dalle banche, ma anche e forse soprattutto nel peggioramento delle condizioni di domanda di credito. La domanda delle imprese infatti, è direttamente collegata al proprio fabbisogno finanziario, a sua volta influenzato positivamente dagli investimenti che nel corso della crisi hanno subito un forte calo. Il fabbisogno finanziario è influenzato ancora, positivamente dall'andamento dell'attività economica e dalla riduzione del costo del debito bancario e negativamente dall'autofinanziamento. Secondo Panetta e Signoretti infatti, il rallentamento del credito nel biennio 2008-2009 è stato associato in particolar modo all'indebolimento della domanda di credito delle imprese, le quali hanno scontato una riduzione del fabbisogno finanziario dovuta al calo dell'attività produttiva e contrazione degli investimenti²². La circostanza dell'irrigidimento della domanda era stata confermata sia dalle stesse imprese, interrogate attraverso un'apposita indagine, in quanto la percentuale di imprese che dichiaravano di avere maggiori esigenze di finanziamento si era notevolmente ridotta, sia dalle banche (attraverso la *Bank Lending Survey* della Banca d'Italia), le quali comunicavano che la domanda era iniziata a calare

²¹ PANETTA F., SIGNORETTI F.M., *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, aprile 2010 Questioni di economia e finanza – Occasional paper n.63, pp. 7-9.

²² PANETTA F., SIGNORETTI F.M., *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, aprile 2010 Questioni di economia e finanza – Occasional paper n.63, pp. 13-15.

già nel 2007. Le banche intervistate indicavano di contro, che nel biennio in esame le condizioni di offerta di credito alle imprese si erano fatte effettivamente più restrittive, per lo più in conseguenza dell'aumento dei margini sui prestiti. Il peggioramento delle condizioni di offerta è stato originato dall'incremento delle sofferenze bancarie (NPL) in combinazione con una riduzione della qualità dei prestiti e dei mutuatari, soprattutto imprese manifatturiere e di costruzione. L'irrigidimento dei criteri di offerta di credito sembra inoltre riflettere l'impatto che la crisi ha avuto sulla condizione patrimoniale e di liquidità delle banche, sulla loro capacità di accedere ai finanziamenti esterni e interbancari. Il peggioramento delle condizioni di offerta era stato più incisivo sulla riduzione del credito successivamente al fallimento della Lehman Brothers, ma le condizioni restrittive lato offerta si sono poi andate attenuando velocemente, come dimostra l'aumento dei flussi di credito iniziato nel 2010. Al contrario, la riduzione della domanda di credito sembra essere un fenomeno più duraturo e permanente, a dimostrazione che le imprese, soprattutto le PMI, faticano molto a tornare sullo stesso livello di accesso al debito bancario. La netta decelerazione dei prestiti bancari osservata nelle diverse fasi della crisi finanziaria riferita alla crisi finanziaria globale nel periodo 2008-2009, non è quindi riconducibile a un'unica causa. I sondaggi presso banche e imprese concordando con i risultati delle indagini econometriche, segnalando che, seppur come motivazione prevalente vi è stato il calo della domanda di credito da parte di famiglie e imprese (a sua volta conseguenza della forte caduta della domanda per consumi e investimenti), a frenare la dinamica degli impieghi avrebbero anche concorso tensioni dal lato dell'offerta. Bisogna considerare però che sono le stesse tensioni nell'offerta di credito ad avere avuto un effetto non trascurabile sull'attività produttiva,

un arretramento pur contenuto dell'offerta di prestiti può infatti comprimere in misura non marginale gli investimenti e l'attività produttiva. Quindi, seppur maggiori sono stati gli effetti del calo della domanda sulla riduzione dei prestiti, è lo stesso *credit crunch* (lato offerta) che può implementare il peggioramento delle condizioni di domanda²³ e questo è ancora più vero in Italia. Questo intreccio causa-conseguenza è riconducibile alle caratteristiche strutturali e alle debolezze del sistema finanziario italiano, incentrato sul ruolo delle banche, privo di mercati obbligazionari e azionari sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito per sostenere gli investimenti e la produzione. In altri importanti paesi, anche se le restrizioni all'offerta di credito bancario sono stati maggiori che in Italia, gli effetti sulla riduzione del credito sono stati significativamente mitigati dal ricorso ad altri strumenti di finanziamento da parte delle imprese.

Attraverso un altro studio effettuato per conto della Banca d'Italia si è andato verificare quali sono stati gli effetti dei fattori della domanda e dell'offerta sul volume e sul costo del credito alle imprese considerando questa volta, tanto gli effetti dei fattori durante le crisi finanziaria globale, tanto quelli riscontrati durante la crisi del debito sovrano, inserendo i dati relativi allo *spread* come variabile esplicativa dell'offerta di credito, che si va a sommare alle condizioni di liquidità delle banche, vincoli patrimoniali e costi di provvista, condizioni dei prestiti²⁴. I risultati del modello hanno dimostrato come il funzionamento del mercato italiano del credito, in condizioni normali, è coerente con i

²³ PANETTA F., SIGNORETTI F.M., *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, aprile 2010 Questioni di economia e finanza – Occasional paper n.63, pp. 35-36.

²⁴ DEL GIOVANE P., NOBILI A., SIGNORETTI F.M., *Supply tightening or lack of demand? An analysis of credit developments during the Lehman Brothers and the sovereign debt crises*, november 2013, working paper n. 942, Banca d'Italia, pp. 5-6.

modelli dove gli intermediari fissano il tasso di interesse in base alla rischiosità dei mutuatari e ai propri vincoli di bilancio tenendo pienamente conto delle variazioni della domanda di credito attraverso un adeguamento del piano di erogazione prestiti, il quale risulta perfettamente elastico alle variazioni dei tassi di interesse. Durante i periodi di crisi invece, sono state trovate prove di razionamento del credito e il piano di offerta delle banche diventa anelastico rispetto alla prezzatura dei prestiti stessi, il che è “coerente con i modelli in cui i finanziatori limitano l’offerta di credito ai mutuatari anche quando questi ultimi sono disposti a pagare tassi di interesse più elevati (Jaffee e Modigliani, 1969)”²⁵. Le banche hanno riferito e confessato di aver inasprito i loro standard di prestito a causa di vincoli di capitale e difficoltà patrimoniali, oltre che alla carenza di liquidità dovuta ad una maggiore difficoltà nella raccolta. L’inclusione dello *spread* nel modello dimostra come le variazioni del differenziale di rendimento dei titoli di Stato hanno un effetto rilevante sul costo dei prestiti alle imprese e alle famiglie, secondo lo studio un aumento di 100 basis point dello *spread* determina nell’immediato un aumento di 25 punti base del costo dei nuovi prestiti e una riduzione dello 0,4% sul tasso di crescita trimestrale dei prestiti (sulla base dei dati relativi al periodo 2009-2013). Secondo la teoria infatti, lo stress del debito sovrano porta le imprese a subire una riduzione dell’accesso ai finanziamenti guidati dall’offerta a causa di due condizioni. Il primo motivo è da ricondurre all’esposizione delle banche al debito pubblico, che rende i loro bilanci più sensibili alle fluttuazioni del rischio sovrano, quindi dello *spread*. Quando il debito sovrano viene declassato e i tassi salgono, i bilanci delle banche

²⁵ DEL GIOVANE P., NOBILI A., SIGNORETTI F.M., *Supply tightening or lack of demand? An analysis of credit developments during the Lehman Brothers and the sovereign debt crises*, november 2013, working paper n. 942, Banca d’Italia. Pag. 8.

esposte si indeboliscono, si riduce il valore dell'attivo, si riduce la liquidità disponibile e gli investitori (compresi i depositari) richiedono rendimenti più elevati per continuare a finanziare queste banche (aumenta costo della raccolta). Anche quando le perdite sulle partecipazioni in obbligazioni sovrane sono semplicemente attese e non ancora realizzate, i costi di finanziamento per le banche aumenteranno per riflettere le crescenti preoccupazioni sulla solvibilità delle stesse e peggiorano le condizioni di offerta. La seconda causa di un peggioramento delle condizioni di offerta dipende dal fatto che un aumento del rischio sovrano riduce l'ammissibilità dei titoli di debito governativi in pancia alle banche come garanzia per il loro finanziamento per mezzo Bce. Tutti questi meccanismi implicano che un aumento del rischio sovrano influenza negativamente la posizione di finanziamento delle banche esposte e i maggiori costi di raccolta inducono le banche a riadattare l'attivo del proprio portafoglio con un impatto negativo sull'accesso ai finanziamenti per le PMI che prendono a prestito da tali banche²⁶. Si capisce come i fattori dal lato dell'offerta, durante la crisi del debito sovrano, hanno avuto un maggior impatto sulla riduzione del credito, rispetto alla crisi finanziaria globale, a causa dell'aumento dello *spread* come ulteriore fattore esplicativo di peggioramento delle condizioni di prestito. Gli shock che colpiscono il debito sovrano riflettono in larga misura il peggioramento dell'offerta di credito, soprattutto con riferimento all'aumento dei tassi di interesse dei prestiti. Gli effetti del *credit crunch* sui tassi di interesse dei prestiti alle imprese in Italia sono stati molto più forti durante la crisi del debito sovrano rispetto a quelli registrati durante la crisi finanziaria globale

²⁶ FERRANDO A., POPOV A., UDELL G., *Sovereign Stress and SMEs' Access to Finance: Evidence from the ECB's SAFE Survey*, August 2017, *Journal of Banking & Finance*, volume 81, pp. 3-5.

tanto è vero che l'effetto cumulativo dell'aumento dei tassi dal 2008 fino al 2012 è da ricondurre per un terzo alla crisi finanziaria globale e per i due terzi alla crisi dei debiti sovrani. Sulla dinamica e il volume dei prestiti tanto la debolezza della domanda che la stretta dell'offerta hanno avuto effetti negativi in entrambe le fasi della crisi anche se gli effetti dal lato dell'offerta sono stati molto più acuti nei periodi di picco delle crisi, vale a dire quarto trimestre del 2008 e quarto trimestre del 2011 a conferma che gli interventi di Stato e della Bce per implementare la liquidità sono serviti a migliorare l'offerta²⁷. Tra i fattori di offerta che hanno contratto i prestiti, il costo dei prestiti ha avuto in media un impatto più forte durante la crisi del debito sovrano rispetto alla crisi finanziaria globale, gli effetti sull'offerta di credito legati alla debolezza patrimoniale e alla disponibilità liquide delle banche invece sono stati simili durante le due crisi. Durante la crisi finanziaria globale la percezione del rischio da parte delle banche ha avuto un ruolo predominante nell'influenzare il costo del credito mentre nella crisi del debito sovrano i fattori relativi alle difficoltà di approvvigionamento da parte delle banche hanno assunto un ruolo più consistente. Durante tutto il periodo di crisi le indagini mostrano che in media, in fase di ripresa economica l'offerta di credito da parte delle banche ha continuato ad essere più serrata rispetto al periodo precrisi anche se è stato registrato un graduale rallentamento della difficoltà di accesso al credito già nel periodo 2011-2013²⁸, che è proseguito anche negli anni successivi. Tuttavia, ancora oggi

²⁷ DEL GIOVANE P., NOBILI A., SIGNORETTI F.M., *Supply tightening or lack of demand? An analysis of credit developments during the Lehman Brothers and the sovereign debt crises*, november 2013, working paper n. 942, Banca d'Italia. Pp. 8-9.

²⁸ ERAMO G., FELICI R., FINALDI RUSSO P.; SIGNORETTI M., *How slow is the recovery of loans to firms in Italy?*, Occasiona Paper n. 469, November 2018, Banca d'Italia, pp. 23-24.

le condizioni di credito alle PMI sembrano più severe rispetto a prima dell'inizio della crisi finanziaria.

Più difficile è invece agire da lato della domanda, è necessario ricordare che la domanda di prestiti è stata debole durante tutto il periodo di ripresa, soprattutto quella della PMI e le percentuali di imprese che indicano una maggiore richiesta di nuovi finanziamenti sono costantemente diminuite dall'inizio della ripresa. Il livello della spesa per investimenti (uno dei principali motori dei finanziamenti esterni) è cresciuto molto lentamente durante la recessione e nel 2017 si è fermato ad un livello inferiore del 16% rispetto al picco del 2008. La lentezza della ripresa degli investimenti è un fenomeno tipico osservato durante tali periodi di crisi che ha sicuramente contribuito alla debolezza della domanda. Altro fattore che ha contribuito alla debolezza della domanda è stato il crescente utilizzo dell'autofinanziamento per reperire le risorse necessarie il quale è aumentato costantemente dall'inizio del periodo di ripresa economica (2013) grazie all'espansione del RoI aziendale e la riduzione dei costi di finanziamento, rispecchiando gli utili effetti della politica monetaria accomodante. Un ulteriore fattore che ha contribuito alla scarsa domanda di finanziamenti bancari, anche se limitatamente, visto il minor sviluppo del mercato dei capitali italiano rispetto ad altre economie avanzate, è stato il maggior ricorso alle fonti di finanziamento alternative, che però riguarda principalmente le imprese più grandi, il che va a spiegare come tale risorsa sia stata utilizzata e debba essere utilizzata come risposta a difficoltà di accesso ai prestiti bancarie²⁹.

²⁹ ERAMO G., FELICI R., FINALDI RUSSO P.; SIGNORETTI M., *How slow is the recovery of loans to firms in Italy?*, Occasional Paper n. 469, November 2018, Banca d'Italia, pp. 20-21.

In sostanza, sia i fattori della domanda che quelli dal lato dell'offerta hanno avuto un ruolo rilevante durante tutto il periodo di crisi ma gli effetti della restrizione dell'offerta sul costo e sulla disponibilità di credito sono stati in media più forti durante la crisi del debito sovrano. Nella misura in cui l'esperienza italiana possa essere di lezione viene confermato che le misure adottate dalla Bce per contrastare la crisi del credito, sostenere le imprese e l'economia reale siano state azzeccate anche se, ad opinione di chi scrive, sono state leggermente tardive³⁰. Le condizioni di offerta hanno avuto maggiore effetto durante i periodi di picco della crisi bancaria-finanziaria e del debito sovrano (fallimento Lehman e *spread* a 550) ma sono andate attenuandosi abbastanza rapidamente anche se sono rimaste restrittive rispetto al periodo precrisi, la domanda ha mantenuto bassi livelli di crescita durante l'intero periodo di crisi e anche nella ripresa per quanto riguarda le PMI, ma questo è avvenuto anche come conseguenza delle restrizioni dal lato dell'offerta e dal generale clima di sfiducia. Si sa che demolire è molto più facile che ricostruire e infatti in altre precedenti crisi come quella del 92-93 la domanda ha faticato a riprendersi. Per mitigare gli effetti negativi sull'ammontare dei prestiti connessi al peggioramento delle condizioni di offerta e quindi limitare anche le ripercussioni sugli investimenti e sull'economia reale, una soluzione potrebbe essere quella di implementare i canali di finanziamento alternativi così indebolire il canale di congiunzione al settore bancario e aumentare le alternative di approvvigionamento. Tutto ciò deve essere affiancato anche da interventi a sostegno diretto delle imprese e PMI al fine di stimolarne l'attività come ad esempio la riduzione delle tasse e la

³⁰ DEL GIOVANE P., NOBILI A., SIGNORETTI F.M., *Supply tightening or lack of demand? An analysis of credit developments during the Lehman Brothers and the sovereign debt crises*, november 2013, working paper n. 942, Banca d'Italia, pp. 24-25.

sburocratizzazione sostenendo lo sviluppo, gli investimenti e quindi la domanda di risorse finanziarie.

2.1.3 La restrizione creditizia ha come bersaglio principale le PMI

Dopo la crisi del debito sovrano l'Italia, come più volte ricordato, ha subito una profonda e lunga recessione durante la quale il PIL si è ridotto addirittura per 7 trimestri consecutivi raggiungendo una perdita cumulata superiore al 5%, il tasso di disoccupazione raggiunse il 12,5% alla fine del 2013. Durante tale recessione, il flusso di credito bancario si è notevolmente ridotto e il tasso annuale di crescita dei prestiti verso le società non finanziarie è sceso costantemente lungo tutta la fase di ripresa economica, tra il 2013 e la fine del 2015, aggirandosi attorno a 0 fino alla fine del 2017. Questi dati mostrano come la ripresa economica sia stata di fatto una ripresa senza prestiti. Dunque, mentre la crescita del PIL in Italia è tornata gradualmente positiva dopo una lunga e profonda recessione associata alla crisi del debito sovrano, la dinamica dei prestiti alle società non finanziarie è rimasta molto debole³¹.

Lo studio di Eramo et al., dimostra come il calo dei prestiti è stato particolarmente grave per le imprese di più piccola dimensione, la debolezza del credito alle imprese è stata in linea con il peggioramento della domanda di credito dovuta dal crollo degli investimenti e, allo stesso tempo, influenzata anche dall'irrigidimento dei criteri di ammissione ai prestiti i quali però si sono attenuati più velocemente nel corso della ripresa grazie agli interventi della Bce. Tuttavia i vincoli di accesso alla disponibilità di risorse finanziarie

³¹ ERAMO G., FELICI R., FINALDI RUSSO P.; SIGNORETTI M., *How slow is the recovery of loans to firms in Italy?*, Occasiona Paper n. 469, November 2018, Banca d'Italia, pag. 5.

attraverso il canale bancario (lato offerta) risultano essere oggi ancora rilevanti per le imprese di piccola e media dimensione, il che contribuisce a spiegare perché l'economia italiana ha trovato molte più difficoltà rispetto ad altre economie sviluppate dell'area Euro, dal momento che presenta un tessuto imprenditoriale maggiormente caratterizzato da PMI le quali soddisfano un'ampia quota di occupazione e di valore aggiunto in Italia. L'attività creditizia è stata particolarmente debole per le PMI rispetto alle altre imprese, in quanto tipicamente più rischiose e opache in termini informativi rispetto alle grandi e dunque le condizioni di offerta sono state nel complesso più restrittive per queste.

Diversi fattori sono responsabili di questi sviluppi come la minore propensione delle banche ad assumersi rischi verso PMI, il continuo sforzo delle banche nel rafforzare il loro bilancio a causa del peso degli NPL³² o ancora il regime di vigilanza e regolamentazione di *Basilea* più rigoroso sulle stesse dopo la crisi³³. Le PMI sono quelle che si sono viste negare la concessione di prestiti più spesso e hanno maggiormente subito le contrazioni dal lato dell'offerta per tutta la fase di ripresa economica, sono stati applicati tassi di interesse significativamente più alti rispetto a quelle di grande dimensione anche se appartenenti alla stessa classe di rischio e la quota di imprese razionate nel corso degli anni, cioè che si sono viste negare la possibilità di finanziarsi, è diminuita meno per le PMI che per altre. La loro difficoltà di ottenere prestiti deriva anche e soprattutto dalla maggiore fragilità finanziaria e caratteristiche relative alla redditività, liquidità, dinamica delle vendite, settore di attività. La sola maggiore fragilità

³² Non-Performing Loans: crediti deteriorati.

³³ ERAMO G., FELICI R., FINALDI RUSSO P.; SIGNORETTI M., *How slow is the recovery of loans to firms in Italy?*, Occasiona Paper n. 469, November 2018, Banca d'Italia, pag. 7.

finanziaria spiega addirittura il 40% della differenza nel tasso di crescita annuale dei prestiti. Tutto questo riflette una minore propensione delle banche a concedere prestiti alle piccole imprese³⁴. Si riscontra che le piccole imprese e le imprese con basso fatturato hanno più probabilità di vedersi negato il credito perché più opache o perché hanno meno garanzie collaterali. L'assetto proprietario aziendale, che si tratti di un'impresa familiare piuttosto che di proprietà individuale o altro, non sembra avere importanza per l'accesso al credito³⁵ mentre assume peso il fatto che le PMI tendono ad avere progetti più incerti, maggiori probabilità di default e minori garanzie di qualità. Vista anche la minore capacità di autofinanziamento e la maggiore difficoltà di accesso a fonti alternative, tali fenomeni lasciano comprendere le difficoltà finanziarie che le PMI hanno dovuto supportare. Recentemente la Banca d'Italia ha riportato che, sulla base dei dati dell'intero 2019 la crescita del credito al settore privato non finanziario in Italia è stata pressoché nulla e i finanziamenti alle imprese aumentano soprattutto per le grandi aziende con merito di credito elevato. L'eterogeneità nella dinamica del credito resta quindi molto elevata e la riduzione si concentra tra le aziende più rischiose, mentre la crescita prosegue tra le società finanziariamente solide di maggiore dimensione³⁶. Le PMI italiane continuano a percepire il razionamento del credito come un problema importante, più che in altri Paesi dell'Unione Europea. In base ai dati di bilancio, nel 2017 ben 57.000 PMI italiane (il 40,8% del totale) non hanno fatto ricorso al capitale bancario

³⁴ ERAMO G., FELICI R., FINALDI RUSSO P.; SIGNORETTI M., *How slow is the recovery of loans to firms in Italy?*, Occasional Paper n. 469, November 2018, Banca d'Italia, pp. 26-27.

³⁵ FERRANDO A., POPOV A., UDELL G., *Sovereign Stress and SMEs' Access to Finance: Evidence from the ECB's SAFE Survey*, August 2017, *Journal of Banking & Finance*, volume 81, pp 12-13.

³⁶ VENESIO C., *Credito alle PMI, perché l'Italia resta indietro*, 8 gennaio 2020, *IlSole24Ore*. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/credito-PMI-perche-l-italia-resta-indietro-ACO5cDAB>.

per finanziare la propria attività, nel 2009 invece solo il 29% delle PMI operava autofinanziandosi completamente. Ciò vuol dire che il *credit crunch* ha causato una riduzione dell'esposizione delle banche verso le PMI, ma anche che queste ultime sono riuscite a trovare canali di finanziamento alternativi ed hanno avviato un processo di riequilibrio dell'esposizione debitoria, comprendendo quale deve essere la strategia da seguire.

Ferrando et al. respingono fortemente l'ipotesi che la riduzione dell'accesso al credito registrate nel periodo 2010-2013 sia dovuta a cambiamenti sistemici nella composizione della domanda e che i vincoli dal lato dell'offerta siano stati incisivi per le PMI, visto che anche le imprese più meritevoli di credito nei paesi vittima dello stress sovrano continuano ad avere più probabilità di vedersi negare il credito³⁷. Il fatto che i vincoli di accesso al credito dal lato dell'offerta possano aver lavorato a lungo durante la fase di ripresa, e che lo abbiano fatto soprattutto per le PMI, sostiene l'importanza della politica monetaria durante la ripresa italiana in quanto l'accomodamento monetario ha sostenuto l'attività economica contribuendo a rafforzare i bilanci delle imprese riducendone la rischiosità e, contemporaneamente, ha migliorato le condizioni di raccolta e di disponibilità liquide delle banche sostenendo la loro capacità di prestito. Queste misure, che hanno facilitato l'accesso ai finanziamenti, sono particolarmente vantaggiose successivamente ai periodi di recessione in quanto le PMI, hanno generalmente maggiori difficoltà a riacquistare la possibilità di accesso al credito durante fasi di ripresa e la loro capacità di attingere a fonti di finanziamento alternative

³⁷ FERRANDO A., POPOV A., UDELL G., *Sovereign Stress and SMEs' Access to Finance: Evidence from the ECB's SAFE Survey*, August 2017, *Journal of Banking & Finance*, volume 81, pag. 18.

è piuttosto limitata anche se iniziano ad affacciarvisi. A tal proposito, oltre agli strumenti che affrontano in maniera diretta il problema della limitata capacità delle PMI di ottenere i prestiti bancari (come i confidi, Fondo garanzia PMI o fondo centrale di garanzia e altri sistemi di garanzie pubbliche) potrebbe essere importante implementare i canali di finanziamento non bancari i quali avrebbero un importante ruolo di sostegno alla crescita economica in periodi di sofferenza del sistema bancario³⁸. Ritorniamo quindi al concetto di diversificazione delle fonti esterne di finanziamento e alla necessità di rendere le PMI meno dipendenti dal prestito bancario, soprattutto a breve scadenza. La nascita del segmento dell'*alternative financing* e delle piattaforme che consentono l'incontro tra domanda e offerta di credito e capitale per le PMI su circuiti extra-bancari rappresenta una risposta concreta al fenomeno del *credit crunch* che ha investito le PMI italiane ed avrà un ruolo sempre crescente nella compensazione parziale del minor supporto creditizio da parte del sistema bancario.

2.2 Il bancocentrismo e le caratteristiche finanziarie delle PMI

2.2.1 Abitudini finanziarie delle PMI e accenni di deleveraging

L'economia italiana è stata forse quella che ha subito i peggiori effetti negativi derivanti della crisi e per capire il perché è necessario tenere in considerazione anche l'eterogenea distribuzione sul territorio europeo delle PMI. Nel periodo precrisi, le PMI italiane erano

³⁸ ERAMO G., FELICI R., FINALDI RUSSO P.; SIGNORETTI M., *How slow is the recovery of loans to firms in Italy?*, Occasional Paper n. 469, November 2018, Banca d'Italia, pag. 28.

circa il doppio di quelle di francesi e più del doppio di quelle tedesche, spagnole o britanniche. La percentuale di PMI sul totale delle imprese rilevata in Italia registra la statistica maggiore (99,7%)³⁹ e le PMI italiane, riuscivano e riescono ad occupare una percentuale maggiore di soggetti rispetto alla media europea. Queste evidenze, insieme al problema di accesso al sistema creditizio bancario da cui le PMI dipendono, eccessivi gravami burocratici, peso dell'imposizione fiscale, costituiscono gli elementi che hanno facilitato l'avvento della crisi economica-finanziaria.

Secondo l'indagine della Banca d'Italia sulla situazione economico-finanziaria delle aziende italiane nel periodo antecedente la recente crisi, si è evidenziato che, in ottica di confronto europeo, le aziende italiane presentavano livelli di leverage più elevati (57,8% aggregato) che si riducevano al crescere della dimensione aziendale, passando dal 50,1% per le imprese di piccola dimensione ad un 46,5% per le grandi. Per le imprese di ridotta dimensione il ruolo svolto dal debito di breve termine appariva molto più significativo registrando un 41,3% rispetto al 26,9% delle grandi⁴⁰. C'è quindi da evidenziare la mancanza di un adeguato livello di sviluppo del contesto finanziario in cui operano le PMI. L'elevato ricorso all'indebitamento bancario da parte delle PMI italiane non può essere riconducibile esclusivamente ad una scarsa cultura finanziaria ma appare dipendere soprattutto da altri fattori:

³⁹ CORSI C., MIGLIORI S., *Le PMI italiane: governance, internazionalizzazione e struttura finanziaria*, 2016, FrancoAngeli, 2016, Milano, pp. 43-44.

⁴⁰ CORSI C., MIGLIORI S., *Le PMI italiane: governance, internazionalizzazione e struttura finanziaria*, 2016, FrancoAngeli, 2016, Milano, pp. 269-270 richiamando: De Socio (2010), *La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale*, Occasional paper n.66, Banca d'Italia, Aprile.

- normativa fiscale che spinge le imprese verso i prestiti bancari, visti come soluzione più vantaggiosa grazie alla deducibilità degli interessi passivi;
- uno scarso ruolo attivo della banca come soggetto portatore di capitale di rischio oltre che di debito;
- la preponderante presenza di modelli proprietari chiusi, restii ad aprire la compagine proprietaria a soggetti esterni, soprattutto in imprese familiari;
- la carenza di un quadro normativo che sia in grado di incanalare i risparmi privati verso le PMI e un mercato del capitale ancora poco sviluppato ed efficiente anche con riferimento ai fondi di *venture capital* e *private equity*⁴¹.

Tornando alle caratteristiche finanziarie, nel periodo subito precedente la crisi del 2008, il 40% delle PMI dichiarava di non aver fatto ricorso a fonti di finanziamento esterne, denotando una grande capacità di autofinanziamento associata al reinvestimento degli utili o all'apporto di capitale da parte dei soci, tra le fonti esterne i prestiti bancari risultavano la scelta preferita e solo come ultima alternativa le PMI italiane tendono a ricorrere all'*external equity*. Tra le fonti di finanziamento esterne delle PMI europee, e ancor di più di quelle italiane, è confermata la marcata preferenza per il ricorso al capitale di prestito di origine bancaria. Tra le imprese che nel 2008 dichiararono di aver fatto ricorso a nuove fonti esterne, il 50,49% ammettevano di aver ricevuto prestiti bancari a breve termine e addirittura l'80,84 confermava il ricorso a prestiti bancari di medio-lungo termine mentre risultava evidente il basso ricorso all'*equity* esterno (11,9%). Tali evidenze sembrano avvalorare l'ordine gerarchico delle fonti di

⁴¹ CORSI C., MIGLIORI S., *Le PMI italiane: governance, internazionalizzazione e struttura finanziaria*, 2016, FrancoAngeli, 2016, Milano, pag. 270.

finanziamento prevista dalla teoria del *pecking order*. Tuttavia, cercando un riscontro empirico, molti studi affermano che le due principali teorie economiche sulla struttura finanziaria delle imprese, del *Pecking Order* e del *Trade-off*, non si escludono a vicenda e che non ce n'è una che prevale sulle altre. Sembra infatti che la gran parte delle imprese italiane si prefiggono un livello di indebitamento ottimale verso il quale tendono nel lungo periodo ma, nel breve periodo, le fonti interne di finanziamento (come il reinvestimento degli utili) vengono preferite e finiscono per interferire nel raggiungimento del leverage obiettivo⁴².

Una circostanza importante è che le PMI, per la loro attività di ricerca e sviluppo e per intraprendere investimenti di lungo periodo, preferiscono utilizzare principalmente risorse interne (88% dell'attività R&S risultava essere così finanziata), in minima parte prestito bancario e fondi pubblici mentre risultano poco utilizzate altre fonti esterne come i fondi venture capital. Anche per questo le PMI presentano forti vincoli di crescita indotti dalla carenza di risorse, a loro volta causate dalle scelte di finanziamento⁴³.

Analizzando l'evoluzione della struttura finanziaria di un campione molto ampio di PMI italiane nel decennio 2005-2015, è stata confermata la loro carente flessibilità finanziaria, anche in situazioni di crisi, che ha contribuito a frenare la crescita in Italia. Le caratteristiche comuni della struttura finanziaria delle PMI sono state confermate: un ampio ricorso al debito a breve termine, limitate disponibilità liquide, una ridotta capacità di favorire la disintermediazione del canale bancario e sottocapitalizzazione. I

⁴² DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Torino, Giappichelli editore, 2013, pp. 93-95. Da consultare per ulteriori approfondimenti sulle teorie della struttura finanziaria delle imprese.

⁴³ CORSI C., MIGLIORI S., *Le PMI italiane: governance, internazionalizzazione e struttura finanziaria*, 2016, FrancoAngeli, 2016, Milano, pp. 292-298.

cambiamenti post crisi nelle strategie finanziarie sono stati poco significativi e il debito bancario è ancora eccessivamente preponderante tra le diverse scelte possibili, ricoprendo, per il periodo 2005-15 oltre l'85% dell'ammontare dei debiti di finanziari⁴⁴. L'incidenza delle obbligazioni sul totale delle passività finanziarie rimane ancora eccessivamente contenuta (4,5%), soprattutto in confronto ad altri paesi Ue, registrando una crescita marginale del solo 3% dal 2006 al 2015. Si tratta di un fattore molto negativo in quanto, le imprese che avevano prestiti obbligazionari in essere al 2015, sono invece riuscite a generare una crescita media annua del fatturato doppia rispetto alle altre aziende incluse nel campione a conferma dell'importante contributo alla crescita derivante da un'adeguata diversificazione delle fonti di finanziamento che possono supportare la capacità di finanziare nuovi investimenti e migliorare il posizionamento competitivo delle PMI italiane nel medio termine⁴⁵. Nonostante gli sforzi politici volti ad incentivare l'accesso al mercato del capitale di rischio e di debito per le PMI italiane, la loro struttura resta ancora sbilanciata verso il canale bancario confermando la natura bancocentrica del nostro sistema finanziario.

L'attuale livello e andamento dei tassi di interesse, accompagnati dalla politica monetaria espansiva, non pongono particolari preoccupazioni e rendono attualmente il debito bancario molto competitivo sotto il profilo del costo. È necessario però ricordare che gli interessi sono soggetti a facili oscillazioni e le PMI rimangono troppo esposte al rischio di tasso. Ciò che preoccupa maggiormente è il peso del debito bancario a breve

⁴⁴ MIRANI S., BONO P., MANTOVANI R., *Struttura finanziaria delle PMI italiane*, Dicembre 2016, special report CRIF ratings, pag. 1.

⁴⁵ MIRANI S., BONO P., MANTOVANI R., *Struttura finanziaria delle PMI italiane*, Dicembre 2016, special report CRIF ratings, pp.1-3.

termine, le PMI italiane infatti, anche al termine della fase di recessione (2016), erano in larga parte finanziate da linee bancarie con durata inferiore a 12-18 mesi e che richiedono spesso rinnovo annuale e il processo di riequilibrio delle scadenze continua ad avere ritmi troppo lenti. Anche per le imprese di più grande dimensione risulta esserci uno squilibrio a dimostrazione del fatto che le aziende italiane ricorrono frequentemente ai finanziamenti a breve, non solo per sopperire alle esigenze di temporanee di liquidità, ma anche per finanziare piani di investimento di lungo periodo. Ridotte disponibilità liquide in bilancio, assenza di linee di credito a medio termine e ampio ricorso al debito a breve termine da rinnovare ogni anno sono caratteristiche che accomunano le strutture finanziarie delle PMI italiane⁴⁶.

Sebbene per effetto della crisi e del *credit crunch* la dipendenza delle PMI dal capitale bancario si sia ridotta, il sistema finanziario italiano risulta essere ancora molto imperniato sul ruolo predominante delle banche (2018). In particolar modo, la quota dei debiti bancari sul totale dei debiti finanziari delle imprese raggiunge in Italia il 64,2%, percentuale ben più elevata rispetto alla media nell'area euro (45,5%) e di molto superiore alle quote di Francia (38,3%), Regno Unito (29,6%) e USA (29,1%). La BCE ha evidenziato come le PMI italiane siano sbilanciate verso le tradizionali forme di indebitamento bancario (linee di credito a breve, smobilizzo crediti commerciali e finanziamenti a medio-lungo) come principali fonte di finanziamento a copertura dei

⁴⁶ MIRANI S., BONO P., MANTOVANI R., *Struttura finanziaria delle PMI italiane*, Dicembre 2016, special report CRIF ratings, pp.6-9.

propri fabbisogni. Questo sottolinea l'esigenza di sviluppare maggiormente canali di finanziamento alternativi al credito bancario e fruibili dalle PMI⁴⁷.

In risposta a quanto detto, possiamo tuttavia affermare che è in atto un processo di *deleveraging* in ottica tendenziale, il quale riguarda non solo le grandi ma anche le PMI. Tra il 2011 e il 2018, il sistema delle imprese ha infatti sensibilmente aumentato il ricorso all'autofinanziamento (+14,1%) e all'equity (+1,5%), in contrapposizione, ha ridotto l'esposizione bancaria sia di medio-lungo periodo (-8,6%) sia, soprattutto, di breve periodo (-14,8%). Dal punto di vista della dimensione però, le microimprese e in misura minore le PMI, confermano una tendenza a ricorrere ad un numero ridotto di differenti strumenti di finanziamento. Le grandi e le medie hanno un profilo finanziario più articolato, mostrano un crescente ricorso all'equity al crescere della dimensione, oltre che ai mercati finanziari obbligazionari e finanza innovativa⁴⁸. Considerando tutte le classi dimensionali, la riduzione dei debiti finanziari si è interrotta nel 2015 per invertire di tendenza dal 2016 collegato alla ripresa degli investimenti. Parallelamente al ritorno alla crescita del capitale di debito è proseguito però il rafforzamento del capitale proprio per tutte le classi dimensionali, con un'ulteriore accelerazione per le PMI, che hanno aumentato il capitale con ritmi dell'8% annuo mentre la capitalizzazione delle grandi è cresciuta a ritmi più contenuti (+3,9%). Queste evidenze vanno a dimostrare il rafforzamento patrimoniale e il crescente *deleveraging* che ha caratterizzato soprattutto le PMI, le quali mostrano un livello di capitalizzazione nel 2018 più elevato

⁴⁷ ZOTTI A., *Nuovi strumenti per finanziare le PMI*, 2018, osservatorio: imprenditorialità, finanza e mercati finanziari, pag.77.

⁴⁸ *Censimento permanente delle imprese 2019: i primi risultati*, ISTAT, febbraio 2020, pp. 21-22.

del 63% rispetto a quello del 2007, cioè al periodo precrisi (+44% per le più grandi)⁴⁹. Ad ulteriore prova dell'impatto della crisi finanziaria sulle strutture di capitale delle grandi imprese non quotate e delle PMI è stato riscontrato, secondo un'indagine a livello europeo, che dal 2011 la leva finanziaria delle imprese è diminuita rispetto al periodo precrisi in tutti i Paesi europei ed il calo della leva finanziaria delle PMI è stato economicamente e statisticamente più significativo rispetto a quella delle grandi imprese, anche l'utilizzo del debito a lungo e breve termine è diminuito significativamente⁵⁰. I cali nelle scadenze del debito (riduzione del debito bancario a breve termine) sono stati più intensi nei paesi ad alto reddito e a reddito medio-alto, dove i mercati dei capitali sono più sviluppati ed è probabile che offrano una valida alternativa al finanziamento bancario per le imprese quotate in borsa.

Nel mondo della finanza ed in particolare nelle modalità con cui le aziende italiane si finanziano sul mercato dei capitali vi sono stati e vi saranno numerosi cambiamenti. Da un lato, l'irrigidimento delle norme bancarie di erogazione del credito porta gli Istituti di credito a gestire in maniera molto più rigida il rapporto con l'impresa affidata. Dall'altro lato, sia pure con una certa fatica e in misura inferiore rispetto ad altri paesi, anche in Italia la finanza alternativa sta trovando spazio. Sono molte le indicazioni che ci mostrano che sia in atto un *deleveraging* dell'impresa italiana e, anche se ci sono alcune contraddizioni, i dati mostrano un miglioramento della struttura delle fonti. Una struttura patrimoniale meno dipendente dal debito con un costo più contenuto, maggior

⁴⁹ *Rapporto Cerved PMI 2019*, Cerved, pp. 35-39.

⁵⁰ ASLI DEMIRGÜÇ-KUNTA, MARIA SOLEDAD MARTINEZ PERIAB, THIERRY TRESSELC, *The global financial crisis and the capital structure of firms: Was the impact more severe among SMEs and non-listed firms?*, *Journal of corporate finance*, november 2019, pag. 11.

ricorso al capitale, sono certamente elementi positivi su un aspetto a lungo rimproverato alle imprese italiane. La presenza di diverse fonti oltre alle banche fa sì che anche le aziende più piccole possano finanziare la loro crescita e abituarsi a presentarsi correttamente a terzi investitori⁵¹.

2.2.2 Un confronto europeo sull'indebitamento delle PMI

Il livello di leva finanziaria delle imprese è stato un fattore trainante per gli sviluppi negativi delle due crisi che si sono susseguite ed è importante quindi misurare le differenze nella struttura del capitale tra le imprese italiane e quelle di altri Paesi e individuare gli aspetti di maggiore vulnerabilità dell'economia italiana sul profilo del livello di indebitamento. Nel periodo precedente la crisi, il debito delle società non finanziarie è aumentato nella maggior parte dei Paesi avanzati, rendendo le imprese più vulnerabili dal punto di vista finanziario. In Italia l'aumento del debito prima della crisi è stato simile a quello di altri paesi ma la fragilità finanziaria delle imprese è emersa soprattutto a livello di capitalizzazione strutturalmente più basso. Durante la crisi, questi squilibri di bilancio, uniti alla riduzione della redditività, hanno portato rapidamente a gravi difficoltà di rimborso del debito e ad un elevato numero di fallimenti e problemi di accesso a nuovi finanziamenti.

Un'indagine di De Socio e Finaldi tiene in considerazione dati sia macro che micro al fine descrivere l'andamento del debito delle imprese dal periodo precrisi fino a quello

⁵¹ DORINI L., *Prosegue il deleveraging delle imprese italiane: è un dato positivo?*, agosto 2019, *IlSole24Ore*. Disponibile su: <https://www.econopoly.ilssole24ore.com/2019/08/12/deleveraging-imprese-italiane/>

immediatamente successivo e valutare il divario con gli altri Paesi Ue⁵². Tanto i dati macro che micro forniscono risultati coerenti in termini di sviluppo della leva finanziaria⁵³ nel periodo d'esame: le imprese italiane emergono sistematicamente tra le più indebitate. L'analisi econometrica basata su un campione di circa 1 milione di imprese dell'area euro mostra che, confrontando le imprese dei vari paesi UE e includendo una serie di variabili come settore di attività, età, redditività, tangibilità dell'attivo, liquidità dell'attivo e crescita del fatturato, la differenza media di leverage con gli altri paesi è di 10 punti percentuali e le differenze internazionali sono sistematicamente maggiori tra micro e piccole imprese, mentre sono molto limitate per le imprese con un patrimonio superiore ai 300 milioni di euro.

Nel dettaglio, sulla base dei dati macro (ammontare aggregato di debito), tra il 2000 e il 2009 il rapporto debito/PIL(GDP) delle società non finanziarie (SNF) italiane è aumentato costantemente, per un ammontare complessivo di 28 punti percentuali. La dinamica è stata simile nelle principali economie dell'area dell'euro ad eccezione della Germania ma l'entità dell'aumento è stata diversa: più contenuta in Francia ed eccezionalmente elevata in Spagna. Nel corso di questo periodo precrisi, le SNF italiane non hanno aumentato il patrimonio netto tanto quanto il loro debito, di conseguenza c'è stato un notevole cambiamento nella loro struttura finanziaria verso un modello più *leveraged*. Dunque, prima della crisi vi è stato un forte accumulo di debito (soprattutto

⁵² DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, February 2016, occasional paper n. 308, Banca d'Italia, pag.5.

⁵³ Per leva finanziaria si intende in questo caso il leverage ratio aggregato delle società non finanziarie, definito come il rapporto tra debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto al valore di mercato.

bancario) che ha favorito il propagarsi della crisi connessa alle restrizioni dal lato dell'offerta e alle difficoltà riscontrate dalle imprese nel rimborso dei debiti.

La leva finanziaria italiana è aumentata di 12 punti percentuali tra il 2000 e il 2014 (Tabella 2.1), più del doppio rispetto all'aumento medio degli altri Paesi. Solo dal 2011 è iniziato un processo di *deleveraging* connesso anche alle maggiori difficoltà di accesso al credito, ma il trend è stato più lento in Italia rispetto alle altre economie (come riscontrabile da tabella 2.1). La leva finanziaria delle SNF italiane era pari a 46 punti percentuali nel 2014, ben 11 punti in più rispetto alla Francia e circa 6 in più rispetto a Germania e Spagna⁵⁴.

Tabella 2.1 L'indebitamento delle imprese non finanziarie europee (valori percentuali)

year	Financial Debt / GDP				Leverage			
	IT	GE	FR	SP	IT	GE	FR	SP
2000	56.3	57.7	97.8	73.3	34.1	39.5	29.3	35.5
2001	58.8	59.3	102.2	80.8	37.7	41.6	36.0	37.7
2002	60.2	60.2	101.5	83.6	40.3	50.8	39.0	41.4
2003	62.0	60.8	99.6	86.1	41.6	47.4	36.1	38.9
2004	63.6	57.3	100.0	91.2	39.6	45.1	34.8	39.1
2005	66.2	55.9	101.2	100.0	36.9	42.4	32.9	38.8
2006	69.8	56.0	102.8	115.5	35.2	40.4	29.7	39.6
2007	75.2	55.9	104.0	125.0	39.0	38.6	28.8	41.6
2008	78.0	56.8	108.8	128.2	43.2	46.8	40.3	49.4
2009	83.8	58.2	112.6	131.1	46.1	44.5	37.2	48.6
2010	83.4	55.7	111.7	132.9	48.5	41.5	35.8	48.6
2011	80.7	53.4	116.8	132.3	49.4	43.7	39.2	48.2
2012	83.0	53.5	120.4	124.7	48.2	40.9	37.8	45.1
2013	80.2	55.8	119.6	117.6	46.0	39.2	34.9	41.8
2014	79.6	54.7	123.6	111.1	45.7	38.5	34.9	40.0

Fonte: DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, February 2016, occasional paper n. 308, Banca d'Italia, pag. 22

⁵⁴ DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, February 2016, occasional paper n. 308, Banca d'Italia, pp. 6-7.

Dal 2012 la riduzione della leva finanziaria è dovuta in parte all'aumento del patrimonio netto derivante sia dall'andamento positivo dei prezzi di mercato del patrimonio sia dall'aumento associato agli utili non distribuiti e all'apporto di nuovo capitale proprio. L'aumento dei prezzi di mercato è naturalmente riferito alle società quotate, raramente PMI, il che fa comprendere come una buona parte della riduzione della leva finanziaria sia da attribuire alle grandi imprese.

L'utilizzo dei micro-dati di bilancio delle imprese permette, ai fini dell'indagine da noi riportata, di tenere invece in considerazione il patrimonio netto contabile, che permette di ridurre gli effetti pro-ciclici delle variazioni dei prezzi di mercato sulla dinamica della leva finanziaria, dal momento che il valore contabile è naturalmente meno volatile di quello di mercato⁵⁵. La dinamica della leva finanziaria a livello aggregato è sostanzialmente confermata dai dati basati sui singoli bilanci (micro-dati). Anche a livello di micro-dati risulta che i debiti sono aumentati tra il 2004 e il 2008 per poi diminuire negli anni successivi. L'aumento prima della crisi è stato maggiore per le micro e piccole imprese (10 e 15 punti percentuali tra il 2004 e il 2008 – tabella 2.2) e nei settori edilizio e immobiliare, il commercio all'ingrosso e l'ICT (information and communication

⁵⁵Quando si calcola la leva finanziaria su dati macro (livello di debito aggregato) dei conti finanziari, è necessario fare due considerazioni importanti. In primo luogo, il patrimonio netto è valutato ai prezzi di mercato, in modo che le differenze tra i vari paesi siano influenzate anche dall'eterogeneità della dinamica dei corsi azionari. In secondo luogo, i conti finanziari forniscono un valore aggregato per ogni paese e non consentono di valutare il ruolo svolto dalle differenze nella struttura dell'economia, come le dimensioni delle imprese o il settore di attività. D'altra parte, i micro-dati potrebbero avere una carenza rilevante a causa della diversa e a volte limitata copertura dei campioni in ogni paese, che potrebbe introdurre una distorsione nei risultati dovuta a segmenti meno rappresentati della popolazione delle imprese. La fonte dei dati individuali è la banca dati Orbis, fornita dal Bureau van Dijk, che comprende informazioni finanziarie armonizzate e comparabili per le società a responsabilità limitata pubbliche e private in diversi paesi. Il database include i dati delle imprese dal 2004 al 2014 per i 18 paesi dell'area dell'euro. Souce: DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P. (2016)

technologies)⁵⁶. Osservando la tabella 2.2, i micro-dati confermano che la leva delle aziende italiane è elevata nel confronto internazionale. Le differenze con l'area euro

Tabella 2.2 Il livello percentuale di Leverage nell'area Euro (valori mediani)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	<i>by size</i>									
micro	32.5	40.7	41.8	42.0	42.9	43.0	42.7	41.7	39.5	36.5
small	28.8	35.6	39.0	43.3	43.8	42.9	42.1	42.9	42.1	38.5
medium	36.2	39.3	41.1	42.6	42.6	41.7	41.4	41.8	41.0	38.5
large	33.2	35.9	36.9	37.2	38.2	36.9	36.2	36.2	36.2	35.0
	<i>by sector</i>									
hotel and food	41.9	50.6	51.7	51.9	51.9	51.8	51.0	50.0	47.9	44.1
construction	28.8	37.5	40.6	42.0	44.1	43.3	42.1	41.1	39.2	35.0
energy, gas, water	33.6	39.3	40.5	42.0	47.8	52.4	55.9	61.4	59.3	57.8
ICT and R&D	26.1	34.2	35.5	36.0	35.7	35.4	35.4	34.9	33.3	31.1
manufacturing	32.3	39.4	40.9	42.5	42.0	42.3	42.1	41.8	40.4	38.1
oth. services	25.5	32.0	33.3	33.3	35.0	35.0	34.9	34.0	32.7	29.7
retail trade	33.3	41.9	43.8	45.0	46.4	46.5	45.9	45.2	42.9	39.7
transport, storage	35.4	42.4	42.0	41.7	43.8	43.1	43.2	42.9	41.3	37.5
wholesale trade	32.1	38.6	40.5	42.7	43.2	42.6	42.0	41.5	40.1	37.3
	<i>by country</i>									
Italy	56.5	58.6	59.6	60.0	56.3	56.0	56.0	56.3	54.5	52.1
Germany	56.2	53.5	50.3	52.5	53.4	51.1	49.6	49.1	48.8	47.0
Spain	38.2	39.5	40.5	42.4	45.6	45.0	44.6	43.3	40.8	37.6
France	20.7	28.1	28.6	28.5	29.2	29.7	29.5	29.3	28.4	25.8
Total	31.8	39.2	41.0	42.2	43.0	42.8	42.3	41.8	40.1	37.0

Fonte: DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, February 2016, occasional paper n. 308, Banca d'Italia, pag. 23

sono maggiori rispetto alla Francia e più limitate rispetto alla Germania e risultano essere molto maggiori di quelle osservate a livello di dati macro, senza considerare che le grandi imprese presenti nel campione possono di fatto attenuare questa differenza di leva e che l'Italia presenta un numero di PMI maggiore rispetto alla media Ue, il che potrebbe far pensare che, considerando tutte le PMI italiane, il dato della leva potrebbe mostrarsi più elevato. Infatti, la divergenza di leva finanziaria tra Italia e la media gli altri Paesi è più ampia per le micro e piccole imprese (circa 10 punti percentuali), mentre diventa sostanzialmente nulla per le grandi imprese. Il divario di leva finanziaria tra l'Italia e la media degli altri Paesi Ue è di circa il 13% quando non sono incluse variabili

⁵⁶ DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, February 2016, occasional paper n. 308, Banca d'Italia, pag.9.

esplicative. L'inclusione di altre caratteristiche delle imprese nel modello finale (come l'età, dimensione, la redditività, tangibilità dell'attivo, liquidità dell'attivo e crescita del fatturato) riduce la differenza a 10 punti percentuali⁵⁷. Questi risultati sono in linea con i recenti lavori relativi all'area dell'euro (De Socio e Nigro, 2012) che dimostrano come le diversità nelle caratteristiche dei singoli paesi legate all'aliquota fiscale, all'ordinamento giuridico e lo sviluppo dei mercati finanziari, influenzano le scelte di struttura finanziaria delle imprese. In particolare, alcuni elementi tipici italiani tra cui le elevate aliquote fiscali previste dalla legge, i mercati azionari meno sviluppati, una maggiore tutela dei diritti legali e processi fallimentari più lunghi hanno un effetto positivo sulla leva finanziaria a livello nazionale.

Ulteriori indagini effettuano un confronto diretto tra le imprese italiane e quelle francesi e degli altri paesi Ue esclusa la Francia (sempre a livello di micro-dati), in quanto quest'ultime sono le meno indebitate e, di conseguenza, influenzano fortemente i valori medi della leva finanziaria nell'area. I risultati mostrano che la differenza tra la leva finanziaria delle imprese italiane e quella degli altri Paesi si riduce a circa il 7% (precedentemente 10%) quando la Francia è esclusa, rimanendo in gran parte significativa. Se si considera solo la Francia come paese di riferimento, il divario si allarga a 13 punti percentuali. Replicando l'analisi per ogni classe di dimensione i risultati indicano che le differenze sono maggiori (circa 15 punti percentuali) per le piccole e microimprese con un attivo totale superiore a 1 milione di euro. Invece le differenze sono piccole (2%) e non statisticamente significative per le imprese molto grandi (attivo

⁵⁷ DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, February 2016, occasional paper n. 308, Banca d'Italia, pp.10-13.

superiore a 300 milioni di euro), la cui struttura finanziaria è quindi simile nei vari Paesi. Per verificare se i risultati sono dovuti a differenze con pochi Paesi specifici sono state replicate le regressioni confrontando le aziende italiane con quelle di ciascun Paese, una per una. I risultati confermano che le PMI italiane hanno una leva finanziaria significativamente maggiore rispetto a quella di ciascuno degli altri principali Paesi dell'area dell'euro. Le imprese italiane, e in particolare le PMI, presentano quindi un gap patrimoniale che rende necessario una riallocazione dell'ammontare di debito da trasformare in fondi di tipo azionario. De Socio e Finaldi sono giunti a stimare che le imprese italiane dovrebbero trasformare circa 230 miliardi di euro di debiti finanziari in finanziamenti di tipo azionario per colmare il gap con gli altri Paesi, cioè per raggiungere lo stesso livello di patrimonio medio degli altri Paesi dell'area euro. Tale valore è corrispondente al 18% del debito residuo delle imprese italiane, il divario è maggiore e pari a circa il 28% del debito residuo considerando le sole piccole imprese e le microimprese con oltre 1 milione di euro di attività. Gran parte delle correzioni stimate è dovuta al confronto con le imprese francesi, che hanno in media uno dei livelli di leva finanziaria più bassi d'Europa infatti, escludendo queste società, la carenza di capitale proprio scenderebbe a 180 miliardi di euro⁵⁸. Tuttavia, questo divario è stimato sulla base di un approccio statico, mentre in un quadro dinamico, ipotizzando una crescita del patrimonio totale delle imprese che si sta di fatto attuando, la variazione potrebbe beneficiare di un maggiore afflusso di capitale proprio e di un minore afflusso di debito. Infatti, recenti evidenze empiriche mostrano che il debito delle imprese italiane è in

⁵⁸ DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, February 2016, occasional paper n. 308, Banca d'Italia, pp. 14-19.

costante diminuzione, anche se ad un ritmo più lento rispetto agli altri Paesi. Riassumendo le imprese italiane, non tutte ma precisamente le PMI, emergono sistematicamente tra le più indebitate a quelle europee e questo pone grandi criticità, soprattutto in periodi di crisi sistemiche di tipo bancario-finanziarie, in quanto favorisce il default delle stesse e gli effetti negativi sull'economia reale come si dimostrerà nel paragrafo successivo.

2.2.3 Shock economici e il pericolo di un alto livello di leva finanziaria

La crisi finanziaria e del debito sovrano ha avuto un forte impatto sulla solvibilità delle imprese non finanziarie, principalmente dovuto all'elevatissimo livello di leverage delle PMI, eccessiva presenza di indebitamento a breve e commerciale. Importanti sono state le conseguenze sulla qualità dei portafogli di crediti bancari, con il tasso dei nuovi prestiti in sofferenza (NPL) che è salito a livelli elevati pregiudicando l'erogazione dei prestiti a danno dell'economia reale. Dando ormai per assodato che le PMI hanno un leverage più elevato rispetto alla media Ue, è importante capire se effettivamente e in che misura la struttura finanziaria delle imprese può rendere le stesse maggiormente suscettibili a shock economici⁵⁹. La letteratura afferma che la leva finanziaria aumenta la probabilità di insolvenza durante una crisi economica ed è anche una delle variabili chiave nella stima dei punteggi di credito da parte delle banche. L'analisi di Bonaccorsi et al. contribuisce a questa letteratura mostrando sia l'effetto diretto della leva finanziaria sul default sia come la leva finanziaria interagisce con lo stress economico. In particolare, va studiare

⁵⁹ BONACCORSI DI PATTI E., D'IGNAZIO A., GALLO M., MICUCCI G., *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, October 2014, Occasional paper n. 244, Banca d'Italia, pag. 5.

se la leva finanziaria possa avere uno shock negativo sulle vendite delle imprese e sulla probabilità di insolvenza utilizzando un campione molto ampio di imprese non finanziarie (200 mila imprese seguite fino al 2013), per lo più medie e piccole. L'analisi mostra che il calo delle vendite è la variabile che meglio spiega il default durante la recessione tuttavia le condizioni finanziarie delle imprese precrisi, in particolare la loro leva finanziaria, hanno avuto un impatto sostanziale sulla probabilità di insolvenza.

Da subito si può anticipare che le aziende con leva finanziaria maggiore hanno tassi di insolvenza mediamente più elevati e inoltre hanno una maggiore sensibilità ad eventuali shock economici⁶⁰. Si osserva che il flusso di aziende che sono inadempienti è aumentato costantemente a partire dalla crisi finanziaria, dal 2,8% nel 2009 al 4,9% nel 2012. Suddividendo il campione tra aziende che hanno fatto default (D) e quelle che non hanno fatto default (ND) il tasso di crescita annuale delle vendite aggregate dei due tipi di società, fino al 2007, si è comportato in modo molto simile, il che avvalorava i risultati in quanto non si sta considerando imprese che presentavano problemi di redditività già precedentemente alla crisi. Nel 2008, quando l'economia italiana è entrata in recessione, la crescita delle vendite ha iniziato a divergere tra le due tipologie a causa dell'impatto differenziato dello shock macroeconomico esogeno sulle stesse. Il risultato è che le imprese di tipo D (cioè che sono andate in default) avevano un leverage ratio⁶¹ molto più elevato rispetto a quelle di tipo ND. Fino al 2007 la leva finanziaria era in aumento per entrambe le categorie, ad un ritmo simile e per le aziende D è passato dal

⁶⁰ BONACCORSI DI PATTI E., D'IGNAZIO A., GALLO M., MICUCCI G., *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, October 2014, Occasional paper n. 244, Banca d'Italia, pp. 5-7.

⁶¹ Debito finanziario diviso per la somma del debito finanziario e del capitale proprio. Source: Bonaccorsi (2014).

72 al 77 per cento tra il 2003 e il 2007 mentre per le aziende ND è passato dal 52 a quasi il 56 per cento. Nel 2008 la leva finanziaria ha continuato ad aumentare per le aziende D, mentre è diminuita per le altre⁶².

Più della metà delle imprese ha avuto una crescita negativa delle vendite nel periodo di crisi, infatti la mediana della distribuzione è pari al -1,4%. Il quartile con i peggiori risultati ha registrato una contrazione delle vendite di almeno il 13,9% su base annua mentre il miglior quartile ha avuto una crescita positiva maggiore o uguale al 9,7%. Partendo da questo, osservando la tavola 2.4, il tasso di default è più che quadruplo per le aziende nel quartile inferiore di crescita delle vendite (tasso di default 8%) rispetto a tutte le altre aziende (1,7%). Tra le aziende con il maggior calo delle vendite, risulta che quelle nel quartile inferiore di leva finanziaria, cioè che possedevano una leva finanziaria inferiore

Tavola 2.4 - Frequenza di default per anno, leva finanziaria e variazioni delle vendite

Variables	2009	2010	2011	2012	Mean
By 2008 leverage (1)					
Firms with leverage in quartile 1 ($\leq 46.7\%$)	0.7	1.2	1.3	2.1	1.3
Firms with leverage in quartile 2 ($>46.7\%$ and $\leq 73.8\%$)	1.2	2.1	2.5	3.5	2.3
Firms with leverage in quartile 3 ($>73.8\%$ and $\leq 89.7\%$)	2.1	3.5	4.1	5.7	3.8
Firms with leverage in quartile 4 ($> 89.7\%$)	3.1	4.8	5.5	7.6	5.3
By change in sales 2009-2012 (2)					
Sales change quartile 1 (yearly means -13.9%)	4.6	7.0	8.5	11.7	8.0
Sales change quartile 2,3,4 (yearly mean $> -13.9\%$)	0.8	1.6	1.8	2.7	1.7
By leverage and change in sales					
Sales change quartile 1 (yearly means -13.9%)					
leverage in quartile 1 ($\leq 46.7\%$)	2.1	3.3	4.0	6.0	3.8
leverage in quartile 2 ($>46.7\%$ and $\leq 73.8\%$)	3.1	5.6	7.1	10.1	6.5
leverage in quartile 3 ($>73.8\%$ and $\leq 89.7\%$)	5.1	8.1	10.4	14.2	9.5
leverage in quartile 4 ($>89.7\%$)	6.8	9.7	11.2	15.5	10.8
Sales change quartile 2,3,4 (media anno $> -13.9\%$)					
leverage in quartile 1 ($\leq 46.7\%$)	0.3	0.7	0.8	1.3	0.8
leverage in quartile 2 ($>46.7\%$ and $\leq 73.8\%$)	0.6	1.2	1.4	1.9	1.2
leverage in quartile 3 ($>73.8\%$ and $\leq 89.7\%$)	1.0	2.0	2.2	3.3	2.1
leverage in quartile 4 ($>89.7\%$)	1.5	2.9	3.4	5.0	3.2

Fonte: BONACCORSI DI PATTI E., D'IGNAZIO A., GALLO M., MICUCCI G., *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, October 2014, Occasional paper n. 244, Banca d'Italia, pag.19

⁶² BONACCORSI DI PATTI E., D'IGNAZIO A., GALLO M., MICUCCI G., *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, October 2014, Occasional paper n. 244, Banca d'Italia, pp. 7-8.

al 46,7%, hanno registrato un tasso medio di default del 3,8% pari a circa un terzo del tasso di default del 10,8% registrato dalle aziende contenute nel quartile relativo alle imprese con livello di leva finanziaria superiore al 89,7% (tavola 2.4)⁶³. I dati sulla struttura finanziaria dei due tipi di società (D e ND) rivelano il forte impatto che ha la leva finanziaria sulla probabilità di default. Infatti, le imprese D ricorrono in misura maggiore all'indebitamento bancario rispetto alle imprese ND ed hanno anche una quota maggiore di indebitamento a breve termine oltre ad essere meno liquide.

La variabile chiave del modello statistico di Bonaccorsi et al. è la leva finanziaria alla quale si aggiungono le misure di liquidità (att. correnti/pass. correnti) e di redditività (mol/pass.totali), in quanto in letteratura è dimostrato che esse influiscono sull'insolvenza. La liquidità è inclusa perché le imprese con più liquidità sono meglio attrezzate per rimborsare i loro debiti quando devono affrontare uno shock negativo di redditività. I risultati della regressione mostrano che la leva finanziaria ha un effetto positivo, monotonicamente crescente, quindi all'aumentare della leva finanziaria aumenta la probabilità di default, aumentando la leva finanziaria di 10 punti percentuali la probabilità di default aumenta dello 0,7%, un effetto notevole se si considera che la frequenza di default nel campione è di circa il 6%. L'effetto economico del calo delle vendite è modesto: un calo di 10 punti percentuali delle vendite avvenuto prima della crisi ha aumentato solo dello 0,1% la probabilità di default negli anni successivi (0,1%)⁶⁴. I risultati vanno a confermare anche altre conclusioni fornite dalla letteratura, cioè il fatto

⁶³ BONACCORSI DI PATTI E., D'IGNAZIO A., GALLO M., MICUCCI G., *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, October 2014, Occasional paper n. 244, Banca d'Italia, pp. 9-10.

⁶⁴ BONACCORSI DI PATTI E., D'IGNAZIO A., GALLO M., MICUCCI G., *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, October 2014, Occasional paper n. 244, Banca d'Italia, pp. 11-14.

che le imprese più giovani e più piccole risultano essere più soggette agli shock, la liquidità invece ha un impatto inverso sulla probabilità di default.

Lo studio va anche ad esplorare il ruolo della leva iniziale nella trasmissione dello shock alle vendite aggiungendo termini di interazione tra le due variabili. Risulta che un calo di 10 punti percentuali nelle vendite annuali nel periodo 2009-12, conseguente allo shock economico, aumenta la probabilità di default di circa il 6% per le aziende il cui leverage cade nel quartile superiore (leverage molto alto maggiore all' 89%), lo stesso shock alle vendite produce invece un aumento stimato della probabilità di default dell' 1,7% per le aziende il cui leverage cade nel quartile inferiore (minore del 46,7%). A dimostrazione che gli effetti della leva finanziaria non sono stati sopravvalutati nell'indagine, in quanto un'elevata leva finanziaria potrebbe essere il risultato dell'accumulo del debito dovuto al peggioramento delle prestazioni reddituali prima della recessione, si sono analizzate le caratteristiche delle aziende nei vari quartili di leva prima del 2008 e si riscontra che, il tasso di crescita medio dei profitti operativi è risultato molto simile nei quattro gruppi aziendali (suddivisi per peso della leva) ed anzi, le aziende che nel 2008 si presentavano con una maggiore leva finanziaria hanno registrato una crescita delle vendite più rapida prima della crisi, il che suggerisce che si stavano espandendo piuttosto che sottoperformando. Sostanzialmente, l'effetto della leva è duplice: aumenta la probabilità di default quando si registra un qualsiasi calo delle vendite, ma aumenta anche la probabilità di default agli shock macroeconomici.

I risultati avvalorano la congettura secondo cui il grado di indebitamento delle imprese ha un ruolo nella stabilità finanziaria perché amplifica l'impatto negativo di un vero e proprio shock sulla solvibilità delle imprese, il che va a dimostrare il perché l'Italia è stata

maggiormente colpita e ha avuto maggiori difficoltà di ripresa e perché è necessario modificare le abitudini finanziarie delle PMI. Come conseguenza di shock economici inoltre, il peggioramento delle condizioni di solvibilità delle imprese e quindi il peso degli NPL sui bilanci bancari, va ad impattare sulla salute delle banche e sulla loro capacità di offerta di credito instaurando un circolo vizioso che a catena intacca l'economia reale⁶⁵. Le PMI proprio per la loro struttura finanziaria prettamente bancocentrica, poco flessibile e con alto livello di leverage sono risultate essere i soggetti più vulnerabili a shock economici e finanziari come quelli vissuti recentemente. Laddove il mercato del capitale di rischio e il settore finanziario risultano essere più sviluppati, le imprese hanno invece saputo reagire meglio consentendo una più facile ripresa economica. Le PMI, tanto nel contesto italiano quanto in quello europeo, devono puntare ad un'adeguata diversificazione delle fonti per garantirsi maggiori possibilità di crescita nelle fasi congiunturali positive e una maggiore capacità di risposta in quelle negative, questo è ancora più auspicabile per quanto riguarda l'Italia. Conseguentemente alla crisi finanziaria prima e quella del debito sovrano poi, le imprese quotate (tipicamente molto più grandi di altre imprese) hanno potuto godere dell'accesso ai finanziamenti del mercato dei capitali usati come "ruota di scorta". Si sostiene l'opinione che i mercati dei capitali possono fornire una via di fuga in tempo di crisi finanziaria per le grandi imprese quotate in borsa, strategia che quindi dovrebbe essere seguita anche da imprese appartenenti a diverse classi dimensionali⁶⁶.

⁶⁵ BONACCORSI DI PATTI E., D'IGNAZIO A., GALLO M., MICUCCI G., *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, October 2014, Occasional paper n. 244, Banca d'Italia, pp. 15-16.

⁶⁶ ASLI DEMIRGÜÇ-KUNTA, MARIA SOLEDAD MARTINEZ PERIAB, THIERRY TRESSEL, *The global financial crisis and the capital structure of firms: Was the impact more severe among SMEs and non-listed firms?*, Journal of corporate finance, november 2019, pp. 15-16.

2.3 Le regole di Basilea e le ripercussioni sulle PMI

2.3.1 La nascita degli accordi e le nuove principali regole di Basilea 3

Gli accordi di *Basilea* nascono con l'obiettivo di andare a tutelare il piccolo risparmiatore cercando di garantire la stabilità finanziaria del sistema bancario, più precisamente si tratta di un insieme di norme emanate dalla banca dei regolamenti internazionali⁶⁷ che hanno lo scopo di andare a definire i requisiti minimi che il sistema bancario deve rispettare per garantire la propria stabilità economica e finanziaria. Il primo accordo venne introdotto nel 1988, conosciuto come *Basilea 1*, successivamente è entrato in vigore *Basilea 2* (nel 2008) che apportò notevoli modifiche rispetto al precedente.

In estrema sintesi, *Basilea 2* va a definire l'ammontare di accantonamenti che le banche devono effettuare a fronte dei rischi che sopportano, cioè in funzione del rischio di credito, di mercato e operativo sopportato (i tre pilastri). Secondo l'accordo di *Basilea 2*, la banca deve effettuare degli accantonamenti per una quota proporzionale agli impieghi ponderati al loro relativo rischio, accantonamenti riguardanti tanto le perdite

⁶⁷ La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) è un'istituzione fondata a Basilea nel 1930 in attuazione dell'Accordo dell'Aja dai governi di Belgio, Francia, Germania, Italia e Regno Unito e rappresenta la più antica istituzione finanziaria internazionale. Originariamente la BRI svolgeva il ruolo di agente fiduciario relativamente ai prestiti emessi per finanziare le riparazioni di guerra tedesche, consentendo alle banche centrali un coordinamento delle operazioni di incasso e pagamento. Dopo la fine della Seconda guerra mondiale, molte sue funzioni furono assorbite dal Fondo Monetario Internazionale ed alla BRI restarono quelle di banca delle banche centrali e di controllo della speculazione internazionale. Attualmente la BRI promuove la cooperazione monetaria e finanziaria tra le 56 banche centrali sue azioniste, fornisce servizi di gestione delle riserve in valuta a numerose banche centrali, svolge attività di ricerca economica e monetaria e produce statistiche sul sistema bancario e finanziario internazionale." Fonte-sito ufficiale Banca d'Italia, disponibile sul seguente link:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/banca-regolamenti-internazionali112.htm>

attese quanto quelle inattese⁶⁸. Il peggioramento della classe di rating di un'impresa affidata provoca naturalmente un aumento della probabilità di default della stessa influenzando il calcolo delle perdite attese e inattese, determinando quindi maggiori costi per la banca e, come conseguenza, maggiori oneri per i clienti. Questo aspetto, sommato al peggioramento della qualità del credito a causa della crisi e quindi all'aumento degli NPL in pancia alle banche, è andato ad assumere un peso anche sugli effetti del *credit crunch*, contribuendo ad una minore erogazione di credito alle imprese e all'aumento dei tassi applicati.

La crisi economica e finanziaria ha fatto quindi emergere le inadeguatezze delle regole di *Basilea 2* che possono essere sintetizzate come segue: inadeguatezza del capitale di vigilanza in quanto il requisito patrimoniale minimo fissato dal comitato di *Basilea* si è dimostrato inferiore rispetto a quello necessario per prevenire insolvenze bancarie; la prociclicità, cioè il fatto che i requisiti patrimoniali basati sui rating creditizi aziendali tendono a diminuire nelle fasi di crescita economica (le imprese sono viste come più sicure) e ad aumentare nelle fasi di crisi e quindi, nei periodi di recessione, le banche sono costrette a contrarre l'offerta di credito e ridurre i propri attivi; la crescita della leva finanziaria grazie alle politiche monetarie accomodanti, le banche europee hanno spinto la leva finanziaria al di sopra della media di settore, con conseguenti squilibri del passivo; per l'eccessiva presenza di rischio sistemico, i Governi Centrali hanno dovuto salvare alcune istituzioni finanziarie (*too big to fail* o *too interconnected to fail*) al fine di evitare la trasmissione di shock idiosincratici all'intero sistema finanziario; margini di

⁶⁸ per maggiori approfondimenti: TONIOLO G., *Basilea 3: Buffer di capitale ed impatto sul pricing alle imprese*, ETR Formazione, pag. 1.

liquidità insufficienti, motivo per cui molte banche si sono trovate impreparate di fronte ad un'inattesa caduta della liquidità e sono riuscite a superare la crisi solo grazie all'ampia immissione di liquidità a basso costo offerta dalle banche centrali⁶⁹.

Per superare i limiti di *Basilea 2*, prevenire un'eccessiva assunzione di rischi da parte delle banche e rendere il sistema finanziario più solido, nel 2011 sono state approvate da parte dei Capi dell'autorità di vigilanza del G20 e dai Capi di Stato le nuove proposte del Comitato di Basilea. Tali nuove regole, che prendono il nome di *Basilea 3*, sono entrate in vigore nel 2013 anche se vi è stato un periodo di transizione nella loro applicazione fino al 2019. Le nuove regole hanno stabilito una maggior patrimonializzazione e maggior capitale di qualità primaria, si è intervenuti infatti definendo nuove e più alte soglie minime di patrimonializzazione e vi è stata una ricomposizione del capitale stesso a favore del CET1 (o Common Equity Tier di cui parleremo successivamente); si è intervenuti anche per la riduzione della prociclicità attraverso introduzione di un «buffer di conservazione» cioè di un capitale da accantonare in eccesso rispetto ai minimi e un «buffer anticiclico», cioè un addizionale che può essere richiesta alle banche nei periodi di eccessiva espansione del credito. Qualora questi buffer vengano utilizzati la banca viene assoggettata da parte della autorità di Vigilanza a vincoli sulla distribuzione dei dividendi e/o al pagamento di dividendi a dipendenti. Tra le nuove regole vi è stata anche l'introduzione di un requisito di leverage per evitare una eccessiva assunzione di rischi. Sono stati previsti dei requisiti a copertura del rischio di liquidità attraverso l'introduzione di due regole quantitative

⁶⁹ TONIOLO G., *Basilea 3: Buffer di capitale ed impatto sul pricing alle imprese*, ETR Formazione, pp. 1-2.

sulla liquidità, un indicatore di breve termine e un indicatore strutturale. È previsto il contenimento del rischio sistemico e del grado di interconnessione tra le banche di rilevanza sistemica, le quali dovranno avere una capacità di copertura delle perdite maggiore rispetto ai requisiti minimi normalmente previsti⁷⁰ per le banche che non presentano tali caratteristiche.

Andando ad approfondire solamente le prime due novità introdotte da *Basilea 3* (cioè i maggiori requisiti di patrimonializzazione e l'introduzione di un buffer anticiclico ed uno di conservazione), il patrimonio di vigilanza minimo complessivo rimane invariato ma cambia la composizione, deve essere sempre pari almeno all'8% degli impieghi ponderati per il rischio ed è composto dalla somma di due elementi, il Tier 1 e Tier 2. Il Tier 1 o patrimonio di base deve essere almeno pari al 6% (in *Basilea 2* era al 4%) delle attività ponderate per il relativo rischio, il quale è in grado di assorbire le perdite in condizioni di continuità d'impresa o going concerned ed è suddiviso in due componenti: il Common equity Tier 1⁷¹ (o CET 1, la componente principale del patrimonio di vigilanza) o patrimonio di qualità primaria che è stato fissato al 4,5% a differenza del precedente

⁷⁰ TONIOLO G., *Basilea 3: Buffer di capitale ed impatto sul pricing alle imprese*, ETR Formazione, pp. 2-3.

⁷¹ Il Common Equity Tier 1 è composto dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

- azioni ordinarie (no risparmio e privilegiate) emesse dalla banca che soddisfano i criteri di classificazione come azioni ordinarie a fini regolamentari (o gli strumenti equivalenti per le banche costituite in forma diversa dalla società per azioni);
- sovrapprezzo azioni derivante dall'emissione di strumenti ricompresi nel Common Equity Tier 1;
- riserve di utili;
- riserve da valutazione e altre riserve palesi;
- azioni ordinarie emesse da filiazioni consolidate della banca e detenute da soggetti terzi (ossia interessi di minoranza);
- aggiustamenti regolamentari applicati nel calcolo del Common Equity Tier 1. Da TONIOLO G.

2% e il Tier 1 aggiuntivo⁷² (additional going concern capital). Il Tier 2⁷³ o patrimonio supplementare è invece quello che dovrebbe essere in grado di assorbire le perdite in situazioni di crisi o gone concern⁷⁴.

Il comitato di Basilea 3 ha introdotto, oltre a questa riqualificazione dei requisiti minimi patrimoniali, delle nuove riserve di capitale (buffer di capitale), le due più importanti sono la riserva di conservazione del capitale e la riserva di capitale anticiclica⁷⁵. Le banche dovranno mantenere di norma dei buffer di capitale eccedenti i minimi regolamentari (buffer di conservazione) e, qualora siano utilizzati per coprire le perdite in situazioni di stress, dovranno poi essere ricostituiti mediante l'accantonamento a riserve di utili non distribuiti e gli utili potranno essere distribuiti entro certi limiti (tabella 2.3). Il buffer di conservazione del capitale deve essere pari al 2,5% dell'attivo bancario ponderato per il rischio ed è composto come CET 1, da detenere però in aggiunta al 4,5% che rappresenta il requisito minimo (totale CET 1 dovrà quindi essere almeno 7%).

⁷² Nel Tier 1 aggiuntivo troviamo strumenti emessi dalla banca che soddisfano i criteri di computabilità nel Tier 1 aggiuntivo (e non ricompresi nel Common Equity Tier 1). Trattasi principalmente di obbligazioni perpetue, azioni privilegiate (consentono ai loro detentori di votare soltanto nel corso delle assemblee straordinarie e viene riconosciuto un dividendo maggiore rispetto a quello fissato per azioni ordinarie o precedenza nella restituzione del capitale) o di risparmio (no diritto di voto, dividendo garantito: minimo del 5% del valore nominale dell'azione; e comunque superiore a quello delle azioni ordinarie di almeno il 2% del valore nominale dell'azione stessa), se rispettano i requisiti previsti. In generale strumenti non garantiti privi di data di scadenza o clausole di rimborso anticipato; interamente versati; subordinati rispetto depositi e debiti subordinati. DA TONIOLO G.

⁷³ Il Tier 2 è composto dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

- strumenti emessi dalla banca che soddisfano i criteri di computabilità nel patrimonio supplementare (e non ricompresi nel patrimonio di base); trattasi principalmente di debiti subordinati con scadenza non inferiore a 5 anni, privi di clausole di rimborso anticipato.
- sovrapprezzo azioni derivante dall'emissione di strumenti ricompresi nel patrimonio supplementare;
- strumenti emessi da filiazioni consolidate della banca e detenuti da soggetti terzi che soddisfano i criteri di computabilità nel patrimonio supplementare e non sono ricompresi nel patrimonio di base.
- taluni accantonamenti per perdite su crediti,
- aggiustamenti regolamentari applicati nel calcolo del patrimonio supplementare. Da TONIOLO G.

⁷⁴ MONTANARO E., *Basilea III: note di sintesi*, 2013, pp. 4-5.

⁷⁵ Vi sono poi altre 2 riserve: riserva aggiuntiva per gli enti a rilevanza sistemica globale e la riserva per gli altri enti a rilevanza sistemica;

Qualora il patrimonio scenda sotto a questo livello, la banca non è tenuta a ricapitalizzarsi e può continuare la propria operatività ma è assoggetta a vincoli alla distribuzione del capitale che aumentano a tassi crescenti all'avvicinarsi dei requisiti minimi di patrimonio (CET 1), vincoli di distribuzione che sono indicati in tabella 2.3⁷⁶.

Tabella 2.3 – Requisiti minimi di conservazione del capitale (CET 1)

Coefficiente Common Equity Tier 1	Coefficienti minimi di conservazione del capitale (in percentuale degli utili)
4,5% - 5,125%	100%
>5,125% - 5,75%	80%
> 5,75% - 6,375%	60%
> 6,375% - 7,0%	40%
> 7,0%	0

Fonte: Toniolo G., *Basilea 3: Buffer di capitale ed impatto sul pricing alle imprese*, ETR formazione, pag. 8

Ad esempio, una banca con un coefficiente CET 1 compreso tra il 5,125 e il 5,75% deve accantonare l'80% dei propri utili nell'esercizio finanziario successivo (ossia il tasso di distribuzione non deve superare il 20% in termini di dividendi, riacquisti di azioni proprie e pagamenti discrezionali di bonus⁷⁷).

Per quanto riguarda il buffer anticiclico invece, è finalizzato a creare una relazione più stringente tra i requisiti patrimoniali del settore bancario e il contesto macro-finanziario esterno in cui operano le banche e va ad ampliare l'entità del buffer di conservazione. Per il sistema bancario, dotarsi di difese patrimoniali aggiuntive è fondamentale per evitare perdite che possano destabilizzare il settore e il mercato finanziario, intaccando l'economia reale. Le perdite inoltre sono particolarmente consistenti quando, come

⁷⁶ MONTANARO E., *Basilea III: note di sintesi*, 2013, pag. 8.

⁷⁷ Il CET 1 deve essere utilizzato in via prioritaria per soddisfare i requisiti patrimoniali minimi (quelli relativi al patrimonio di base del 6% e del patrimonio di vigilanza dell'8%), prima di poter contribuire al rispetto del buffer di conservazione del capitale. Ad esempio, una banca con un CET 1 pari all'8% e nessun Tier 1 aggiuntivo né Tier 2 soddisferebbe i requisiti minimi, ma non avrebbe nessun buffer aggiuntivo quindi sarebbe soggetta a un vincolo del 100% alla distribuzione del capitale al fine di ricostituire il buffer di conservazione. Da MONTANARO E.

accaduto durante le ultime crisi, la fase di flessione del credito è preceduta da un periodo di eccezionale espansione (prociclicità). Per evitare tali effetti è stato creato il requisito di capitale addizionale (buffer anticiclico) che normalmente è pari a zero e sarà applicato solo quando, in un determinato paese, si registri un'espansione del credito anomala, alla quale potrebbero seguire crisi di liquidità associate a fenomeni di *deleveraging* di dimensioni sistemiche, cioè qualora le banche si trovino ad affrontare inversioni di tendenza del credito senza una capitalizzazione adeguata⁷⁸. L'obiettivo di questo buffer è principalmente quello di ridurre i rischi sistemici della prociclicità dell'ordinaria regolamentazione del capitale, il buffer dovrebbe raffreddare l'economia nei momenti espansivi e sostenere l'offerta di credito nei momenti di rallentamento. Qualora infatti, un eccessivo aumento del credito aggregato sia accompagnato da un accumulo di rischi sistemici le autorità nazionali potranno decidere di attivare tale buffer, al fine di assicurarsi che il sistema disponga di una riserva patrimoniale che tuteli le perdite potenziali future. Le autorità nazionale dovranno attivare tale buffer seguendo uno specifico schema⁷⁹, tenendo conto di eventuali fasi di espansione del credito e altri indicatori in grado di segnalare l'accumulo di un rischio sistemico, il requisito del buffer anticiclico verrà poi eliminato una volta venuto meno il rischio. Le banche che operano in ambito internazionale dovranno poi considerare anche la diffusione geografica della loro esposizione creditizia e determinare il proprio il proprio buffer come media ponderata dei requisiti previsti dalle varie giurisdizioni verso cui sono

⁷⁸ MONTANARO E., *Basilea III: note di sintesi*, 2013, pag. 9.

⁷⁹ TONIOLO G., *Basilea 3: Buffer di capitale ed impatto sul pricing alle imprese*, 2015, ETR Formazione, pp. 5-6.

esposte. Ai fini della determinazione del coefficiente del buffer anticiclico interno, la Banca d'Italia determina trimestralmente un indicatore di riferimento⁸⁰.

Riassumendo, il requisito complessivo minimo delle banche previsto da *Basilea 3* non dovrà mai scendere al di sotto dell'8% e potrà arrivare, in particolari condizioni, fino al 13% sommando 8% (Tier1 + Tier2) + 2,5% (buffer conservazione) + 2,5% (buffer anticiclico). Le nuove regole di *Basilea* hanno diviso molto economisti in merito ai loro effetti benefici, tra chi crede che i requisiti più stringenti producano esclusivamente effetti positivi al sistema finanziario e chi invece rimprovera che gli eccessivi vincoli a cui devono sottoporsi le banche producano effetti negativi sui volumi e sul costo dei finanziamenti, soprattutto per le imprese più rischiose, spesso le PMI.

2.3.2 I possibili effetti di Basilea 3 sul credito bancario

In conseguenza delle nuove regole, anche a parità di probabilità di default delle imprese affidate, l'assorbimento di capitale per le banche aumenta per ogni cliente e questo può generare delle conseguenze sul costo dei finanziamenti. Il lavoro del dott. Toniolo G. mostra una simulazione che va a stimare, sulla base di una formula di *pricing* dei prestiti del tipo $i = rf + spread$, quello che potrebbe essere l'impatto sul *pricing* dei prestiti alle PMI prodotto da *Basilea 3* per effetto dei requisiti patrimoniali e i buffer richiesti. I risultati mostrano come l'applicazione delle regole di *Basilea 3* a pieno regime dal 2019, potrebbe generare, a parità di condizioni, un aumento del costo del credito per un'azienda small dell'1,05% (0,52% in assenza di buffer anticiclico). Tali variazioni sono

⁸⁰ Per maggiori approfondimenti su come la Banca d'Italia determina il coefficiente per il buffer anticiclico sulla base del quale, le singole banche dovranno poi determinare il proprio buffer si rimanda a: TONIOLO G., *Basilea 3: Buffer di capitale ed impatto sul pricing alle imprese*, 2015, ETR Formazione, pp. 6-7.

tanto maggiori quanto peggiore è la classe di rating dell'impresa affidata e se la banca ha rilevanza sistemica, l'impatto potrebbe essere addirittura maggiore⁸¹. Questo va a dimostrare che le regole di Basilea 3, possano andare a generare una riduzione dei volumi di credito e un peggioramento delle condizioni nel breve periodo e, di fatto, le nuove regole hanno contribuito alla lenta ripresa del credito a danno soprattutto delle PMI, anche se sono indiscutibili gli effetti positivi di lungo periodo per quanto riguarda una maggior solidità del sistema bancario.

Anche secondo recenti pubblicazioni del Sole24Ore, si intuisce come l'eccessiva regolamentazione bancaria sta strozzando l'accesso al credito delle PMI. Attraverso una consultazione avviata dal Financial stability Board (un organismo del G20) è emerso un disagio condiviso da parte delle banche dei Paesi Ue. I prestiti alle PMI infatti, sono stati assoggettati a delle regole molto più stringenti rispetto ad altre forme di lending a causa della loro presunta maggiore rischiosità⁸² e abbiamo visto che alle banche si richiede in sostanza di fare accantonamenti più sostanziosi quando prestano ad una piccola impresa piuttosto che ad una grande. Con le riforme di *Basilea*, soprattutto quelle legate ai requisiti di patrimonio, il costo del capitale delle banche viene ad aumentare a dismisura e, secondo una stima di *IntesaSanpaolo*, un aumento di questo costo dell'1% genera indicativamente un incremento dei tassi su un prestito a 5 anni che oscilla tra i 10 e i 40 punti base (a seconda della qualità dell'impresa). Questo rincaro va ad impattare negativamente sull'offerta prestiti, il risultato finale è che il finanziamento alle PMI sta diventando uno degli usi di capitale meno attrattivi per le banche le quali

⁸¹ TONIOLO G., *Basilea 3: Buffer di capitale ed impatto sul pricing alle imprese*, 2015, ETR Formazione, pp. 10-11.

⁸² DAVI L., *Banche Ue, Basilea 3 affossa le PMI*, 10 Aprile 2019, *IlSole24Ore*, pag.6.

puntano ad altri impieghi, motivo per il quale devono necessariamente prendere terreno altre forme di finanziamento alternative⁸³. Poco rilevanti risultano gli effetti del cosiddetto “fattore di sostegno alle PMI” (Sme supporting factor), il quale dovrebbe permettere alle banche di mitigare l’inasprimento dei requisiti patrimoniali (sconto del 23,81% sul totale costi) per quanto riguarda la loro esposizione verso le piccole e medie imprese⁸⁴. Dunque, per rispettare gli standard imposti da Basilea 3 le banche devono rafforzare la loro capitalizzazione e modificare le loro strutture di bilancio al fine di migliorare la liquidità del patrimonio e la stabilità dei finanziamenti e questo può avere conseguenze sull’attività di credito.

La letteratura empirica ha dimostrato come, anche in passato, alla lenta ripresa dell’economia statunitense dalla recessione del 1990-91 abbia concorso la regolamentazione del capitale delle banche (*Basilea 1*) che ha ostacolato l’attività creditizia delle stesse. L’implementazione del capitale bancario basata sul rischio incoraggia le banche alla sostituzione di attività rischiose, come prestiti commerciali e a breve scadenza con attività meno rischiose come i titoli di Stato. In presenza di una stretta creditizia e di condizioni economiche deteriorate, coefficienti patrimoniali più elevati determinano una minore attività creditizia, motivo per il quale si può pensare che le nuove regole abbiano giocato e giocheranno un ruolo nella difficoltà di ripresa dei prestiti bancari in future situazioni di crisi. Di contro però, una parte della letteratura afferma come un capitale più elevato consente alle banche di assorbire maggiori rischi e migliora la capacità di generare credito nel lungo periodo. Per quanto riguarda i

⁸³ DAVI L., *Banche Ue, Basilea 3 affossa le PMI*, 10 Aprile 2019, *IlSole24Ore*. Pag.6.

⁸⁴ COLUCCIA M., *Banche, le nuove regole europee a sostegno del credito*, marzo 2019, *Prometeia*. <https://www.prometeia.it/atlane/banche-nuove-regole-europee-sostegno-credito>

coefficienti di liquidità che le banche sono tenute a rispettare, la letteratura empirica spiega come le banche che dispongono di fonti di finanziamento stabili e di riserve di liquidità possono generare più credito ed avere quindi un impatto positivo. Tuttavia, emergono opinioni alternative in merito agli effetti durante specifici periodi di crisi e di ripresa come quelli relativi al periodo di 2008-2015. Infatti, in presenza di politiche monetarie accomodanti e di tassi di rendimento ai minimi, con *spread* sui prestiti bassi e premi per il rischio elevati, le banche potrebbero preferire ridurre le loro attività di credito a basso rendimento ma ad alto rischio e bassa liquidità al fine di sostituirle con riserve di liquidità e titoli di Stato privi di rischio e a basso rendimento, evitando in ogni caso di concedere prestiti al settore privato. Secondo questo diverso approccio, nel contesto in cui ci troviamo oggi, una maggiore liquidità e un rapporto di finanziamento stabile delle banche previsto da *Basilea 3*, possono essere associati ad una minore presente e futura attività creditizia⁸⁵.

Come più volte detto, l'obiettivo di *Basilea 3* è quello di aumentare la qualità e la quantità della base patrimoniale regolamentare delle banche e di migliorare la copertura del rischio del settore bancario e la resistenza alle tensioni finanziarie, partendo dal presupposto che un sistema bancario forte e resistente è il punto di partenza per un sistema economico anch'esso resistente. La letteratura non è stata in grado di fornire un'interpretazione univoca sul valore di questa regolamentazione e si sono così formati due filoni di senso opposto. La letteratura di assenso ritiene che i requisiti per la raccolta del capitale aggiuntivo da parte delle banche comportano

⁸⁵ NACEUR S.B., ROULET C., *Basel III and Bank-Lending: Evidence from the United States and Europe*, September 2017, working paper of IMF (International Monetary Fund), pp. 10-12.

vantaggi macroeconomici, incoraggiano le banche a detenere più liquidità e creano un sistema finanziario più resistente grazie alla maggiore patrimonializzazione degli enti (Admati et al. – 2010), oltre a ridurre il rischio di insolvenza bancaria. La letteratura contraria non nega questi possibili benefici ma sostiene che i costi di implementazione dei requisiti patrimoniali possano essere più elevati dei potenziali guadagni in quanto, come si è già spiegato, si prevede che i maggiori requisiti richiesti possano avere un impatto negativo sul livello dei tassi dei prestiti e sul volume dei prestiti bancari e quindi sulla ripresa economica globale⁸⁶. È stato stimato che i nuovi requisiti di *Basilea 3* comporterebbero per le 100 maggiori banche del mondo un aumento dei tassi sui prestiti da loro applicati, per un valore medio di 16 punti base, comportando una riduzione del tasso di crescita dei prestiti dell'1,3% nel lungo termine⁸⁷.

Un altro studio⁸⁸ stima che l'introduzione di *Basilea 3* comporta un aumento del rapporto medio tra capitale proprio e attività delle banche del 2,1%, i requisiti del buffer anticiclico in tempi di crescita economica amplierebbe questo aumento (2,5%). Di conseguenza tale incremento verrebbe a generare un aumento di 1.428% di tassi di prestito bancari contribuendo ad una riduzione del volume di prestiti nel lungo periodo dello 0,257% con impatto negativo sull'economia reale. L'effetto viene rafforzato soprattutto dall'introduzione del buffer anticiclico in periodi di crescita economica e del volume di prestiti. Il documento infatti consiglia molta prudenza in futuro, nell'utilizzo del buffer anticiclico da parte delle autorità nazionali dal momento che si stima come

⁸⁶ BEZOEN B.B.J., *The Impact of Basel III on European Bank Lending*, July 2015, University of Twente. pag. 1.

⁸⁷ COSIMANO, T. F., & HAKURA, D. S. (2011). *Bank Behavior in Response to Basel III: A Cross-Country Analysis*. International Monetary Fund. – documento citato da: Bezoen B.B.J., *The Impact of Basel III on European Bank Lending*, July 2015, University of Twente, pp. 1-2.

⁸⁸ BEZOEN B.B.J., *The Impact of Basel III on European Bank Lending*, July 2015, University of Twente.

l'aggiunta del buffer comporti un aumento del 3,128% dei tassi di interesse dei prestiti bancari e una diminuzione dello 0,563% dei prestiti bancari nel lungo periodo. L'aumento dell'1% del rapporto capitale proprio e attività si traduce in un aumento dello 0,68% dei tassi di prestito bancario e in una diminuzione dello 0,122% dei prestiti bancari nel lungo termine. L'applicazione a pieno regime di *Basilea 3* avrà quindi conseguenze importanti per il tasso di prestito bancario e per i livelli di prestito e, probabilmente, anche un effetto inibitorio sulla crescita economica nel lungo periodo. Sembrerebbe che le norme create dal comitato di *Basilea* al fine di prevenire eventi simili ad una crisi bancaria-finanziaria, funzionino contemporaneamente come ulteriore ostacolo alla ripresa economica e possano addirittura rallentarla. Il buffer anticiclico sembra essere uno strumento che possa diminuire il comportamento prociclico delle banche ma allo stesso tempo danneggiare la crescita economica e un suo utilizzo incauto potrebbe quindi causare più danni che benefici e deve essere correttamente gestito, in termini di ampiezza, da parte delle giurisdizioni nazionali⁸⁹. L'effetto netto complessivo di *Basilea 3* risulta dunque essere un po' ambiguo in quanto da un lato, l'aumento dei requisiti patrimoniali può far lievitare il costo del capitale e di finanziamento delle banche con il conseguente aumento dei tassi per i mutuatari, i quali dovranno subire anche una riduzione del volume dei prestiti. Dall'altro lato, standard più stringenti possono aumentare la capacità del sistema bancario di assorbire perdite e mitigare gli effetti di shock finanziari. Sembra inoltre che gli effetti negativi possano essere più evidenti nel breve periodo mentre la nuova regolamentazione potrà produrre i suoi frutti in

⁸⁹ Bezoen B.B.J., *The Impact of Basel III on European Bank Lending*, July 2015, University of Twente, pp.19-24

prospettiva di lungo termine, associati ad un probabile minor frequenza e intensità di crisi finanziarie.

Ciò che risulta essere abbastanza certo è che i mutuatari più rischiosi possono essere i più colpiti dai nuovi standard, dai potenziali effetti negativi e questo mette a repentaglio soprattutto le piccole e medie imprese ed il loro accesso al credito bancario. Il lavoro di Humblot, si preoccupa di verificare gli impatti di *Basilea 3* sulle PMI, il quale però si concentra sulle PMI francesi che tuttavia, possono essere molto rappresentative dell'intera popolazione di imprese della maggior parte dei paesi Ue⁹⁰. Lo studio rileva che gli effetti complessivi di *Basilea 3* possono essere dannosi per l'accesso delle PMI al finanziamento bancario a conferma delle preoccupazioni espresse dalla letteratura. Tali effetti sono indiscussi per quanto riguarda l'aumento dei requisiti di capitale e i limiti di leva finanziaria mentre i risultati sono contrastanti con riferimento al rapporto di liquidità. Gli autori sostengono che, poiché le banche sono agenti chiave nei canali di trasmissione della politica monetaria e svolgono un ruolo fondamentale nell'avvicinare i fornitori di risorse e i cercatori di finanziamenti, qualsiasi regolamentazione volta a disciplinare il settore bancario dovrebbe essere strutturata in modo tale da incentivare gli istituti di credito a privilegiare la loro attività principale, cioè l'allocazione del credito, rispetto a forme di investimento alternative (es. transazioni sul mercato finanziario). Al contrario, gli autori sono fermamente convinti che Basilea 3 ha indotto gli istituti bancari a ridurre il volume aggregato della loro allocazione del credito e ad optare per altri tipi di investimento. La necessità di ridurre l'esposizione al rischio ha portato a

⁹⁰ HUMBLOT T., *Basel III effects on smes' access to bank credit: an empirical assessment*, March 2016, University of Bordeaux, LAREFI (Laboratoire d'Analyse et de Recherche en Economie et Finance Internationales), pp. 2-4.

disinvestimenti da parte delle banche (*deleveraging*) in imprese non quotate e a un'impennata degli investimenti in titoli di Stato nonostante il calo dei rendimenti di questo tipo di attività. Gli autori suggeriscono che queste condizioni potrebbero precludere del tutto il raggiungimento degli obiettivi di Basilea 3. Da un lato, sostengono che l'effetto di una stretta creditizia potrebbe essere un drastico calo dei profitti registrati dalle banche (in quanto i rendimenti dei titoli di Stato sono inferiori ai potenziali guadagni derivanti dai margini di intermediazione) e dall'altro, potrebbero causare una selezione avversa nell'allocazione del credito. Entrambe queste tendenze potrebbero in ultima analisi minare la capacità delle banche di affrontare le tensioni finanziarie ed economiche in una prospettiva di lungo periodo⁹¹. Il processo di rafforzamento patrimoniale delle banche ha presumibilmente contribuito a rallentare la ripresa del credito bancario che non è stato ancora adeguatamente sostituito da forme alternative di finanziamento, come sarebbe auspicabile al fine di conseguire un sistema finanziario maggiormente diversificato⁹².

Altro aspetto è che i nuovi e più elevati requisiti minimi di capitale sono stati introdotti in una fase congiunturale avversa. In alcuni paesi, tra cui l'Italia, la tempistica è stata molto sfavorevole, l'inasprimento delle regole è infatti avvenuto durante la peggiore crisi economica della nostra storia. In tale contesto, l'azione di riduzione degli attivi a rischio ha fatto da traino anche alla contrazione del PIL e dei prestiti alla clientela, diminuiti, nel periodo considerato, di un ammontare tra 1.350 a 1.250 miliardi.

⁹¹CAMPANELLA F., D'ANGELO E., MUSTILLI M., *Basel III and Credit Crunch: An Empirical Test with Focus on Europe*, May 2017, *Journal of Applied Finance & Banking*, pag. 54.

⁹²BARBAGALLO C., *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, Marzo 2019, intervento del capo del dipartimento della vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, pag. 19.

In conclusione, le PMI potranno essere le più penalizzate dalla nuova regolamentazione e dovranno affrontare la maggiore riduzione del volume dei prestiti, soprattutto per quanto riguarda i prestiti a breve termine. Tale risultato può essere molto dannoso per questi mutuatari che dipendono fortemente dalle banche e che, contemporaneamente assumono un ruolo importante nell'economia europea in termini di livelli di produzione di ricchezza e occupazione. Le banche tenderanno sempre più a riallocare il proprio portafoglio in risposta alla regolamentazione per tentare di ridurre il costo del capitale, andando ad eliminare quelle attività poco redditizie e potenzialmente rischiose, come i crediti a breve termine e le aperture di credito peggiorando le condizioni di finanziamento delle PMI e come conseguenza il loro investimenti non potranno essere agevolmente finanziati intaccando l'economia europea⁹³. Ancora una volta quindi, le PMI e di conseguenza l'economia reale, risultano essere a rischio e uno strumento per correre a soccorso delle stesse e promuoverne la crescita può essere individuato ancora nei canali di finanziamento alternativi a quello bancario, invogliando le imprese a diversificare le loro fonti di finanziamento, limitando la loro eccessiva dipendenza dagli istituti bancari. Malgrado alcuni miglioramenti e modifiche apportate alla normativa di *Basilea 3* (denominata informalmente *Basilea 4*) volti a favorire i finanziamenti alle PMI, la situazione resta pressoché stabile e i nuovi e più rigorosi parametri di controllo dei prestiti e di erogazione del credito sono destinati a permanere. Sulla base degli studi riportati, noi ci sentiamo di condividere l'opinione secondo la quale, gli effetti di Basilea 3, al netto dei benefici potenziali derivanti da una maggiore stabilità patrimoniale delle

⁹³ HUMBLOT T., *Basel III effects on smes' access to bank credit: an empirical assessment*, March 2016, University of Bordeaux, LAREFI (Laboratoire d'Analyse et de Recherche en Economie et Finance Internationales), pag. 21.

banche e resistenza a shock economici, siano nel complesso forieri di effetti negativi, probabilmente non per il complesso del sistema economico e del tessuto imprenditoriale europeo ma sicuramente per il mondo delle PMI e quindi, in misura maggiore per l'Italia.

2.4 Uno sguardo di sintesi sugli effetti finanziari per le PMI della crisi dei mutui subprime e del debito sovrano

In questo paragrafo si intende offrire un opportuno quadro di sintesi delle complesse dinamiche, analizzate in dettaglio nel presente capitolo, che hanno influito sulla disponibilità di credito bancario per le PMI.

La recessione che ha colpito l'economia mondiale nel biennio 2008-2009 importata dagli USA, si è diffusa in tempi eccezionalmente rapidi e con forte entità in tutta Europa. Il PIL dei paesi industriali di tutto il mondo è caduto del 4 per cento medio nei sei mesi compresi tra l'ottobre del 2008 e il marzo del 2009, principalmente a causa del crollo del commercio internazionale il cui volume si è ridotto di circa un sesto nello stesso arco temporale. Il PIL italiano ha cominciato a contrarsi nel secondo trimestre 2008 ed è poi crollato di circa il 5 per cento nell'arco di sei mesi a cavallo tra 2008 e 2009. L'economia italiana è stata tra quelle che hanno risentito maggiormente della recessione globale; la riduzione delle esportazioni, l'incremento del costo del credito e la rarefazione dei flussi di finanziamento verso le imprese hanno fortemente contribuito alla caduta del PIL e della produzione nel corso del 2009. Oltre al PIL, vi è stata una forte riduzione della

ricchezza delle famiglie italiane e delle principali componenti di domanda aggregata (consumi, investimenti, spesa pubblica). Alla fine dell'estate del 2008, il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers segna l'inizio della fase più acuta della crisi, che si protrasse fino al marzo del 2009. In un contesto di eccezionale incertezza circa la qualità degli attivi bancari e di aumento dei premi per il rischio interbancari con conseguenti problemi di liquidità, la capitalizzazione di borsa delle principali banche italiane e mondiali è crollata in poche settimane, si faceva avanti il peggioramento nelle condizioni di offerta di credito tra cui un immediato balzo dei tassi di finanziamento per le imprese. L'eccezionale calo delle esportazioni e del commercio, in un clima di diffusa incertezza tra le imprese e famiglie, ha generato una maggiore cautela nelle decisioni di investimento e di consumo che hanno inciso negativamente sulla domanda di nuovi finanziamenti bancari la quale accompagnata all'inasprimento delle condizioni di offerta credito hanno fortemente contribuito alla contrazione del PIL e dell'occupazione⁹⁴.

A seguito della crisi finanziaria internazionale vi è stata una ripresa di moderata intensità e breve durata, bruscamente interrotta nella seconda parte del 2011 dall'ampliarsi delle tensioni sul debito sovrano. L'attività economica nel nostro paese è quindi tornata a scendere a ritmi elevati e nel 2012 il livello del PIL dell'Italia era ancora inferiore di quasi l'8 per cento rispetto ai valori di 5 anni prima, gli investimenti più bassi del 24 per cento. Come visto nel corso del nostro lavoro, la preoccupazione degli investitori internazionali al rischio sovrano UE si è intensificata nel 2010 con lo scampato default della Grecia ma la crisi del debito si estese rapidamente prima all'Irlanda e poi al

⁹⁴ CAIVANO M., RODANO L., SIVIERO S., *La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana. un'indagine controfattuale, 2008-2010*, aprile 2010, occasional paper n. 64 di Banca d'Italia, pp. 5-11

Portogallo. A partire dal luglio del 2011 si avvia una seconda fase in cui gli *spread* rispetto alla Germania di tutte le economie periferiche aumentano in maniera sostanziale. L'Italia, a causa del peso di un elevato debito pubblico e le prospettive di bassa crescita subisce balzo del differenziale con i titoli di stato tedeschi fino a 575 punti base (novembre del 2011). Il repentino e drastico aumento del differenziale BTP-Bund decennali mandò l'Italia in recessione ed ebbe ricadute negative sulla capacità di raccolta e sulle valutazioni di borsa degli intermediari, di conseguenza sulle condizioni e i criteri di erogazione dei prestiti alle imprese che si irrigidirono. Le tensioni sul debito hanno così influito sulle difficoltà di raccolta all'ingrosso delle banche italiane, mentre il deterioramento dell'attività economica incise negativamente sulla qualità del credito e conseguentemente sugli attivi bancari che diventarono pieni di NPL, peggiorando ulteriormente le condizioni di erogazione di credito⁹⁵.

Tra gli effetti di una crisi del debito pubblico, vi è la difficoltà nel collocare sui mercati i titoli di debito che potrebbe spingere i governi a fare pressione sui rispettivi sistemi bancari affinché sottoscrivano titoli pubblici nazionali che assumerebbero un peso eccessivo nei bilanci delle banche con conseguenti effetti negativi sulla struttura dei bilanci, maggiori rischi e condizioni di liquidità peggiori. L'aumento dello *spread* sui debiti sovrani infatti, ha una ricaduta sui prezzi dei titoli pubblici in possesso delle banche, i quali si deprezzano e determinano indebolimento della loro solidità patrimoniale, con conseguente aumento del rischio associato alle banche, del costo del finanziamento e di raccolta per le stesse, generando infine una restrizione creditizia e

⁹⁵ Busetti F., Cova P., *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, settembre 2013, Occasional paper n.207 di Banca d'Italia, pp. 5-11.

un aumento del costo del debito bancario per le imprese. A tale proposito, alcuni lavori hanno mostrato che un aumento di 100 punti base dello *spread* sui titoli del debito pubblico italiano si riflette in un aumento dei tassi di interesse alle imprese non finanziarie pari a 33 punti base nel trimestre successivo, al 50-60 % su base semestrale e pari al 100% dopo un anno⁹⁶. Le banche italiane hanno reagito all'aumento degli *spread* sul debito pubblico aumentando i tassi di interesse e riducendo l'offerta di credito in misura significativamente maggiore rispetto alle banche straniere, meno esposte verso i titoli di stato italiani o di altri paesi periferici. È dimostrato infatti che le banche europee più esposte verso i debiti sovrani dei PIIGS hanno contratto la loro attività di prestito, dal 2011 in poi, in misura significativamente maggiore delle banche meno esposte⁹⁷. Le banche offrono quindi credito a condizioni più restrittive a causa delle mutate condizioni interne legate alla minore liquidità, ai maggiori costi di raccolta, e alla necessità di ridurre i rischi e mantenere adeguati indici di patrimonializzazione. Il risultato è la depressione economica che comporta la diffusa chiusura di imprese, il crollo degli investimenti, l'aumento della disoccupazione connesse ad attese di scarsa crescita e forte incertezza sul futuro⁹⁸.

Il totale dei prestiti alle imprese è diminuito in termini assoluti nel 2009 ed è leggermente aumentato nel 2010 e prima parte del 2011, successivamente i prestiti sono di nuovo diminuiti nettamente per riprendere ad espandersi a tassi contenuti solo

⁹⁶ NERI S., *The impact of the sovereign debt crisis on bank lending rates in the euro area*, Questioni di economia e finanza, May 2013, occasional paper n.170, Banca d'Italia.

⁹⁷ ALESSANDRINI P., PAPI L., PRESBITERO A., ZAZZARRO A., *Crisi finanziaria globale, crisi sovrana e crisi bancaria: l'Italia e il confronto europeo*, working paper n.87, 2013, MoFir, pp. 18-23.

⁹⁸ ALESSANDRINI P., PAPI L., PRESBITERO A., ZAZZARRO A., *Crisi finanziaria globale, crisi sovrana e crisi bancaria: l'Italia e il confronto europeo*, working paper n.87, 2013, MoFir, pp. 2-9.

nel 2017, principalmente grazie all'aumento di domanda delle grandi e medie imprese. Il progressivo rallentamento del credito a seguito della recessione post 2011 ha pesato maggiormente sulle PMI piuttosto che sulle grandi aziende, mentre nella crisi del 2008 aveva colpito entrambe le categorie. Anche se è probabile che le grandi aziende abbiano maggiormente beneficiato dell'accesso a fonti alternative di finanziamento compensando parzialmente la contrazione di crediti bancari, ad esempio emettendo titoli di debito. I tassi di interesse applicati alle PMI sono calati dal 6% nel 2008 al 3,6% nel 2009 grazie alle politiche monetarie espansive della BCE, per poi salire nuovamente durante la crisi del debito sovrano, soprattutto per le PMI che non per le grandi aziende. Alla fine del 2011 infatti, il tasso medio applicato alle PMI era del 5% e lo spread con il tasso d'interesse applicato alle grandi aziende era di 1,7 punti percentuali. L'andamento è stato lo stesso nel 2012, quando il tasso d'interesse ha raggiunto il 5,6% e lo spread l'1,8%, successivamente al 2013 i tassi sono andati attenuandosi⁹⁹. Il fabbisogno finanziario per investimenti (pari alla differenza negativa tra l'autofinanziamento e la spesa per investimenti fissi lordi) si è ridotto progressivamente nel periodo di crisi ed è questo che ha determinato una riduzione della domanda di credito la quale, accompagnata al peggioramento delle condizioni di offerta di credito bancario, ha inciso sulla riduzione dei volumi di prestiti bancari.

Complesso è valutare se l'evoluzione del mercato del credito nelle due crisi sia dipesa da un *credit crunch* o da una contrazione della domanda di credito bancario. Secondo alcuni studi, entrambi i bruschi rallentamenti nell'erogazione del credito bancario sono

⁹⁹ LUCIDO N., RENNE F., *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, marzo 2017, Fondazione Nazionale Commercialisti, pp. 18-34.

attribuibili maggiormente ad un fenomeno di offerta piuttosto che di domanda. Nel caso dell'Italia infatti, l'irrigidimento dei criteri applicati dalle banche per l'approvazione delle linee di credito pare abbia preceduto il crollo della domanda di finanziamenti, sia a inizio 2009 che a fine 2011. Nella fase immediatamente successiva al fallimento di Lehman Brothers, sebbene numerose imprese abbiano ridotto la domanda di credito hanno comunque dovuto affrontare una forte restrizione dell'offerta di credito tradotta in maggiori tassi di razionamento¹⁰⁰. Secondo altri studi, le tensioni sull'offerta avrebbero contribuito in misura prevalente a determinare la flessione dei prestiti nelle fasi più acute delle crisi - nei mesi successivi al fallimento di *Lehman Brothers* e nell'ultimo trimestre del 2011 - ma le condizioni proibitive sono andate attenuandosi più rapidamente rispetto alla contrazione della domanda, che persisteva. Per le imprese più piccole, almeno fino al 2018, le condizioni di offerta si sono tenute restrittive e al di sopra dei livelli precrisi ma è vero anche che la loro domanda di prestiti è rimasta bassa a lungo, e per più tempo rispetto alle grandi¹⁰¹.

Ulteriori analisi (Del Giovane, Eramo e Signoretti-2011) osserva che la decelerazione del credito è attribuibile invece in misura prevalente al calo della domanda di prestiti per quanto riguarda la crisi 2008-2009, come riflesso della diminuzione del fabbisogno finanziario, a sua volta legato alla netta contrazione degli investimenti delle imprese. A frenare i prestiti avrebbero contribuito anche tensioni dal lato dell'offerta, riconducibili all'incremento dell'avversione al rischio delle banche, al peggioramento della loro

¹⁰⁰ ALESSANDRINI P., PAPI L., PRESBITERO A., ZAZZARRO A., *Crisi finanziaria globale, crisi sovrana e crisi bancaria: l'Italia e il confronto europeo*, working paper n.87, 2013, MoFir, pp. 2-9.

¹⁰¹ BUSETTI F., COVA P., *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, settembre 2013, Occasional paper n.207 di Banca d'Italia, pp. 11-15.

condizione patrimoniale e di liquidità che ha influenzato la capacità di accedere ai finanziamenti esterni. La restrizione dell'offerta avrebbe avuto un ruolo importante solo nel periodo immediatamente successivo al collasso di Lehman Brothers, per poi attenuarsi velocemente. Maggiore è stato invece il ruolo esercitato dai fattori di offerta del credito nella crisi dei debiti sovrani, dovuto al maggior costo della raccolta e del capitale delle banche collegato allo *spread* (Del Giovane, Nobili e Signoretti – 2013). Le difficoltà di raccolta hanno indotto le banche a non soddisfare tutta la domanda di credito e a restringere i prestiti anche nei confronti di prenditori che sarebbero stati disposti ad accedere al credito pagando interessi più alti. In sintesi, la debolezza della domanda di credito bancario e l'irrigidimento dell'offerta avrebbero in ogni caso entrambe esercitato un rilevante effetto negativo sulla dinamica dei prestiti durante le due crisi. Dal confronto tra le due crisi risulta però che l'effetto della restrizione e dei vincoli dal lato dell'offerta sui volumi di credito risultano in ogni caso più pronunciati durante la crisi del debito sovrano rispetto a quanto stimato per la crisi finanziaria dei mutui subprime a causa del più marcato deterioramento delle condizioni di raccolta delle banche¹⁰².

Tra i fattori alla base del lungo declino dell'economia italiana, il ruolo che le banche svolgono nel finanziamento del nostro sistema produttivo, caratterizzato dalla prevalenza di piccole e medie imprese (che rappresentano il 99,9% delle imprese italiane e occupano l'80% della forza lavoro), è stato considerevole. I problemi di accesso al finanziamento per le imprese domestiche, spesso dipendenti dal credito bancario, sono

¹⁰² BUSETTI F., COVA P., *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, settembre 2013, Occasional paper n.207 di Banca d'Italia, pp. 11-15.

emersi con forza con il dispiegarsi della crisi finanziaria globale. Le principali caratteristiche delle PMI italiane, oggi così come nel 2007, vedono una condizione di sottocapitalizzazione a cui si aggiunge una dipendenza dal capitale di terzi di breve periodo, spesso rotativo, e di matrice bancaria, anche per la copertura di investimenti durevoli o di investimenti la cui liquidabilità è orientata al medio e lungo termine. Questo comporta una forte onerosità finanziaria per le imprese che incide sui margini di profitto, sulla capacità di autofinanziamento, sulla probabilità di default delle imprese in presenza di shock economici e sulla riduzione delle vendite¹⁰³. La contrazione dei flussi di reddito causa, così come avvenuto nelle due crisi, un brusco allungamento dei tempi di pagamento dei clienti inducendo molte imprese a ritardare a propria volta i pagamenti ai fornitori causando danni al sistema produttivo.

Prima della crisi finanziaria, le imprese italiane hanno aumentato in modo significativo il loro debito e il divario tra il leverage delle imprese italiane e quello degli altri paesi dell'area dell'euro si è ampliato nel corso degli anni. Nonostante il *deleveraging* avviato nel 2011 e la riduzione dell'indebitamento bancario di breve termine, le PMI italiane risultano eccessivamente indebitate ancora oggi, con una quota elevata di debiti bancari sul totale dei debiti finanziari, complice anche il relativo scarso sviluppo del mercato borsistico. Alcune analisi indicano che la leva finanziaria delle imprese italiane risulta di circa 10 punti percentuali superiore rispetto alla media dell'area euro e che le differenze sono risultate sistematicamente più grandi tra le aziende micro e piccole, contenute e

¹⁰³ LUCIDO N., RENNE F., *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, marzo 2017, Fondazione Nazionale Commercialisti, pp. 18-34.

poco significative per le grandi¹⁰⁴. Nel 2008, dopo diversi anni in cui le imprese avevano goduto di una relativa facilità di accesso al credito bancario, i bilanci aziendali risultavano appesantiti da un debito elevato principalmente di breve periodo. Queste criticità hanno fatto sì che le condizioni finanziarie aziendali divenissero tese sin dalle prime fasi della crisi e rimanessero tali anche nel successivo periodo di debole recupero dell'attività produttiva. Le imprese dunque hanno affrontato le due crisi in condizioni finanziarie che già in partenza presentavano elementi di debolezza. Il peso della crisi è in sintesi attribuibile alle caratteristiche strutturali e alle debolezze del sistema finanziario italiano, incentrato sul ruolo delle banche, privo di mercati obbligazionari e azionari sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito bancario per stimolare la crescita delle imprese che sono prevalentemente di piccola dimensione e non hanno (o non vogliono avere) facile accesso a fonti alternative. In queste circostanze è chiaro che un calo pur contenuto nel volume di intermediazione creditizia abbia potuto comprimere in misura non marginale gli investimenti e l'attività produttiva. In altri importanti paesi, come Regno Unito, Germania, Francia e in parte gli stessi Stati Uniti, la caduta dell'offerta di credito bancario è stata assai profonda, ma i suoi effetti sull'economia reale si sono significativamente attenuati grazie al diffuso ricorso ad altre fonti di finanziamento, soprattutto da parte di imprese grandi e medie (Panetta e Signoretti - Aprile 2010). A ciò si sovrappone poi la ciclicità degli interventi di regolamentazione che alternano fasi di liberalizzazione con l'obiettivo di favorire le innovazioni e l'efficienza dei mercati a fasi di regolamentazione con l'obiettivo di

¹⁰⁴ DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, February 2016, occasional paper n. 308, Banca d'Italia.

favorire la stabilità del sistema finanziario. Non a caso, proprio nel periodo successivo alla crisi sovrana, in cui avrebbe dovuto prender piede la ripresa economica, sono state introdotte le nuove regole di Basilea che hanno appesantito i requisiti patrimoniali delle banche e hanno sicuramente avuto un effetto distorsivo sull'erogazione dei prestiti e sulla ripresa economica negli ultimi anni, così come è probabile che peggiorino le condizioni di finanziamento bancario delle PMI negli anni futuri¹⁰⁵.

Il deterioramento dell'attività produttiva nel corso delle due crisi è stato dunque aggravato dalle debolezze strutturali dell'economia italiana: basso potenziale di crescita che mina la sostenibilità del debito pubblico e aumenta la percezione del rischio da parte dei mercati finanziari, gli squilibri di finanza pubblica che aumentano i costi di approvvigionamento delle banche e riducono la quantità di credito a disposizione dell'economia, livelli eccessivi di pressione fiscale che diminuiscono la competitività delle imprese, la struttura finanziaria bancocentrica delle imprese che ne amplifica la vulnerabilità a shock del sistema finanziario che non è ancora in grado di fornire risorse aggiuntive alle imprese¹⁰⁶. Il sistema bancario funge quindi da canale di trasmissione all'economia reale per crisi di origine finanziaria e questo è tanto più vero quanto maggiore è la dipendenza delle imprese ai prestiti bancari e quanto maggiore è il loro grado di indebitamento, fattore che, come abbiamo visto, aumenta il rischio di fallimento. Vi è da considerare poi che, probabilmente, le nuove regolamentazioni vincolano le banche nell'erogazioni di finanziamenti a imprese rischiose e opache

¹⁰⁵ DE FELICE G., DE NOVELLIS F., LOSSANI M., PANETTA F., *La congiuntura, la dinamica del credito e la struttura finanziaria delle imprese*, marzo 2010, ASSB, pp.17-21.

¹⁰⁶ BUSETTI F., COVA P., *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, settembre 2013, Occasional paper n.207 di Banca d'Italia, pp. 15-20.

(spesso le PMI) a prescindere da situazioni di crisi e questo riduce le risorse finanziarie a disposizione delle imprese, necessarie per i loro investimenti. Appare dunque fondamentale analizzare quali sono i canali di finanziamento alternativi a quello bancario che le PMI possono sfruttare per soddisfare il loro fabbisogno finanziario e correggere la loro struttura finanziaria verso un modello più rivolto al mercato dei capitali e all'*equity* che consentirebbe una riduzione del costo del capitale, del rischio di default, una minore vulnerabilità a crisi bancarie-finanziarie, oltre che maggiori possibilità di crescita.

CAPITOLO 3. UN SISTEMA FINANZIARIO IN EVOLUZIONE: ALCUNE PROPOSTE PER LA DIVERSIFICAZIONE DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO

Come detto, in Italia negli ultimi anni, si è assistito a una crescente riduzione nell'afflusso di risorse finanziarie verso le PMI in parte ascrivibile a questioni legate alla domanda di credito, ma in dimensione considerevole imputabile al tema della restrizione di credito bancario. Sul punto vale la pena rammentare che nel nostro Paese, rispetto alla fine del 2011, lo stock di impieghi bancari destinati al sistema produttivo (società non finanziarie e imprese industriali), si è ridotto di ben 180 miliardi¹.

Nonostante la drastica riduzione del credito bancario, abbiamo osservato come continui a permanere una forte dipendenza delle PMI domestiche rispetto allo stesso, soprattutto in confronto agli altri paesi UE. Tale dipendenza determina una stretta correlazione dei finanziamenti bancari alle PMI e gli stress del sistema bancario, già afflitto da una nuova regolamentazione più stringente. Pertanto, per ovviare a tale dipendenza, è indispensabile assicurare alle PMI quante più possibili fonti alternative di finanziamento, affinché queste possano sostenere la propria crescita e patrimonializzazione nonché consentire di affrontare investimenti per la crescita (anche rischiosi) senza incidere sulla leva finanziaria, considerando inoltre che la stessa patrimonializzazione di una società influenza la sua capacità di indebitamento. Purtroppo, la diversificazione delle fonti di finanziamento in Europa è ancora lontana dall'essere ottimale, per non parlare dell'Italia. Secondo una indagine 2017 della BCE

¹ PLATTNER L., *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, settembre 2018, Relazione al XXXII Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine" su problemi attuali di diritto e procedura civile, Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?, pag. 3.

sull'accesso alla finanza delle imprese, il mercato azionario contribuisce per il 10% mentre quello obbligazionario per il 3% del finanziamento totale delle PMI. Nel complesso, la dipendenza è diminuita dopo la crisi finanziaria, ma resta comunque elevata². Nel corso di tale capitolo andremo quindi a descrivere una serie di strumenti che sono potenzialmente in grado di permettere un'adeguata diversificazione delle fonti, a beneficio delle PMI. Emblematiche le parole del governatore di BI Ignazio Visco:

“Per sostenere la crescita e per rendere più efficiente l’allocazione delle risorse abbiamo bisogno di un sistema finanziario più articolato. Le esigenze finanziarie delle PMI, delle imprese innovative e attive a livello internazionale non possono essere soddisfatte solo dalle banche”³.

3.1 Minibond e cambiali finanziarie

3.1.1 Minibond: quadro normativo, definizione ed emissione

Tra le forme di finanziamento alternative ai prestiti bancari, il mercato dei Minibond è uno di quelli che sta conoscendo un momento di grande espansione. Per Minibond si intendono titoli obbligazionari o cambiali finanziarie emesse dalle piccole e medie imprese italiane. La normativa di riferimento è quella prevista dal D.L. 22 giugno 2012 n.83, cioè il “Decreto Sviluppo” che ha introdotto questi strumenti innovativi per la prima volta, a cui ha fatto seguito una serie di modificazioni con il D.L. 18 ottobre 2012

² PLATTNER L., riferimento a: European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro area*, maggio 2017.

Disponibile su: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

³ Intervento del Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, 25° Congresso ASSIOM-FOREX 2.2.2019

n.179 (Decreto Sviluppo Bis), con il D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano “Destinazione Italia”) e con D.L. 24 giugno 2014 n. 91 (Decreto Competitività). Il Codice civile già prevedeva l’emissione di strumenti obbligazionari o titoli di debito negli articoli 2410-2420 per le Spa e nell’articolo 2483 per le Srl⁴.

Tali interventi legislativi avevano l’obbiettivo di accrescere la capacità delle società di capitali non quotate, di media e piccola dimensione, di acquisire risorse per la propria attività attraverso l’emissione di strumenti di debito a breve termine e a medio lungo termine. Tali strumenti possono essere emessi da società di capitali che non emettono strumenti finanziari quotati sui mercati regolamentari o su sistemi multilaterali di negoziazione, con sede legale in Italia⁵. Nel caso di Srl, requisito è che lo statuto preveda espressamente la possibilità di emettere titoli di debito che comunque possono essere sottoscritti solo da investitori professionali. Le società devono essere diverse da banche e microimprese (devono quindi avere fatturato superiore a 2 milioni di euro, ovvero un numero di dipendenti non inferiore a 10)⁶.

Nel dettaglio, le cambiali finanziarie sono titoli di credito che possono essere girate o emesse soltanto in favore di investitori professionali che non siano soci dell’emittente e consentono alle imprese di reperire i fondi senza ricorrere all’indebitamento bancario. Sono equiparate ad ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie ma possono essere girate

⁴ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., GIUDICI G. et al., *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 9.

⁵ MTF: Multilateral Trading Facility. Costituiscono dei sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati di tipo multilaterale il cui esercizio è riservato ad imprese di investimento, banche e gestori dei mercati regolamentati. Offrono esclusivamente il servizio di trading mentre non possono provvedere al listing di nuovi titoli, compito riservato alle Borse. Fonte: Consob: soggetti e mercati, <http://www.consob.it/web/area-pubblica/sistemi-multilaterali-di-negoziazione-sistemi-multilaterali-italiani-sistemi-multilaterali-europei>.

⁶ ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pag. 43.

esclusivamente con clausola “senza garanzia”, così da poter tutelare il soggetto girante dall’eventuale inadempienza della società emittente. La scadenza può essere compresa in un *range* che va da un mese fino a massimo 36⁷. Possono essere emesse in forma dematerializzata e chi le sottoscrive può venderle o girarle ad altri risparmiatori come un qualsiasi altro titolo negoziabile anche se non si è sviluppato un mercato secondario abbastanza liquido, dato che sono generalmente tenute fino a scadenza⁸. Sono di solito collocate sotto la pari, in genere sono quotate in Borsa Italiana nel mercato ExtraMOT e il taglio minimo di emissione è pari a 50 mila euro⁹.

I Minibond sono invece obbligazioni che possono essere emesse da imprese non quotate per reperire nuove risorse finanziarie diversificando al contempo le proprie fonti di finanziamento a titolo di debito. Il sottoscrittore ha diritto alla restituzione della somma e ad una remunerazione pattuita che può consistere in un interesse annuo (di norma fisso) o nella differenza tra il valore nominale di rimborso e quello di emissione. L’art. 2412 c.c. stabiliva dei limiti generali all’emissione di strumenti obbligazionari, prevedendo che le società potessero emetterle per un ammontare massimo pari al doppio del capitale sociale (comprese riserva legale ed altre riserve disponibili) risultante dall’ultimo bilancio approvato salvo che non si trattasse di società con azioni quotate in borsa e le cui obbligazioni sono quotate a loro volta in mercati regolamentati. Grazie al decreto sviluppo, che ha modificato il comma 4 dell’art. 2412 c.c., oggi le limitazioni non si applicano alle società, anche non quotate, che emettono obbligazioni

⁷ Precedentemente il range era più stretto e andava da un minimo di 3 mesi a un massimo di 18.

⁸ ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pag. 44.

⁹ Glossario finanziario di Borsa Italiana – www.borsaitaliana.it

destinante ad essere quotate in mercati regolamentati e in MTF o che danno diritto ad acquisire ovvero sottoscrivere azioni (obbligazioni convertibili), le quali hanno quindi la possibilità di emettere obbligazioni superiori al limite previsto dall'art. 2412. Proprio in tale prospettiva Borsa Italiana ha istituito la piattaforma ExtraMot Pro, dedicata totalmente allo scambio e alla quotazione di Minibond. Il decreto Sviluppo è stato dunque innovativo perché ha eliminato il vincolo che impediva alle imprese non quotate di emettere obbligazioni per un ammontare sufficiente a finanziare progetti di dimensioni importanti¹⁰. Tra i vantaggi dell'emissione di Minibond, vi è la scadenza medio-lunga (superiore a 36 mesi), che consente un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento delle imprese e una maggiore coerenza tra la vita economica degli investimenti e la durata dei finanziamenti, contribuendo a migliorare la solidità patrimoniale delle PMI. Al momento questi titoli non possono essere collocati presso risparmiatori retail ma solo verso investitori qualificati tuttavia un'importante novità del 2019 è la possibilità per i portali autorizzati di equity crowdfunding di collocare Minibond attraverso una sezione dedicata della piattaforma, destinata solo a investitori professionali e, sotto alcune condizioni, anche a investitori non professionali¹¹.

Per procedere all'emissione, l'ultimo bilancio della società deve essere soggetto a revisione contabile da parte di un revisore legale o società di revisione e,

¹⁰ ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 40-45; 57-60.

¹¹ Tramite i portali di equity crowdfunding, è stata estesa la possibilità di sottoscrizione di Minibond e altri strumenti di debito ad altre 3 categorie di soggetti oltre agli investitori istituzionali:

- coloro che detengono un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore a 250 mila euro;
- coloro che si impegnano a investire almeno 100 mila euro in offerte;
- investitori retail, nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti. Fonte: DE STEFANIS C., *Mini-bond dalle PMI. Con il crowdfunding*, 22 ottobre 2019, Italia Oggi, Pag. 34.

successivamente, l'impresa deve essere assistita da uno *sponsor* che supporti il collocamento dei titoli¹². Lo *sponsor* dovrà assistere le imprese durante le fasi di emissione, collocamento, sottoscrizione e dovrà mantenere nel proprio portafoglio una quota¹³ dei titoli fino alla loro naturale scadenza nonché facilitare la liquidità degli scambi agendo come una sorta di *Dealer*. La nomina dello *sponsor* è opzionale se l'emittente non è una PMI o se l'emissione è assistita, in misura non inferiore al 25% del suo valore, da garanzie prestate da una banca, da un consorzio di garanzia o impresa di investimento. Lo *sponsor* deve inoltre classificare l'emittente al momento dell'emissione, inserendolo in una delle 5 classi previste sulla qualità creditizia (ottima, buona, soddisfacente, scarsa o negativa), considerando la sua qualità e la consistenza di eventuali garanzie al fine di attestarne a terzi la qualità¹⁴. Vi sono altri soggetti che intervengono nel processo di emissione come le *agenzie di rating* che esprimono un giudizio sia sulla capacità del soggetto emittente di adempiere alle proprie obbligazioni finanziarie, sia sulla capacità di remunerare gli investitori come concordato¹⁵. Altro soggetto è il revisore, che rilascia la certificazione che attesta la conformità del bilancio dell'emittente ai principi contabili richiesta dall'art 32 del D.L. sviluppo. Infine, vi sono i

¹² Il ruolo può essere assunto da banche, imprese d'investimento, SGR, SICAV ed altri intermediari indicati all'art. 107 del TUB;

¹³ La quota non può essere inferiore al 5% del valore di emissione se tale valore è inferiore a 5 milioni di euro, un ulteriore 3% calcolato sulla quota eccedente i cinque milioni e fino a 10 milioni, ancora un'ulteriore quota del 2% per la parte del valore di emissione eccedente i 10 milioni. Fonte: ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pag. 47.

¹⁴ Per approfondimenti: ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 61-62.

¹⁵ Il *rating* finale che viene emesso ha una validità di 12 mesi a livello nazionale e internazionale. In Italia le *agenzie di rating* riconosciute sono Cerved Rating Agency e la CRIF Rating Agency. (ARLOTTA et al.)

garanti che nelle emissioni di strumenti finanziari da parte delle PMI assumono un particolare rilievo attraverso le possibili forme di intervento pubblico e privato¹⁶.

Il processo di emissione dei titoli va a far interagire una pluralità di attori e professionisti nell'ambito di numerose attività che possono essere sintetizzate in 4 fasi: la fase preparatoria, di assegnazione rating, ricerca degli investitori e closing dell'operazione. La fase preparatoria può durare 1-2 mesi a seconda della situazione di partenza e con essa si procede allo studio di fattibilità, verificando la presenza dei requisiti legali per poter procedere all'emissione, i requisiti economico-finanziari dell'emittente, quadro societario di governance, studio del progetto per il quale si richiedono le risorse finanziarie e il relativo business plan, fatturato (che deve essere preferibilmente compreso tra 10 e 200 milioni) e il relativo tasso di crescita, redditività in termini di Ebitda (Margine Operativo Lordo), la solidità patrimoniale e sostenibilità finanziaria del passivo, nonché la capacità di generare cassa. Durante la fase preparatoria, l'emittente è affiancato anche da un Advisor finanziario che procede alla predisposizione o revisione del Business plan, a dare un giudizio in merito all'adeguatezza dei sistemi di controllo e di pianificazione e delle procedure contabili e alla capacità di *reporting* e infine all'esposizione del Business plan e dell'operazione ai potenziali investitori. Nella successiva fase di rating, un'agenzia esterna attribuisce una valutazione complessiva all'emittente, fase che dura circa un mese a seconda delle informazioni disponibili. Nella

¹⁶ Il Fondo di Garanzia per le PMI in particolare, agisce come garante diretto a favore di banche e altri intermediari o come garante indiretto, assicurando cioè le garanzie concesse all'emittente, può fornire garanzia diretta anche a favore di SGR che, in nome e per conto dei fondi comuni da essa gestiti, sottoscrivano titoli di debito emessi dalle PMI. Per quanto riguarda le iniziative private, un ruolo importante come garanti è svolto dalle stesse banche o dai confidi, che possono prestare garanzia per tutta o parte dell'emissione rendendo gli strumenti finanziari emessi dalle PMI più appetibili sul mercato. ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 63-64.

fase di ricerca degli investitori, che dura almeno un mese, ci si sposta sul lato del mercato e potenziali sottoscrittori, l'Advisor finanziario definisce nel dettaglio la struttura finanziaria dell'operazione, procede alla stesura del regolamento del prestito insieme all'Advisor legale e infine veicola il progetto di investimento verso gli investitori professionali, attraverso incontri *one to one* o presentazione sul territorio attraverso il *road show*. Un buon supporto nell'intero processo di collocamento potrà arrivare anche da soggetti pubblici quali le Camere di Commercio, Consorzio Camerale Credito e Finanza, le finanziarie regionali, i Consorzi, i Fidi, che stanno diventando sempre più attivi sul tema e, oltre a fornire supporto informativo possono intervenire direttamente con agevolazioni, co-investimenti e co-garanzie sulle operazioni¹⁷. Conclusa la fase di ricerca, lo strumento viene sottoscritto e collocato presso l'investitore stesso, viene eventualmente quotato sul mercato ExtraMOT PRO su scelta dell'emittente e si dà il via alle negoziazioni.

Spostandoci sul regime fiscale adottato, gli interessi passivi di Minibond, cambiali finanziarie e titoli similari quotati in mercati regolamentati (MOT) o MTF (ExtraMOT), sono pienamente deducibili ai fini IRES, nel limite del 30% del risultato operativo lordo

¹⁷ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 9-11. Approfondimento: Nel 2019 la Cassa Depositi e Prestiti, controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, ha avviato un intenso programma di sostegno alla finanza alternativa per le PMI e infatti, nello stesso anno, si è visto il consolidamento del ruolo di CDP come investitore principale delle emissioni di bond e Minibond. Per CDP sono stati autorizzati fino a novembre 2019 impegni di investimento per un totale di € 140 milioni che hanno permesso di catalizzare risorse complessive pari a circa € 700 milioni. Inoltre, in collaborazione con le Regioni Puglia e Campania sono stati avviati i 'Basket Bond Regionali', in cui le finanziarie regionali svolgono il ruolo di garante delle prime perdite registrate sui portafogli di Minibond emessi dalle PMI locali. Il portafoglio delle singole iniziative sarà complessivamente pari a € 100 milioni in Puglia e € 148 milioni in Campania e CDP agirà in qualità di anchor investor, sottoscrivendo fino al 50% delle emissioni complessive. Anche in tal caso, il coinvolgimento di CDP sta attirando altri investitori istituzionali sulle operazioni.

di periodo¹⁸. Dal lato degli investitori-sottoscrittori, prima delle modifiche introdotte dal Decreto Sviluppo e successivi, i proventi derivanti dal possesso di titoli obbligazionari e similari emessi in Italia e all'estero, erano assoggettati a ritenuta d'acconto nella misura del 26%. Con l'art. 36, comma 3, lett. b, il Decreto Sviluppo bis ha esteso il regime agevolato dell'esenzione dalla ritenuta d'acconto sugli interessi e altri proventi di strumenti finanziari anche alle obbligazioni emesse dalle società non quotate, a condizione che i titoli siano negoziati in mercati regolamentati o MTF di Paesi UE o SEE (Spazio Economico Europeo) "white list". È quindi prevista l'esenzione della ritenuta d'acconto del 26% sugli interessi pagati agli investitori per cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari emessi da banche, società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o MTF dei paesi UE o SEE, enti pubblici trasformati in Spa o infine anche da società con azioni non quotate (tra cui PMI) i cui titoli esenti sono negoziati in mercati regolamentati o MTF dei paesi UE o SEE "white list". Anche i costi di emissione associati al compenso dello *sponsor*, degli *advisor* e gli altri consulenti e professionisti, nonché i costi di quotazione dei titoli (€2500 *una tantum*), sono deducibili interamente nell'esercizio in cui sono sostenuti in base al principio di cassa. In media, il costo complessivo delle operazioni si aggira tra il 2,5% e il 4% del valore nominale complessivo dell'operazione¹⁹. Le modifiche in esame hanno voluto favorire la diffusione di nuovi strumenti di debito, ostacolata anche dalla difficoltà di distribuire sul mercato prestiti di

¹⁸ Se gli strumenti non sono quotati invece, gli interessi sono deducibili, sempre nel limite del 30% del ROL, solo se i titoli sono detenuti da investitori qualificati che non posseggano direttamente o indirettamente più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente a condizione che i beneficiari effettivi dei proventi siano residenti in Italia o in Paesi "white list".

¹⁹ ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 68-69.

ammontare ridotto. Si è cercato di ovviare a questo ultimo difetto attraverso la costituzione di fondi chiusi dedicati alla raccolta di capitale da parte di investitori interessati alle PMI, i quali investono in Minibond giocando il ruolo principale di sottoscrittore e sono comunque assoggettati all'esenzione della ritenuta²⁰. Altra criticità dello strumento dei Minibond è la grande difficoltà di attrazione di alcune tipologie di investitori professionali (grandi fondi di stranieri) che generalmente rispettano *ticket* minimi di investimento mentre la taglia di emissione di un Minibond può essere anche molto piccola, è per questo che si è creato un sistema di cartolarizzazione di più titoli che dà vita ai cosiddetti *Basket Bond*. Il procedimento prevede che alcune imprese si organizzino per effettuare emissioni sincronizzate rispetto alla scadenza, le quali vengono poi sottoscritte da una società veicolo che si finanzia a sua volta sul mercato, emettendo degli ABS che hanno come sottostante i singoli titoli. Tale operazione è utile non solo per permettere una diversificazione del rischio ai sottoscrittori e per attrarre investitori che difficilmente guarderebbero tali strumenti, ma anche perché spingono più aziende a mettersi in gioco assieme e affacciarsi ai mercati, cosa che forse non avrebbero fatto da sole²¹.

²⁰ ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 48-51.

²¹ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag 16. Curiosità: "Il primo esperimento di questo titolo in Italia è il caso degli 'hydro bond' in Veneto. Nel luglio 2014 otto società per azioni a controllo pubblico, titolari del servizio di gestione idrica integrata in alcune province nel Veneto e aderenti al consorzio Viveracqua, hanno deciso di collocare altrettante emissioni di Minibond, poi oggetto di cartolarizzazione. Nell'occasione sono stati raccolti complessivamente € 150 milioni, utili per finanziare interventi di miglioramento delle infrastrutture di acquedotti e depuratori."

3.1.2 Il mercato di riferimento dei Minibond ed il nuovo ExtraMOT Pro3

Il mercato di riferimento in Italia per i Minibond, cambiali finanziarie e altri titoli di debito o ibridi, è il segmento di Borsa Italiana ExtraMOT PRO, un segmento di ExtraMOT nato nel 2013, il quale è stato creato con lo scopo di coinvolgere maggiormente i grandi investitori e operatori internazionali e rendere più appetibile la sottoscrizione delle obbligazioni delle nostre PMI grazie ad un mercato liquido e grazie al loro rendimento. I soggetti professionali, come fondi e gruppi assicurativi sono infatti molto sensibili alla rapidità di smobilizzo dei loro impieghi. L'ExtraMOT PRO ha quindi permesso alle società di beneficiare di risorse a tassi più contenuti. Il regolamento ExtraMOT PRO prevede che il segmento sia riservato agli investitori qualificati²², è caratterizzato da requisiti di ammissione meno stringenti rispetto ai tradizionali mercati regolamentati, con processo di quotazione rapido e semplificato. Borsa Italiana inoltre, consapevole del fatto che tra i fattori che impediscono maggiormente alle PMI di avvicinarsi a tali strumenti di debito vi è l'eccessivo costo, ha previsto un corrispettivo unico per la quotazione senza ulteriori pagamenti da effettuare durante la fase di vita dello strumento e documenti di ammissione molto più semplici rispetto al tradizionale prospetto, elementi che vanno ad aggiungersi al regime fiscale agevolato previsto per i costi di quotazione e gli interessi degli strumenti finanziari da noi trattati. Sempre con l'obiettivo di ampliare la platea di

²² L'art. 31.2 del regolamento di attuazione del TUF (d.lg. 1998/58) adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° 7.1998 e il d.m. Tesoro 24.5.1999 n. 228 definiscono "investitore qualificato": a) le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le SGR, le SICAV, i fondi pensione, le imprese di assicurazioni, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e le persone iscritte negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 TUBC; b) i soggetti esteri autorizzati a svolgere, secondo la normativa del Paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti del punto precedente; c) le fondazioni bancarie; d) le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifiche competenze ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante.

soggetti interessati, Borsa Italiana ha previsto un'informativa meno incisiva a seconda della tipologia di emittente, strumento finanziario e natura dell'operazione. Le società emittenti non quotate, solitamente le PMI, sono poco abituate a fornire informativa al mercato ed è per questo che, oltre all'obbligo di pubblicazione degli ultimi due bilanci e il Business Plan, il documento di ammissione richiesto da Borsa Italiana ha un contenuto meno esaustivo rispetto al normale. Esso deve indicare i principali fattori di rischio con riferimento particolare al mercato in cui opera l'emittente, la congiuntura economica, storia e struttura organizzativa della società, principali azionisti, appartenenza ad un gruppo, livello di indebitamento, caratteristiche degli strumenti finanziari emessi e modalità di negoziazione, informazioni finanziarie e di redditività. La procedura di ammissione è avviata con presentazione di domanda a Borsa Italiana ed è molto breve, entro 7 giorni dalla ricezione della documentazione da parte dell'emittente BI comunica il rigetto della domanda o, nel caso di accoglimento, la data di inizio delle negoziazioni. Iniziate le negoziazioni, l'informativa non si esaurisce in quanto dovrà essere comunicata al mercato ogni informazione *price sensitive*, reporting periodici (bilanci di periodo e previsione economico-patrimoniale con frequenza almeno semestrale), anche tramite semplice pubblicazione sul sito internet della società²³.

A settembre 2019, è stato ufficialmente presentato il nuovo segmento MTF battezzato ExtraMOT PRO3, dedicato prevalentemente alle emissioni obbligazionarie delle PMI in crescita e società non quotate sui mercati regolamentati di importo inferiore a 50 milioni di euro (si affianca al segmento classico di ExtraMOT PRO che non prevede tale limite

²³ ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 88-93.

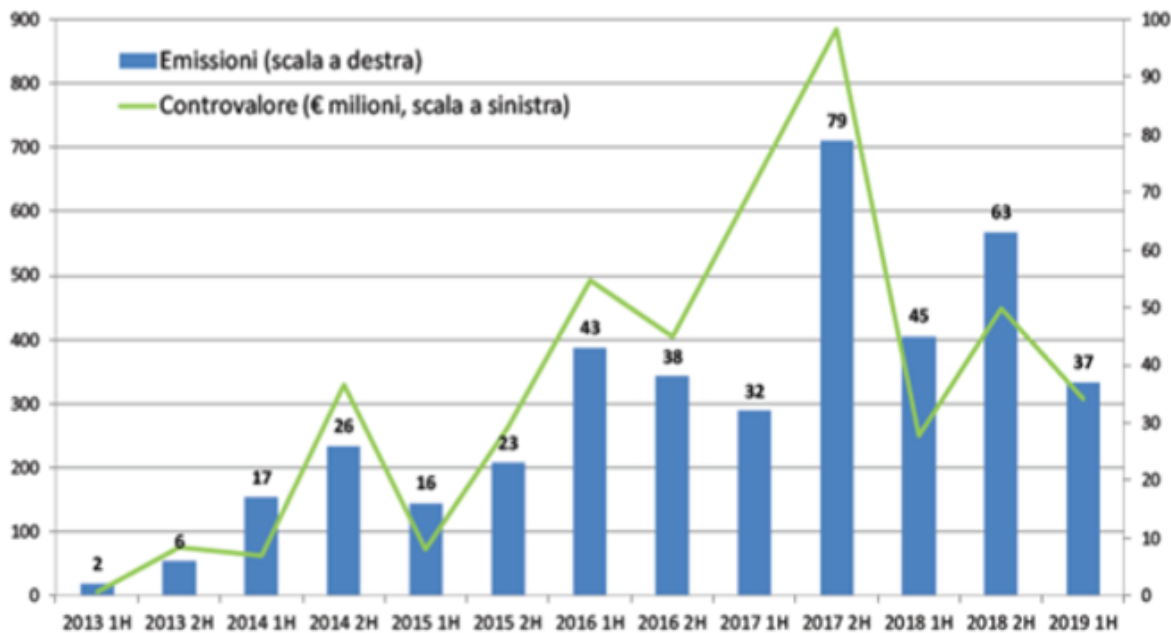
per le emissioni), il quale ha l'obiettivo principale di aumentare la visibilità delle piccole aziende e facilitarne l'accesso al mercato dei capitali. Nei primi sei anni di vita il mercato ExtraMOT di Borsa Italiana ha accompagnato moltissime società con una raccolta complessiva di 22 miliardi di euro. Da ExtraMOT PRO entrano a far parte di ExtraMOT PRO3 ben 157 strumenti emessi da oltre 110 società per una raccolta complessiva di più di 5 miliardi di euro. Secondo una ricerca realizzata dall'ISTAT in collaborazione con Borsa Italiana, su un campione di 168 imprese che hanno quotato su ExtraMOT strumenti di debito dal 2013 al 2017, la quotazione ha comportato una propensione all'investimento cinque volte superiore rispetto alle altre società, una crescita della produttività del lavoro pari al 2,6% e una crescita del ROE di 0,4 punti percentuali. Secondo il responsabile dei mercati obbligazionari di Borsa Italiana Pietro Poletto: "Grazie a questo nuovo segmento, creato ad hoc per rispondere alle loro esigenze di sviluppo, le PMI potranno beneficiare di un network internazionale e di una infrastruttura più coerente alle loro esigenze. ExtraMOT PRO3 è nato con l'obiettivo di permettere alle società non quotate di ampliare la platea di interlocutori finanziari a supporto dei loro piani di crescita, anche attraverso l'emissione di Minibond. La quotazione su ExtraMOT PRO3 rappresenta un volano per lo sviluppo delle società italiane e un primo ingresso sui mercati dei capitali oltre ad essere un'importante opportunità di visibilità e internazionalizzazione per cogliere al meglio le sfide del mercato" ed ha inoltre affermato che questo segmento del mercato fatica a crescere soprattutto a causa di un problema di educazione finanziaria delle PMI, da risolvere²⁴.

²⁴ *Al via ExtraMOT PRO³, il nuovo segmento obbligazionario di Borsa Italiana dedicato alle PMI*, comunicato stampa del 24 settembre 2019, Borsa Italiana.

3.1.3 La dimensione del mercato dei Minibond

Andando a riportare i dati dell'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano dei vari report annuali, si può osservare la dimensione del mercato per le PMI. Tramite la ricerca sono state censurate 884 operazioni di Minibond di importo non superiore a 500 milioni fino alla data di giugno 2019, per un controvalore di oltre 33,5 miliardi. Limitando l'attenzione alle sole emissioni delle PMI, risultano 433 operazioni per un valore complessivo di 5,29 miliardi collocati sin dall'avvio del mercato. Suddividendo il campione per semestre si registra un avvio lento delle operazioni che però sono tendenzialmente cresciute nel tempo, dal secondo semestre 2017 vi è stato un forte aumento, semestre in cui si sono registrate ben 79 emissioni da PMI per un controvalore di quasi 900 milioni²⁵ (Grafico 3.1).

Grafico 3.1 – I minibond emessi dalle PMI in Italia (flusso semestrale)



Fonte: GIUDICI G. et al., Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 11

²⁵ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 11-12.

Il primo semestre del 2019 ha registrato un calo nelle emissioni rispetto all'anno precedente ma un aumento della raccolta (307 milioni). Secondo i risultati del 6° report sui Minibond, che usano però un campione diverso che considera tutte le emissioni inferiori a 50 milioni, durante l'intero 2019, si sono registrate in totale 207 nuove emissioni mentre nel corso dell'anno precedente le emissioni erano state 166, il che vuol dire un aumento del flusso pari al 24,7%. A partire dal 2012, vi è stato un costante aumento del numero di nuove emissioni che riguardano principalmente lo strumento dei Minibond (le cambiali finanziarie sono sempre più rare sul mercato). Il valore nominale aggregato del mercato dal 2012 è di ammontare pari a 5,5 miliardi di denaro complessivamente raccolto. Per quanto riguarda la cedola annuale, nel corso degli ultimi anni è scesa, anche se nel 2018 e primo semestre 2019 c'è stata una minore tendenza. Il valore complessivo medio annuale della cedola è pari al 5,07% (tabella 3.1) mentre la scadenza media dei prestiti (*maturity*) è di 4,9 anni. Tuttavia, vi è una forte concentrazione di scadenze inferiori ad un anno (dovuto alle cambiali finanziarie) da un lato e di quelle superiori a 5 anni dall'altro che sono più frequenti, contenute invece sono le scadenze intermedie²⁶. Per il rimborso, le PMI italiane preferiscono la modalità *Bullet* (con rimborso integrale a scadenza del capitale preso a prestito) e solo come seconda scelta optano per un piano di ammortamento. Anche se si registra una tendenza decrescente nel ricorso alla quotazione dei Minibond, dal 2013 in media nel 60,6% dei casi vi è la quotazione di questi strumenti quando emessi da PMI (quasi sempre sull'ExtraMOT PRO). Il *rating* non è obbligatorio ma è molto gradito al mercato,

²⁶ GIUDICI G., CARNEVALI F., FASCENDINI E. et al., *6° report italiano sui Minibond*, febbraio 2020, Osservatorio Minibond, pp. 41-46.

nonostante ciò risulta essere infrequente (solo 20,5% dei casi) mentre le garanzie collaterali a supporto del credito vengono, in termini di valore aggregato delle emissioni, riscontrate nel 27,7% dei casi (tutti i dettagli sono disponibili in Tabella 3.1).

Tabella 3.1– Principali caratteristiche delle emissioni di minibond

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

Fonte: GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 13

Andando a suddividere il campione di PMI per classe di fatturato, è emerso che la distribuzione è molto equilibrata, il che va ad indicare che le PMI che si avvicinano allo strumento dei Minibond non per forza devono registrare alti livelli di fatturato, per quanto riguarda i settori di attività delle imprese emittenti vi è una buona diversificazione, anche se si segnala una netta preponderanza delle società manifatturiere (39% degli emittenti) si riscontrano anche alcune emissioni da parte di società operanti nel settore immobiliare, agricolo, commerciale, fornitura energia. Tra le principali motivazioni che giustificano il collocamento, le PMI hanno dichiarato in quasi la metà dei casi di aver fatto ricorso ai Minibond per perseguire obiettivi di crescita interna, in minor parte per sfruttare opportunità di crescita esterna o per sopperire ad esigenze di liquidità (soprattutto per le emissioni a breve durata) ma anche per imparare ad interfacciarsi con investitori professionali ottenendo visibilità. Spesso

L'emissione di Minibond viene considerata come una prima prova in vista di operazioni successive, come la quotazione in Borsa o il ricorso al Private Equity. Infine, non sempre i Minibond rappresentano alternative meno costose rispetto al credito bancario che di contro però, non è sempre facilmente accessibile per le PMI soprattutto a lungo termine. È possibile tuttavia considerare i Minibond come una valida alternativa per ottenere risorse aggiuntive e permette di differenziare le fonti di finanziamento creando un valore aggiunto al fine di non dipendere eccessivamente dal circuito delle banche²⁷.

È di nostro interesse andare ad osservare gli sviluppi del mercato dei Minibond anche in altri paesi europei. In Regno Unito LSE gestisce una piattaforma di negoziazione per le obbligazioni destinate ad un pubblico retail (Order book for Retail Bonds, ORB) ma che può essere usato come benchmark per il mercato dei Minibond. Questo listino, a differenza di ExtraMOT PRO 3, è regolamentato ed è aperto anche ai piccoli risparmiatori, tanto è vero che i requisiti di ammissione sono gli stessi del listino borsistico principale. Il taglio di investimento è molto piccolo (anche 100 sterline) ed è inoltre obbligatoria la presenza di un market maker per assicurare liquidità al titolo. Nel Regno Unito sono consentiti i collocamenti privati di Minibond non solo a investitori istituzionali e professionali, ma anche a piccoli risparmiatori, persino attraverso piattaforme Internet il che ne favorisce la diffusione. In Germania esistono listini dedicati ai titoli di debito delle PMI nelle diverse piazze finanziarie²⁸. A Stoccarda esiste un mercato regolamentato composto da diversi segmenti, uno dei quali è proprio dedicato

²⁷ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 13-15.

²⁸ Entry Standard a Francoforte, Primärmarkt a Düsseldorf, Mittelstandsbörse, Deutschland ad Amburgo-Hannover.

ai Minibond, il Bondm. Questo mercato, aperto nel 2010, permette la negoziazione di titoli di debito emessi da PMI destinati sia a investitori professionali che al pubblico retail, in quest'ultimo caso la sottoscrizione diretta sul mercato primario non richiede l'intervento obbligatorio di un sottoscrittore istituzionale ed è possibile anche attraverso un canale elettronico ('Bondm subscription box') che deve coprire obbligatoriamente non meno del 50% dell'emissione al fine di permettere agli investitori retail di avere la stessa opportunità di sottoscrizione rispetto a quelli professionali. L'ammissione al mercato Bondm prevede requisiti simili all' ExtraMot Pro e un sistema di market-making per assicurare la liquidità dei titoli. Nel 2019 sui listini tedeschi sono stati emessi Minibond per un ammontare di 1,35 miliardi euro, in aumento rispetto all'anno precedente²⁹. Ben più sviluppato in Germania è il mercato degli *Schuldscheindarlehen*, contratti che hanno caratteristiche intermedie rispetto a obbligazioni e prestiti bancari³⁰. In Francia i mercati borsistici dedicati alle emissioni obbligazionarie delle PMI sono tre: Euronext, Euronext Growth ed Euronext Access, che coinvolgono diverse piazze finanziarie europee (tra cui Parigi, Bruxelles, Dublino). Il valore nominale dell'emissione deve essere almeno pari a 200 mila euro e tutte le emittenti devono avere il bilancio certificato, le PMI devono ottenere un rating da un'agenzia autorizzata. Per la quotazione del titolo su Euronext Growth è necessario il supporto di un Listing Sponsor (o Advisor, per il listino di Dublino) che garantisce il rispetto dei requisiti informativi

²⁹ GIUDICI G., CARNEVALI F., FASCENDINI E. et al., *6° report italiano sui Minibond*, febbraio 2020, Osservatorio Minibond, pp. 22-23.

³⁰ Un'alternativa ai Minibond anche per le PMI italiane e meglio conosciuti con l'acronimo di SSD la cui emissioni, nel 2019, hanno raggiunto il record storico di 138 miliardi di euro. Per maggior approfondimenti: GIUDICI G., CARNEVALI F., BASSAN A.F. et al., *5° report italiano sui Minibond*, febbraio 2019, Osservatorio Minibond, pag. 23 box. 1.2.

dell'impresa dopo il collocamento. Gli investitori retail possono sottoscrivere i titoli attraverso banche e broker³¹. In Spagna nel 2013 è stato aperto un mercato non regolamentato di titoli di debito dedicato alle PMI, il Mercado Alternativo de Renta Fija (Marf), gestito dalla società Bolsa y Mercados Españoles. Nel Marf sono quotate sia cambiali finanziarie che obbligazioni e quest'ultime sono destinate solo a investitori professionali e possono essere emesse Spa e Srl come in Italia. Altra esperienza è quella della Norvegia, dove nel 2005 è nato un mercato non regolamentato, il Nordic ABM, dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e commercial paper fino a 12 mesi di durata (equivalenti alle cambiali finanziarie italiane). Il listino è suddiviso in due segmenti, uno aperto solo a investitori istituzionali e l'altro accessibile anche a investitori retail, in funzione del valore nominale del singolo titolo (rispettivamente superiore e inferiore a 500.000 corone norvegesi, circa euro 55.000). A fine 2019 risultavano quotati sul Nordic ABM 1.383 Minibond per un controvalore nominale di circa 31,6 miliardi raccolti dal 2005. La Polonia è un altro Paese dove i Minibond stanno avendo un certo successo grazie ad un segmento specifico non regolamentato del mercato obbligazionario Catalyst, attivo su piattaforma proprietaria della Borsa di Varsavia (WSE). Altri Paesi dell'Est dove stanno aprendo listini specifici per le obbligazioni delle PMI, qualificati da poco come SME Growth Market sono la Bulgaria, Croazia e Slovenia, che hanno ideato congiuntamente il listino Progress³². A conti fatti pare che l'Italia non se la stia cavando affatto male sul fronte dei prestiti obbligazionari

³¹ GIUDICI G., CARNEVALI F., BASSAN A.F. et al., *5° report italiano sui Minibond*, febbraio 2019, Osservatorio Minibond, pp. 22-25.

³² GIUDICI G., CARNEVALI F., FASCENDINI E. et al., *6° report italiano sui Minibond*, febbraio 2020, Osservatorio Minibond, pp. 24-25.

a sostegno delle PMI, a confronto con il resto del continente. I Minibond sono lo strumento ideale per sostenere le piccole realtà imprenditoriali nei loro progetti di crescita, innovazione e internazionalizzazione in risposta ad un mercato bancocentrico come quello italiano. Le aziende stanno iniziando a prendere consapevolezza dell'importanza di diversificare le fonti di finanziamento, svincolandosi dunque dalla totale dipendenza dal canale bancario. I Minibond offrono una interessante alternativa, sia per le aziende emittenti, sia per gli investitori, che hanno diritto a diversi vantaggi, sembra quindi che in Italia ci siano tutti gli ingredienti per creare un mercato fiorente.

Il mercato dei Minibond è cresciuto in numero di emissioni e ammontare raccolto e ci sono forti segnali di aumento gli anni futuri. Sempre più imprese, anche le più piccole, nonostante i costi di certificazione dei bilanci, di consulenza e altri costi legati alla quotazione obbligazionarie, spingono verso questi strumenti con l'obiettivo di sperimentare e acquisire conoscenze sul mercato del capitale e ottenere visibilità. Le aspettative positive sono mosse anche dal crescente attivismo dei soggetti pubblici nella promozione dei Minibond come strumento per spingere le imprese a fare un salto di qualità. Importante per lo sviluppo, sono stati anche gli interventi di collaborazione messi in atto da tutti i *player* della finanza alternativa, sembra essere partita con slancio l'offerta di Minibond sui portali di equity crowdfunding, che hanno costruito nel corso del tempo un pubblico di potenziali investitori retail finanziariamente educati. Infatti, con la revisione del regolamento CONSOB di ottobre 2019 sul crowdfunding, le PMI potranno emettere Minibond tramite portali che potranno essere sottoscritti anche da

investitori retail³³. Ulteriore segnale di espansione del mercato è da ricondurre alla crescente richiesta da parte degli investitori di far affluire risorse verso l'economia reale e le PMI, spinta dalla "fame" di rendimenti. I Minibond infatti, possono assicurare buoni rendimenti e al contempo permettere un rapido reinvestimento del capitale vista la ridotta *maturity*. La tendenza è riscontrata anche in altri Paesi europei dove stanno nascendo listini borsistici qualificati come SME Growth Markets sotto la Direttiva MiFID II, che potrebbero diventare mete attraenti e competitive per i titoli delle PMI italiane. Importante sarà anche il contributo dei PIR e degli ELTIF³⁴. Se da una parte molto è stato fatto per incrementare l'offerta di capitale attraverso i Minibond, dall'altra sembra trascurato l'obiettivo di sostenere la domanda di capitale da parte delle PMI, collegata alle strategie di investimento per la crescita. C'è la necessità di politiche chiare per sostenere l'imprenditorialità, ridurre la burocrazia e la pressione fiscale al fine di rilanciare il sistema produttivo nazionale.

3.1.4 I vantaggi del ricorso ai Minibond per le PMI

La dipendenza dai canali bancari porta ad una minore competitività sui mercati internazionali, sia per i tassi bancari italiani che risultano mediamente più alti rispetto

³³ Si tratta di coloro che detengono un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore a € 250.000; coloro che si impegnano a investire almeno € 100.000 in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto. Fonte. www.crowd-funding.cloud, sezione news: *Consob potenzia l'equity crowdfunding - Le opportunità per CrowdFundMe*.

³⁴ Gli Eltif (European Long-Term Investment Fund) sono fondi comuni d'investimento chiusi, alternativi e armonizzati, il cui capitale deve essere investito per almeno il 70% in strumenti finanziari (azioni o obbligazioni) emessi da imprese europee, quotate e non, di piccola e media dimensione. Sono molto simili ad uno strumento già noto sul mercato italiano, vale a dire i PIR. Così come questi ultimi, anche gli Eltif puntano ad avvicinare i risparmiatori retail ad un investimento di lungo termine che faccia servizio a all'economia reale attraverso il sostegno alle PMI del Paese.

alla zona euro sia perché le imprese sono costrette a sottostare alle prassi bancarie che spesso permettono di ottenere finanziamenti a breve termine solo richiedendo garanzie. Il solo ricorso ai debiti bancari non consente alle imprese di coprire il proprio fabbisogno finanziario, soprattutto nei periodi di razionamento e le imprese sono quindi schiave dei meccanismi prociclici. Come visto durante il lavoro in periodi negativi le imprese incontrano difficoltà di rimborso e questo avvia meccanismi a catena che intaccano i bilanci delle banche che, gravate anche da una forte regolamentazione, sono costrette a stabilire politiche di offerta più prudenti. Ecco allora che il primo vantaggio per l'emissione di Minibond è proprio la possibilità di attenuare questi rischi attraverso la diversificazione delle fonti di finanziamento e migliore gestione finanziaria.

Altro potenziale vantaggio per gli emittenti è rappresentato dalla possibilità di sostenere esclusivamente gli interessi passivi durante il periodo di prestito, evitando ingenti uscite di rimborso capitale quando invece gli investimenti non hanno ancora prodotto liquidità. Mentre i Minibond consentono infatti modalità di rimborso *bullet*, con rimborso del capitale a scadenza, il finanziamento bancario prevede quasi sempre un piano di ammortamento che comporta da subito, il pagamento di rate comprensive di una quota interessi e una quota capitale³⁵. Ancora, i Minibond hanno una scadenza medio-lunga e permettono alla PMI di allungare la durata media delle fonti di finanziamento ristabilendo, o almeno migliorando, la coerenza tra scadenza dell'attivo patrimoniale e durata del passivo, che per le PMI invece tende ad essere eccessivamente sproporzionata sul breve. Garantiscono stabilità del credito di lungo periodo limitando

³⁵ CALUGI R., MORELLI V., PAGLIETTI G., *I Minibond: istruzioni per l'uso*, 2014, Consorzio camerale credito e finanza, pp. 20-22.

il rischio connesso a richieste anticipate di rimborso, come avviene per le linee di credito. Questo vantaggio ne genera un altro, il miglioramento degli indici di liquidità e stabilità patrimoniale finanziaria d'impresa che possono potenzialmente migliorare le valutazioni del merito creditizio e rating aziendale da parte delle banche. Mostrandosi più affidabili, le imprese potrebbero avere più facile accesso ai prestiti bancari o godere di tassi più contenuti. L'emissione di Minibond non prevede poi alcuna segnalazione alla centrale dei rischi, al contrario del debito bancario.

Non bisogna poi dimenticare che è possibile per gli emittenti dedurre gli interessi, sempre nei limiti previsti dall'art 96 del TUIR per gli interessi passivi bancari, dopo la compensazione con eventuali interessi attivi. Beneficio utilizzabile solo se le obbligazioni sono negoziate sui mercati regolamentati o altri MTF, oppure se non quotate ma sottoscritte da investitori qualificati (come i fondi) che non detengano più del 2% del capitale dell'emittente se il i proventi vanno a beneficio di soggetti residenti in Italia o nello SEE. Anche tutti i costi di emissione sono interamente deducibili per cassa³⁶.

Anche se normalmente i tassi dei Minibond sono superiori rispetto a quelli dei prestiti bancari, soprattutto oggi, e se vi sono elevati costi indiretti che la PMI emittente deve sostenere in fase di preparazione e di successivo collocamento³⁷, non si possono dimenticare i benefici di lungo periodo del ricorso a tali strumenti. Attraverso la diffusione e la quotazione dei Minibond in mercati nazionali ed internazionali e l'inserimento in portafogli di fondi gestiti da SGR, la società ha la possibilità di farsi

³⁶ CALUGI R., MORELLI V., PAGLIETTI G., *I Minibond: istruzioni per l'uso*, 2014, Consorzio camerale credito e finanza, pp. 22-23.

³⁷ Costi legali, costi di certificazione del bilancio, costi di quotazione, per l'attribuzione del rating, per i compensi spettanti agli advisory.

conoscere a investitori istituzionali e promuovere il proprio brand anche in vista di successiva quotazione dell'azienda attraverso un IPO o per l'utilizzo futuro di altre fonti (es. fondi di private equity)³⁸. Comunque, la soluzione è meno impegnativa sul fronte finanziario rispetto alle operazioni in equity, dal momento che consente ai soci di preservare la loro quota di capitale, beneficiando però della vetrina dei mercati. Sostanzialmente l'impresa fa un salto di qualità, si rende più trasparente agli occhi dei potenziali investitori e finanziatori e si proietta al futuro attraverso la progettazione di un piano industriale o commerciale efficiente. La trasparenza consente di rendere pubblici i successi dell'impresa con conseguenti ritorni in termini di fiducia e facilità di acquisire ulteriori risorse, tuttavia è allo stesso tempo un elemento di criticità perché i risultati sono sotto osservazione anche nel caso siano al contrario negativi. Ulteriore criticità è l'allungamento dei tempi necessari per la raccolta di risorse rispetto al finanziamento bancario. Di certo i Minibond non sono strumenti convenienti per tutte le imprese anche perché è necessario che abbiano una taglia dimensionale di alcuni milioni per essere appetibili sui mercati, soprattutto internazionali³⁹. Tali limiti sono stati in parte superati con i cd *basket bond*, che sfruttano il sistema della cartolarizzazione per promuovere la sottoscrizione istituzionale.

³⁸ D'AURIA C., *Introduzione ai Minibond*, aprile 2014, pp. 5-9.

³⁹ CALUGI R., MORELLI V., PAGLIETTI G., *I Minibond: istruzioni per l'uso*, 2014, Consorzio camerale credito e finanza, pp. 23-25.

3.2 FINTECH: finanza e tecnologia

Il Fintech nasce con l'intento di digitalizzare il sistema bancario e finanziario al fine di renderli più efficienti utilizzando l'innovazione tecnologica, infatti il termine è nato dalla crasi tra le parole "Finance" e "Technology". *Instant payment, mobile wallet* (portafoglio digitale per pagamenti e trasferimenti di denaro tramite cellulare), trasferimenti di denaro peer to peer, disintermediazione delle transazioni, criptovalute, *chatbot* (chat simulate), *robo-advisor* ecc... ne sono tutti esempi concreti. Un mondo veloce, innovativo, diversificato dove la tecnologia è il mezzo per fornire servizi finanziari in maniera rapida, efficiente ed in molti casi totalmente innovativa. Il Fintech è ormai nelle agende dei principali leader internazionali del mondo della finanza ed ha raggiunto un eco di tale portata che, il 77% degli operatori finanziari globali prevede entro il 2020 l'adozione di innovazioni digitali ai processi finanziari e produttivi mentre l'82% sta valutando partnership con aziende Fintech. Si stima che gli investimenti raccolti a livello internazionale nel periodo 2014-2017 da Start up Fintech siano stati di circa 26,5 miliardi di dollari di cui il 60% destinato a nuove imprese che offrono servizi bancari, in minor parte ad imprese che offrono servizi di investimenti e alle *insutech*⁴⁰. Questi investimenti stanno tracciando la strada per nuovi modelli di business del settore finanziario che potranno essere di supporto per gli attori tradizionali per i loro processi di cambiamento. Anche gli organismi di regolamentazione internazionale stanno cercando di capire come calibrare la regolamentazione per agevolare una progressiva e necessaria innovazione

⁴⁰ FERRARO L., *FINTECH: La digitalizzazione della finanza tra Criptovalute e Blockchain*, IPE Working Paper N. 18, dicembre 2019, IPE Business school, pag. 3.

finanziaria cercando di fare allo stesso tempo attenzione ai rischi di ingresso nel mercato finanziario di imprese Fintech e nuovi player non ancora soggetti al perimetro regolamentare. Con riferimento al rapporto Fintech e imprese, in particolar modo PMI, la parola chiave è disintermediazione bancaria il che significa maggiore trasparenza, semplicità e velocità nell'erogazione dei molteplici servizi che il Fintech può offrire. Tra questi ricordiamo i servizi di pagamento, *insurance*, il comparto del *crowdfunding* all'interno del quale rientrano molte modalità di finanziamento di iniziative imprenditoriali come il peer to peer lending (o *lending crowdfunding* o *social lending*), l'invoice trading, l'equity crowdfunding. Ancora, nell'ambito di questo settore molto dinamico è possibile ricomprendere servizi di *big data & analytics*⁴¹, *blockchain*, consulenza e pianificazione finanziaria, *real estate/proptech*⁴², *security e privacy*⁴³ e altri servizi a tutela delle identità digitali e nell'ambito del *Cybersecurity*. Ciò che interessa maggiormente nell'ottica di questo lavoro è comprendere come questa rivoluzione possa essere d'aiuto alle PMI italiane e quali servizi possa offrire il Fintech a tali imprese, con specifico riferimento al credito e al mondo della finanza alternativa⁴⁴.

⁴¹ Fanno parte di questo settore tutte le iniziative che utilizzano modelli avanzati e sofisticati (come ad esempio l'intelligenza artificiale) per la gestione di grandi masse di dati per fornire previsioni (ad esempio sul rischio di insolvenza), supportare il marketing finanziario, comprendere il comportamento dei clienti, simulare l'esito di investimenti finanziari. Fonte: *I servizi FINTECH per le PMI lombarde*, febbraio 2018, Regione Lombardia in collaborazione con School of Management del politecnico di Milano. Pag. 7.

⁴² Modelli innovativi di gestione finanziaria delle proprietà immobiliari, sia rispetto alle operazioni di compravendita, sia rispetto agli investimenti con obiettivo di rendita finanziaria. Fonte: *I servizi FINTECH per le PMI lombarde*, febbraio 2018, Regione Lombardia in collaborazione con School of Management del politecnico di Milano. Pag. 7.

⁴³ prodotti e servizi finanziari collegati all'identità digitale ed ai sistemi di autenticazione, i prodotti/servizi finanziari utili ai fini dell'individuazione e prevenzione di frodi ed infine le tecnologie di Cybersecurity/Data Encryption. Fonte: *I servizi FINTECH per le PMI lombarde*, febbraio 2018, Regione Lombardia in collaborazione con School of Management del politecnico di Milano. Pag. 7.

⁴⁴ *I servizi FINTECH per le PMI lombarde*, febbraio 2018, Regione Lombardia in collaborazione con School of Management del politecnico di Milano, pp. 6-7.

3.2.1 Il settore del crowdfunding

Partiamo dal crowdfunding, che consiste nella ricerca di finanziatori per un'iniziativa attraverso la rete Internet, rivolgendo un appello diretto alla folla del web (dal termine inglese *crowd*) invece che ai tradizionali canali intermediati da investitori professionali quali banche, fondi di private equity. La dimensione social dei siti Internet consente di creare un coinvolgimento collettivo dei finanziatori che interagiscono in rete come fornitori di capitale e possibili contributori al progetto stesso esposto nel business plan. Da questo punto di vista il vantaggio del crowdfunding non è legato solo all'opportunità di finanziamento ma anche al valore aggiunto dal punto di vista del marketing e di validazione di un progetto imprenditoriale attraverso la rete. Esistono numerosi portali web dedicati al crowdfunding, dove i proponenti possono presentare, anche con l'aiuto di supporti multimediali, le campagne di raccolta e i progetti aziendali che si intendono finanziare e che possono essere esaminate e confrontate dai navigatori (o *web surfer*) che decidono se finanziarle. La raccolta delle risorse può avvenire secondo due modelli, il primo è l' *"all or nothing"* che implica che il successo della campagna è subordinato al raggiungimento del target minimo previsto. Se non viene raggiunto, i fondi saranno restituiti ai privati che avevano contribuito. Il secondo modello di raccolta è il *"take it all"* il quale prevede invece che tutti i fondi vengano accettati, indipendentemente dal raggiungimento del target, se previsto⁴⁵. I portali di *crowdfunding* possono essere utilizzati per la presentazione di diverse tipologie di progetti, da iniziative di solidarietà a progetti giornalistici o di sport, piuttosto che culturali o imprenditoriali. Questi portali

⁴⁵ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 17.

richiedono ai proponenti una commissione sul capitale raccolto molto variabile, che è compresa tra il 2% e il 10%. I soggetti che investono nel progetto possono essere o non essere ricompensati e la tipologia di contropartita identifica i diversi modelli di crowdfunding:

- il *donation-based crowdfunding* prevede campagne di raccolta in cui non viene offerta alcuna ricompensa, quindi hanno tipicamente obiettivi di solidarietà, cultura, sport;
- il *reward-based crowdfunding* prevede una ricompensa non monetaria, quale un oggetto o un servizio, spesso la ricompensa è il prodotto stesso che si vuole realizzare attraverso la richiesta di finanziamento, dunque la “colletta” assume la forma di una vera e propria prevendita (*pre-selling*) non molto diversa da un’operazione di acquisto online (*e-commerce*). Tuttavia, non c’è un contratto con valenza commerciale con il venditore e quindi, spetta al finanziatore/compratore fidarsi delle promesse offerte;
- il *royalty-based crowdfunding* prevede una ricompensa monetaria che consiste in una condivisione dei profitti o dei ricavi associati all’investimento, ma senza alcun titolo di proprietà sul progetto (non si diventa soci della società) né di rimborso del capitale;
- *crowdinvesting* prevede che il finanziamento viene effettuato a titolo di investimento, cui è associata una remunerazione e può avvenire con la sottoscrizione di capitale di rischio in qualità di socio (*equity*) o con un prestito (*lending*). Poiché si offre un investimento, è fondamentale che la campagna venga realizzata secondo criteri specifici, definiti dalle autorità di vigilanza⁴⁶.

⁴⁶ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 17-18.

3.2.2 L'equity crowdfunding

Nel comparto del *crowdinvesting*, rientra quindi l'*equity crowdfunding* (*equity based crowdfunding*, cioè finanziamento dal basso o collettivo basato sull'equità) introdotto in Italia dal D.L. 179/2012, cioè dal "Decreto Sviluppo bis", convertito nella L. 221/2012. L'intento di policy era quello di introdurre la possibilità di raccolta di capitale di rischio attraverso Internet con il fine di favorire la nascita e lo sviluppo di imprese innovative. Si tratta di una raccolta di fondi destinati a consentire all'investitore di diventare socio della società che promuove il proprio progetto attraverso la piattaforma online⁴⁷. Il D.L. 179/2012, all'art. 30 modificando il Testo Unico della Finanza (TUF), nella parte che disciplina le offerte pubbliche ha previsto alcuni paletti per l'*equity crowdfunding*:

- la raccolta deve essere effettuata attraverso portali Internet gestiti da imprese di investimento e banche autorizzate ai relativi servizi di investimento e che hanno comunicato alla CONSOB lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale (gestori di diritto), nonché da società nate appositamente per gestire i portali equity (Fintech)⁴⁸;

⁴⁷ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 19.

⁴⁸ Volendo analizzare la disciplina dell'*equity crowdfunding* in modo più approfondito l'art. 50-quinquies introduce la definizione di gestori di portali, ovvero soggetti che esercitano professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali PMI, iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob. L'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali è riservata alle SIM, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, alle SGR, alle SICAV ed alle SICAF che gestiscono direttamente i propri patrimoni, alle società di gestione UE, ai GEFIA UE (Gestori di Fondi di Investimento Alternativi UE), ai GEFIA non UE, ai gestori di EuVECA ("European Venture Capital Funds", ovvero Fondi Europei per il Venture Capital) ed ai gestori di EuSEF ("European Social Entrepreneurship Funds", ossia Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale) limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in PMI. Tutti questi sono i cd "gestori di diritto" ma possono gestire le piattaforme anche i soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, cioè i cd "gestori autorizzati", a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale a soggetti inclusi nella categoria "gestori di diritto". Si tratta di società nate appositamente per gestire i portali equity (le Fintech). Fonte: Fonte: www.crowd-funding.cloud, sezione legislazione - Gestori di portali di equity crowdfunding (Art. 50-quinquies TUF) - La gestione delle piattaforme per la raccolta di capitali tramite equity crowdfunding.

- inizialmente le campagne dovevano essere proposte esclusivamente dalle imprese qualificate come startup innovative⁴⁹ che offrivano titoli partecipativi del capitale. Il vincolo delle startup è stato però progressivamente eliminato nel corso del tempo aprendo il mercato prima alle “PMI innovative⁵⁰” e oggi a tutte le PMI (sia Srl che Spa)⁵¹ nonché agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e le società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI⁵²;

- l’ammontare dell’offerta non deve superare il limite di 8 milioni di euro di raccolta. Si ricorda che inizialmente era stato stabilito che l'ammontare massimo di un'offerta doveva essere di 5 milioni di euro mentre oggi può essere pari a 8 milioni di euro ma, per essere valida, una campagna di crowdfunding deve essere sottoscritta per almeno il 5% dell'importo da investitori istituzionali⁵³.

⁴⁹ Per definizione di startup innovativa si rimanda al D.L. 18 ottobre 2012 n.179, art. 25.

⁵⁰ Per definizione di PMI innovativa si rimanda al D.L. 25 gennaio 2015 n.3, art. 4 comma 1.

⁵¹ L'effettiva entrata in vigore del provvedimento è avvenuta a gennaio 2018 con l'introduzione del nuovo Regolamento Consob sull'equity crowdfunding, approvato con delibera 29 novembre 2017 n. 20204 del 5 dicembre 2017. Questo nuovo indirizzo scelto dal Governo ha allargato notevolmente la platea di società autorizzate a finanziarsi tramite l'equity crowdfunding dal momento che buona parte del tessuto imprenditoriale italiano è costituito, per l'appunto, da piccole e medie imprese nella forma di S.r.l.. Fonte: www.crowd-funding.cloud, sezione legislazione - *Normativa dell'equity-based crowdfunding in Italia*.

Il comma 1-bis dell' art. 101-ter TUF introduce una importante novità nell'ordinamento giuridico italiano, sancendo che in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468 c.c. primo comma (Le partecipazioni dei soci di srl non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari) le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di Srl possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari attraverso i portali per la raccolta di capitali. Per ulteriori approfondimenti: www.crowd-funding.cloud, sezione legislazione - *Offerte tramite portali di raccolta capitali (Art. 100-ter TUF) - Le offerte attraverso portali per la raccolta di capitali*

⁵² Primo comma dell'art. 100-ter TUF.

⁵³ In generale, chiunque può investire in una campagna di equity crowdfunding, persona fisica o giuridica, che voglia finanziare una startup innovativa o una PMI acquistandone azioni o quote di partecipazione. Tuttavia, per le offerte effettuate da PMI in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato degli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili, tale soglia è ridotta al 3%. Fonte: www.crowd-funding.cloud, sezione legislazione - *Offerte tramite portali di raccolta capitali (Art. 100-ter TUF) - Le offerte attraverso portali per la raccolta di capitali*.

Ulteriori aggiornamenti sono altresì arrivati nel 2019, con alcune importanti revisioni al Regolamento CONSOB dell'*equity crowdfunding*, come la possibilità di emissione dei Minibond sulle piattaforme di crowdfunding da parte delle PMI nonché la possibilità per i gestori di istituire, sul sito per i portali *equity based crowdfunding*, delle bacheche per dare modo agli utenti di pubblicare manifestazioni di interesse di vendita o acquisto relative a strumenti oggetto di campagne di crowdfunding già concluse con successo, per la compravendita di strumenti finanziari, il che dovrebbe rendere più liquido il settore. Si sta quindi dando sviluppo ad un mercato secondario delle quote o azioni di imprese sottoscritte online, anche grazie al D.L. 3/2015 che ha introdotto l'opzione del regime di dematerializzazione. L'*equity crowdfunding* presenta alcune analogie con un'IPO (Initial Public Offer) e si configura come un aumento di capitale a pagamento, attraverso un'offerta per la raccolta fondi online. Quindi l'accesso di un'impresa ai finanziamenti tramite una campagna di crowdfunding potrebbe, in futuro, spianare la strada per ricevere capitali anche su mercati regolamentati di maggiore importanza (su Borsa Italiana, sul Mercato Telematico Azionario o sull'Alternative Investment Market Italia)⁵⁴. Giova ricordare che Consob ha definitivamente precisato che le PMI che pubblicano offerte sui portali di *equity crowdfunding* autorizzati non sono qualificabili come "emittenti di titoli diffusi" e ciò non fa scattare una serie di adempimenti onerosi, che il TUF e il c.c. prevedono per tali società e che altrimenti avrebbero scoraggiato il ricorso a questa forma di finanziamento⁵⁵.

⁵⁴ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 19.

⁵⁵ Fonte: www.crowd-funding.cloud, sezione legislazione - *Normativa dell'equity-based crowdfunding in Italia*.

L'investimento in *equity crowdfunding*, essendo strettamente collegato al finanziamento di start-up e PMI, gode di alcuni sgravi fiscali per essere incentivato. In particolare, sono previste detrazioni fiscali per i soggetti passivi IRPEF e crediti di imposta per i soggetti passivi IRES che investono in *equity crowdfunding*⁵⁶. Per soggetti IRPEF, a partire dal 1° gennaio 2017, l'incentivo si concretizza in una detrazione dall'imposta lorda pari al 30% delle somme investite nel capitale sociale di una o più start up o PMI innovative⁵⁷. L'investimento massimo detraibile non può eccedere l'importo di 1 milione di euro, per ciascun periodo, per un risparmio massimo conseguibile pari a 300.000 euro l'anno. Per i soci di società in nome collettivo e in accomandita semplice l'importo della detrazione è determinato in proporzione alle rispettive quote di partecipazione agli utili. Se la detrazione supera l'imposta lorda, l'eccedenza può essere portata in detrazione entro i 3 anni successivi. I soggetti IRES invece, godono di una deduzione dal reddito pari (sempre dal 1° gennaio 2017 e fino al 2025) al 30% dei conferimenti rilevanti effettuati. L'investimento massimo deducibile non può eccedere, in ciascun periodo d'imposta, l'importo di 1,8 milioni e comporta, quindi, considerando l'aliquota IRES al 24%, un risparmio IRES massimo all'anno di 129.600 euro. La deduzione eccedente può essere computata in aumento dell'importo

⁵⁶ Previste dall'art. 29 commi 1, 4 e 7 del D.L. n. 179/2012. Tra soggetti passivi IRPEF di cui al Titolo I del TUIR, rientrano, oltre alle persone fisiche, enti non commerciali, imprenditori individuali, soggetti che producono redditi in forma associata. Tra i soggetti passivi IRES di cui di cui al Titolo II dello stesso TUIR sono escluse le start up innovative, gli incubatori certificati, gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) le altre società di capitali che investono PREVALENTEMENTE in start-up innovative.

⁵⁷ Stando a quanto previsto dal recente decreto Rilancio, in attesa del regolamento attuativo, le persone fisiche che investono in startup o PMI innovative attraverso equity crowdfunding avranno diritto a una detrazione d'imposta pari al 50% (anziché il 30%) purché l'investimento detraibile sia mantenuto almeno 3 anni, per un massimo di 100.000 euro in ciascun periodo di imposta. Per somme superiori ai 100 mila euro, si potrà comunque continuare a beneficiare della detrazione fiscale al 30% per investimenti fino a 1 milione di euro. Fonte: ADONOPoulos G., *Decreto Rilancio: le agevolazioni per chi investe in startup e PMI innovative*, Maggio 2020, Money.it

deducibile dal reddito complessivo dei periodi di imposta successivi, ma non oltre il terzo del reddito, fino a concorrenza del suo ammontare⁵⁸.

3.2.3 Peer to peer lending

Nell'ambito del *crowdinvesting*, si distingue dall'*equity* il *lending crowdfunding*, anche detto *peer to peer lending* o *social lending* che si differenzia dal primo in quanto le piattaforme online, in questo caso offrono alla "folla" di internet la possibilità di finanziare un progetto imprenditoriale a titolo di prestito. I primi operatori di *lending crowdfunding* in Italia furono inizialmente autorizzati ad operare da Banca d'Italia come intermediari finanziari ex art. 106 del Testo Unico Bancario⁵⁹ ma non tardarono ad emergere contestazioni rispetto all'attività operativa. Successivamente, l'entrata in vigore del D.L. 11 del 2010, attuativo della Direttiva Europea 2007/64/EC (Payment Service Directive, cioè la prima direttiva europea sui servizi di pagamento), consentì a Banca d'Italia di meglio definire il contesto normativo inquadrando le piattaforme di *lending crowdfunding* come Istituti di Pagamento ex art. 114 septies del TUB, incentivando la creazione di una nuova categoria di operatori, provenienti da settori non finanziari e attivi nell'esecuzione di ordini di pagamento⁶⁰. Dunque, le piattaforme

⁵⁸ Fonte: www.crowd-funding.cloud, sezione legislazione - *Sgravi fiscali nell'equity crowdfunding. Le agevolazioni del crowdfunding*.

⁵⁹ Art. 106 TUB - comma 1: L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.

⁶⁰ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 26.

attualmente, possono operare se sono: istituto di pagamento ex art. 114-septies TUB, intermediario finanziario ex art. 106 TUB o istituto di credito.

Nel 2016, la Banca d'Italia, che vigila costantemente su tali operatori, pubblicò un nuovo provvedimento (Delibera 584 del 2016) che riportava disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti non bancari al fine di fornire una cornice regolamentare alle forme di finanziamento alternative al tradizionale canale bancario. Il documento nella sezione IX identifica esplicitamente il *lending based crowdfunding*, finanziato da una pluralità di prestatori privati. In tale normativa, il *p2p lending*, definito "social lending", è descritto come uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto. Il documento specifica che l'attività del gestore del portale è autorizzata qualora sia inquadrabile come prestazione di servizi di pagamento. Viene autorizzata la raccolta di fondi quando sia prenditori (impresa) che finanziatori sono in grado di incidere sulle clausole contrattuali facendo valere il proprio potere negoziale nell'ambito di una trattativa personalizzata. La Banca d'Italia raccomanda comunque di fissare un limite massimo ammissibile nell'investimento sui portali da parte dei privati, per non configurare l'esercizio abusivo dell'attività bancaria. Dal punto di vista contrattuale il rapporto fra il prestatore e il soggetto finanziato si configura come un contratto di mutuo per mezzo del quale una parte (l'investitore) mette a disposizione dell'altra (impresa che avvia la campagna) somme di denaro con l'impegno da parte di quest'ultima di eseguirne il rimborso entro un certo periodo di tempo e pagamento degli interessi. Il portale (il gestore della

piattaforma) offre invece un contratto di servizio di pagamento a distanza che sottoscrive con entrambi i partecipanti all'operazione di finanziamento⁶¹.

Nel *social lending* i soggetti finanziati possono essere di tre tipi:

- Business: quando i prestiti sono rivolti alle aziende e dunque a persone giuridiche;
- Consumer: quando i prestiti sono rivolti ai privati, ossia a persone fisiche⁶²;
- No-profit: quando i prestiti sono rivolti alle organizzazioni senza scopo di lucro.

Giova ricordare che a partire dal 2018 vi è la possibilità, per gli enti di previdenza e i fondi pensione, di collocare all'interno dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) quote di prestiti o di fondi di credito cartolarizzati erogati tramite piattaforme *P2P*, ossia portali di *social lending crowdfunding*, usufruendo dei relativi incentivi fiscali. Tra alcuni motivi che spingono a credere che, in futuro, il *P2P lending* possa crescere sempre di più vi è anche il fatto che la L. 205 del 2017 ha introdotto una agevolazione per i prestatori, assoggettando i proventi da investimento nel *social lending* ottenuti da persone fisiche, alla ritenuta a titolo definitivo con aliquota 26%, come già accade per altri proventi finanziari quali dividendi e interessi obbligazionari. Fino al periodo d'imposta 2017, invece, tali proventi concorrevano alla determinazione del reddito imponibile da

⁶¹ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 26.

⁶² Il *lending crowdfunding consumer-oriented*, in Italia, si sta declinando in una tipologia di finanziamento non troppo dissimile da una già esistente e ampiamente conosciuta: il credito al consumo. Inoltre, dalla fine del 2017, ha iniziato a diffondersi il ricorso al *social lending* per il finanziamento di acquisti e commerce. Ai soggetti che vi ricorrono i portali richiedono di:

- Dimostrare di avere un reddito (non per forza derivante da un impiego a tempo indeterminato);
- Avere un'età compresa tra i 18 e i 75 anni;
- Non avere precedenti di insolvenza gravi, come i protesti.

Fonte: www.crowd-funding.cloud - *Soggetti che richiedono i prestiti (target): business, privati e no-profit. Crediti business-oriented o consumer-oriented.*

dichiarare e subivano una tassazione ai fini IRPEF secondo l'aliquota marginale del contribuente in funzione degli scaglioni di reddito⁶³.

Nel *peer to peer lending*, se da una parte è corretto affermare che i finanziatori vantano un credito diretto verso i soggetti finanziati (diversamente dai risparmiatori che depositano il proprio denaro presso una banca la quale a sua volta eroga il credito), è anche vero che gli stessi non esercitano necessariamente l'opportunità di scegliere anticipatamente a chi prestare denaro, selezionando i richiedenti e analizzando le caratteristiche del progetto come avviene invece per *l'equity crowdfunding*. A tal proposito è possibile distinguere due modelli principali che dominano il mercato del *P2P*, quello "diffuso" e quello "diretto". Il modello diffuso prevede un ruolo attivo della piattaforma sia nel selezionare le richieste di finanziamento pervenute, sia nel decidere come allocare il capitale raccolto. I prestatori mettono a disposizione della piattaforma una certa somma di denaro, fornendo alcune indicazioni sul tasso di interesse atteso e il rischio sopportabile, ovvero sul profilo rischio-rendimento. Successivamente è la piattaforma stessa ad allocare automaticamente il denaro fra i progetti ritenuti ammissibili secondo i criteri indicati dagli investitori. Dato il flusso di richieste pervenute attraverso il web, la selezione dei progetti (quindi dei prenditori) da parte della piattaforma viene effettuata tipicamente in due fasi, la prima sulla base di criteri standard stabiliti dalla piattaforma, la seconda esaminando i rating messi a disposizione da provider quali Cerved, Crif, Experian. A volte sono raccolte informazioni sul richiedente fondi anche attraverso i social network e l'analisi di big data relativi ai

⁶³ GIUDICI G., DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdfunding*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pp.39-40.

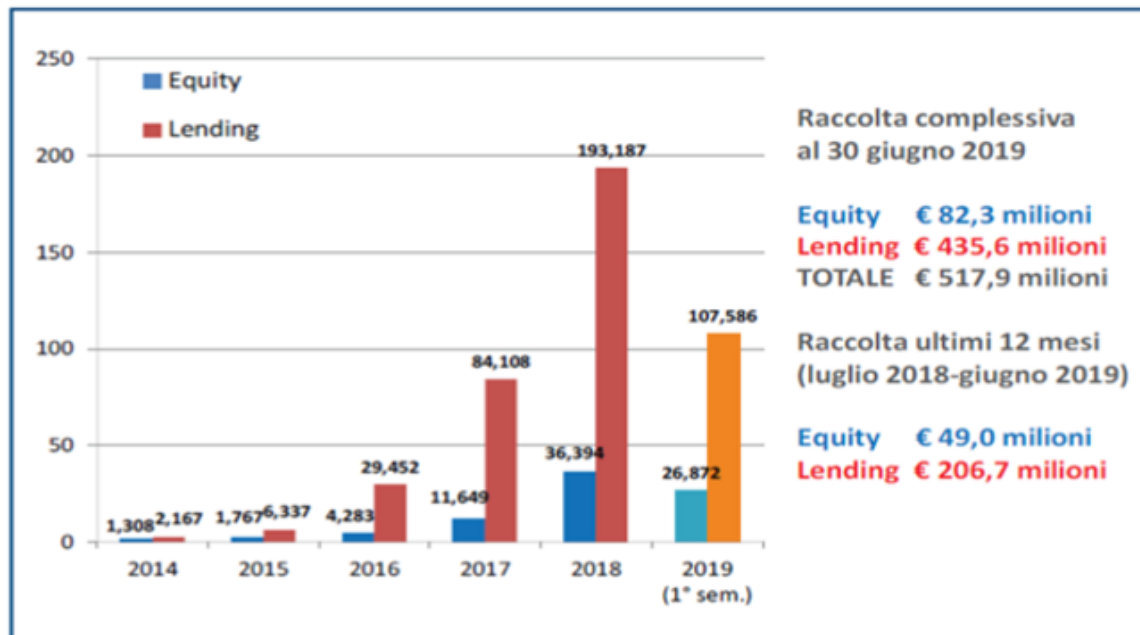
pagamenti passati, alle movimentazioni delle carte di credito, ad ogni altro elemento ritenuto utile per prevedere la solvibilità. Quindi i prestatori non necessariamente scelgono chi sarà il soggetto finanziato ma possono conoscere da subito la capacità di reddito e le sue caratteristiche principali e saranno aggiornati in tempo reale sulla regolarità dei pagamenti per il rimborso del capitale e pagamento degli interessi. Il vantaggio di questo modello per il richiedente (impresa o privato) consiste nella certezza di avere in poco tempo la disponibilità dei fondi poiché la piattaforma li ha già richiesti ai prestatori. I richiedenti infatti ricevono una proposta dalla piattaforma rispetto al tasso di interesse previsto, il quale ricomprende la remunerazione netta per il prestatore più un margine per la piattaforma. Il modello diretto invece, consente da subito all'investitore di visualizzare, tramite la piattaforma web, l'identità del richiedente e di scegliere in maniera appunto diretta e trasparente a chi prestare il denaro, valutando da sé la corrispondenza del proprio rapporto rischio-rendimento. Nel modello diretto il processo comincia dai soggetti richiedenti i fondi, i quali sono valutati da parte della piattaforma e sono poi gli investitori a scegliere se e quanto investire nelle diverse campagne di raccolta. Si tratta quindi di un modello più vicino al paradigma del *crowdfunding* ma che espone ovviamente ad un rischio di insolvenza maggiore poiché l'effetto di diversificazione del portafoglio non è automatico. Il ruolo della piattaforma consiste solo nella preselezione dei progetti che verranno pubblicati e resi accessibili agli investitori. Le piattaforme attive in Italia fino al 2016 hanno applicato solo il modello "diffuso", October è stata la prima a introdurre il modello diretto seguita da tutte le piattaforme specializzate in ambito immobiliare. In ogni caso tutte le piattaforme sono

caratterizzate da una serie di specificità, ad esempio con riferimento alle soglie minime o massime di prestito o alle scadenze dei prestiti⁶⁴.

3.2.4 I numeri del mercato dell'equity e del lending crowdfunding

Passiamo ai numeri, osservando i dati del 4° report sul *crowdinvesting* in merito ai comparti del crowdfunding italiano nelle sue due principali eccezioni, *equity e lending*. Il volume complessivo cumulato della raccolta, dall'inizio dello sviluppo dell'*equity crowdfunding* e del *p2p lending in Italia*, è arrivato al 30 giugno 2019 rispettivamente a 82,3 milioni di euro e € 435,6 milioni. Come mostra il grafico 3.3, nei 12 mesi a cavallo tra giugno 2018 e 2019, per l'*equity crowdfunding* si è raggiunta una raccolta pari a 49

Grafico 3.3 – Dinamica e totale della raccolta attraverso campagne di lending e equity crowdfunding



Fonte: GIUDICI G., DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdinvesting*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pag. 15

⁶⁴ GIUDICI G., DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdinvesting*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pag. 41-42.

milioni (il 48% in più rispetto a quanto raccolto nel periodo precedente) e per il *lending* 206,7 milioni di euro (+56% rispetto al flusso dell'annualità precedente).

Per quanto riguarda *l'equity crowdfunding*, a partire dall'entrata in vigore della normativa fino a giugno 2019, in totale, sono state presentate dalle piattaforme autorizzate, 401 campagne, di cui 261 concluse con successo, 103 senza raggiungere il target minimo previsto e 37 ancora in corso nel periodo di indagine (molte delle quali avevano già raggiunto la soglia minima di successo)⁶⁵. Il 2018 è stato un anno di grande crescita del mercato, con ben 143 nuovi collocamenti (115 chiusi con successo), quasi il doppio rispetto al periodo precedente. Il 2019 si è avviato verso un risultato ancora migliore, visto che nel primo semestre sono stati chiusi 88 collocamenti. Per quanto riguarda la tipologia delle quote del capitale offerte, è sempre più frequente la pratica di offrire titoli con diritti differenziati rispetto a quelli dei soci fondatori. In 108 campagne (pari al 27% del campione totale) l'offerta riguardava quote ordinarie con diritti patrimoniali e di voto del tutto identici a quelle dei soci fondatori, nel 10% dei casi si offrivano quote senza diritti di voto e nel 59% (72% nel 2019) le quote conferivano il diritto di voto solo al raggiungimento di una certa soglia di investimento. In casi più rari invece sono stati offerte quote con diritto di voto limitato o privilegi particolari⁶⁶. Il

⁶⁵ GIUDICI G, DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdfunding*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pag. 15.

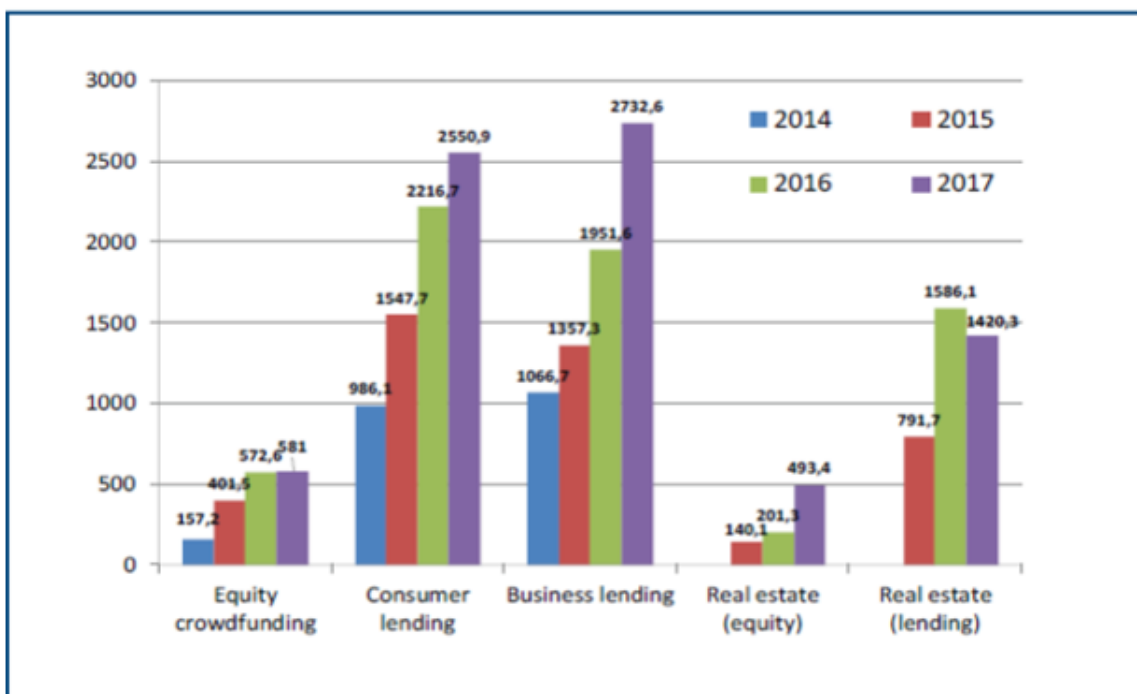
⁶⁶ GIUDICI G, DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdfunding*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pp 16-19. Approfondimento:

Parametro interessante raccolto dall'Osservatorio è l'importo minimo di investimento deciso per le diverse campagne. In 23 campagne (6% del totale) la soglia minima per le persone fisiche era molto bassa e inferiore a € 100; il gruppo più numeroso (il 52%) comprende le campagne con importo minimo compreso fra € 101 e € 499,99. Abbiamo poi il 34% delle campagne in cui la soglia minima era compresa fra € 500 e € 1.000; negli ultimi 12 mesi di indagine questo gruppo si è rafforzato arrivando al 42%. Completano il quadro 14 campagne con soglia di importo fra € 1.001 e € 2.000, 13 con chip minimo fra € 2.001 e € 5.000 e 5 con importo minimo superiore a € 5.000.

mercato ha conosciuto una crescita progressiva dei volumi raccolti, che nel 2018 hanno raggiunto cifra 36,4 milioni e nel primo semestre 2019 quasi 27 milioni di. Anche per il P2P il settore si è dimostrato in continua crescita ed ha movimentato volumi ben più elevati rispetto all'equity.

A livello europeo e con riferimento all'intero comparto del crowdfvesting, le ultime analisi mostrano che il volume complessivo raccolto dall'intero settore nel 2017 in Europa è stato pari a € 7,8 miliardi, di cui circa il 70% attribuibile al solo Regno Unito, che rappresenta il principale mercato europeo. Il grafico 3.4 dà un'idea dello sviluppo del mercato europeo fino al 2017. Tuttavia, la maggior parte degli scambi di fondi mediante *crowdfunding* si concentra soprattutto in Cina (220 miliardi) e, in misura minore, negli Stati Uniti d'America (32 miliardi nel 2017), mentre in Europa il fenomeno

Grafico 3.4 - I volumi del crowdfvesting in Europa dal 2014 al 2017. Valori in milioni di euro.



Fonte: GIUDICI G, DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., 4° Report italiano sul crowdfvesting, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pag. 9

ha ancora dimensioni relativamente contenute⁶⁷. Il contributo maggiore è fornito dal *business lending crowdfunding* (€ 2,7 miliardi nel 2017), che ha superato il *consumer lending* (€ 2,5 miliardi) e il *real estate lending* (€ 1,4 miliardi) come mostra il Grafico 3.4. L'equity crowdfunding, appare stabile nel 2016-17 appena sopra il mezzo miliardo di euro e cresce solo la parte *equity* del *real estate*, che in Europa ha molto successo e di cui si parlerà in seguito⁶⁸. Il ruolo del leone è sempre giocato dal Regno Unito, soprattutto nell'attività del *lending*, ben distaccati sono ancora Germania e Francia mentre l'Italia resta indietro, osservando i dati del 2017 anche dopo l'esplosione del 2018 il gap si fa ancora sentire. Il mercato italiano del *crowdfunding*, sia per il modello *lending* che per l'*equity*, presenta buone prospettive di crescita, fondamentali saranno gli aggiornamenti normativi che andranno a regolare il settore, i quali avranno il compito di implementare il mercato e colmare il gap accumulato con i paesi europei.

3.2.5 Il real estate crowdfunding a sostegno dell'immobiliare

Nella filiera del *crowdfunding*, uno degli strumenti di maggiore sviluppo è il *real estate*, nell'ambito del quale sono diventate operative diverse piattaforme nel 2019. Il *real estate crowdfunding* rientra nel settore del *crowdinvesting* e permette a diversi investitori di partecipare al finanziamento (equity o credito) di un progetto immobiliare in ambito residenziale o commerciale, in cambio di una remunerazione del capitale.

⁶⁷ COLOMBARI E., *Crowdfunding e crowdinvesting: la situazione in Italia*, 2018, Prometeia.

⁶⁸ GIUDICI G, DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdinvesting*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pag. 9. Sulla base dei dati forniti da: Cambridge Centre for Alternative Finance sul crowdinvesting ("Shifting Paradigms: the Fourth European Alternative Finance Industry Report" e "The Fifth UK Alternative Finance Industry Report"). Consultare per maggiori informazioni.

Tipicamente il progetto riguarda l'acquisto di un immobile affinché sia messo a reddito ovvero la ristrutturazione di una proprietà immobiliare (che pure sarà messa a reddito o venduta maturando una plusvalenza) o lo sviluppo di un progetto *greenfield*.

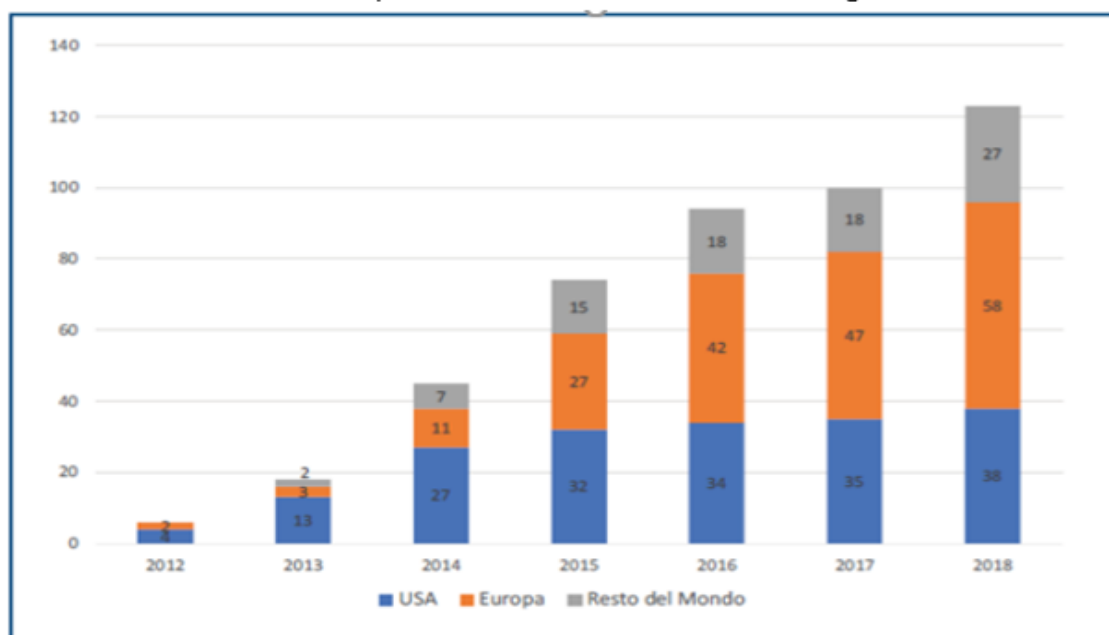
Gli investimenti immobiliari sono sempre stati accessibili solo ad una limitata parte della popolazione in quanto richiedono di immobilizzare risorse consistenti in termini di capitale e, in un secondo momento, una gestione attiva dell'immobile. Inoltre, un investimento immobiliare è caratterizzato da bassa liquidità e una limitata possibilità di diversificazione. Il *real estate crowdfunding* permette di risolvere alcune delle problematiche attraverso la possibilità di partecipare ad un progetto con bassi importi di denaro; creando l'opportunità di diversificazione, in quanto abbassando il capitale necessario per il singolo investimento ogni individuo può investire in un numero superiore di progetti con la possibilità di diversificare sia per area geografica che per dimensione e tipologia di immobile; inoltre il *real estate* consente di delegare la gestione dell'immobile al promotore del progetto⁶⁹. Il *real estate crowdfunding* consente inoltre maggiore liquidità se le piattaforme, come spesso avviene, implementano un mercato secondario dove è possibile vendere le quote relative agli investimenti. Consente un controllo diretto sull'investimento e la possibilità di interloquire con i promotori al contrario dei classici fondi di investimento immobiliare, i quali offrono scarse opportunità di coinvolgimento del risparmiatore nelle scelte di *asset allocation*. Nelle operazioni proposte generalmente ci sono almeno tre figure: la società che sviluppa il progetto immobiliare (sponsor), la banca che lo finanzia quota-parte e la "folla" di

⁶⁹ GIUDICI G, DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdfunding*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pag. 53.

Internet che contribuisce ad apportare capitale. Lo sviluppo di tale strumento di finanza alternativa potrebbe essere in grado di fornire importanti risorse alle imprese operanti nel settore immobiliare che spesso sono le prime vittime in momenti di crisi e di contrazione dei prestiti bancari.

Il *real estate crowdfunding* ha mosso i primi passi negli Stati Uniti dove sono nate le prime piattaforme nel 2012. Il team di ricerca del politecnico di Milano, alla data del 30 giugno 2019, sulla scia di un progressivo sviluppo del settore, ha mappato 123 piattaforme dedicate attive in tutto il mondo di cui 38 negli Stati Uniti, 58 in Europa e 27 in altri continenti (vedere Grafico 3.5). Tuttavia, se si osservano volumi dei fondi raccolti il divario tra Stati Uniti ed Europa rimane rilevante, a fine 2018 negli Stati Uniti erano stati raccolti complessivamente 7,4 miliardi di dollari mentre in Europa solo 2,1 miliardi di euro. In Europa i leader indiscussi sono Germania e Regno Unito i quali si collocano in una situazione di quasi parità con rispettivamente 393 milioni e 391 milioni raccolti

Grafico 3.5 – La crescita delle piattaforme di real estate crowdfunding a livello mondiale



Fonte: GIUDICI G, DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdfunding*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pag. 54.

cumulativamente (dall'inizio dello sviluppo delle piattaforme - 2012) fino a fine 2018, seguiti da Svizzera e Francia rispettivamente con 241 milioni e 197 milioni⁷⁰. Esistono tre tipologie di piattaforme *real estate* che si distinguono in funzione del modello di business:

- piattaforme equity, in questo caso l'investimento avviene attraverso sottoscrizione di quote di un veicolo societario che promuove il progetto immobiliare;
- piattaforme lending, l'investimento avviene prestando denaro ai promotori del progetto immobiliare, che poi lo rimborseranno riconoscendo una remunerazione;
- piattaforme ibride che prevedono entrambi i modelli precedenti;

Secondo i dati, ad oggi le piattaforme di *lending Real estate* rappresentano il 48% del mercato a livello mondiale, quelle di *equity* il 31%, le ibride il 21%. Questa distribuzione cambia considerando l'Europa, dove ben 15 fra le 20 piattaforme più importanti seguono il modello *lending*. In Italia, esistono due piattaforme operanti nell'*equity real estate* (anche se altre due hanno già ottenuto l'autorizzazione e attendono di avviarsi) che hanno raccolto nei dodici mesi successivi a giugno 2018, circa 8,8 milioni. A luglio 2019, risultavano inoltre 6 piattaforme operanti con un modello di business *lending* con una raccolta totale di circa 6,8 milioni in dodici mesi, si tratta quindi di una fetta di mercato europeo molto piccola. Fa scalpore come il mercato italiano, da sempre molto attivo negli investimenti immobiliari, stia riscontrando poco successo. Le prospettive per il futuro sembrano convincere che il *real estate crowdfunding* sia uno dei comparti più promettenti in Italia nell'ambito del *crowdinvesting*. Infatti, anche se l'accesso al credito

⁷⁰ GIUDICI G, DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdinvesting*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pag. 54.

per le PMI italiane è tornato ad essere più praticabile dopo la crisi finanziaria, per il comparto dell'edilizia esistono ancora forti difficoltà, il settore può quindi candidarsi a diventare uno strumento complementare ai finanziamenti bancari a disposizione delle PMI nella scelta del mix di finanziamento per i progetti immobiliari⁷¹.

3.2.6 *L'invoice trading, il crowdfunding delle fatture*

Anche se non si può parlare di una vera e propria operazione di raccolta di risorse come per le varie declinazioni dei servizi di *crowdfunding*, nell'ambito del Fintech assume un ruolo importante il cd *invoice trading*, ovvero la cessione di una fattura commerciale in cambio di un anticipo in denaro attraverso una piattaforma online. Rappresentando lo smobilizzo di un'attività è associata agli stessi effetti finanziari, traducendosi in un ingresso di cassa per le imprese. Seguendo il trend internazionale, anche in Italia negli ultimi anni sono nati diversi portali che hanno fatto dell'*invoice trading* uno dei comparti a più alto tasso di crescita nella finanza alternativa per le PMI. Il quadro normativo di riferimento in Italia è dato dagli articoli 1260 ss del c.c., che disciplinano le operazioni di cessione dei crediti in generale⁷². Si tratta di un'operazione comunemente offerta dalle società specializzate nel factoring, che offrono alle imprese l'opportunità di smobilizzare i propri crediti affidandoli a organizzazioni specializzate nella loro gestione.

⁷¹ GIUDICI G., DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdfunding*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pp 54-58.

⁷² La cessione del credito può essere effettuata pro soluto, se il soggetto cedente il credito (la fattura emessa) non garantisce al cessionario la solvibilità del debitore, ma solo l'esistenza e la validità del credito stesso, il rischio di insolvenza è trasferito insieme al credito e il cessionario non potrà esercitare alcuna azione di regresso verso il cedente. La clausola pro solvendo invece, prevede che il cedente risponda dell'eventuale insolvenza del debitore, il quale potrebbe subire una azione di regresso da parte del cessionario. BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 33.

Per un'impresa a corto di liquidità, la possibilità di cedere una fattura commerciale assume un valore tanto maggiore quanto maggiori sono i tempi di pagamento riconosciuti ai clienti. Gioca quindi un ruolo importante il potere contrattuale delle controparti, storicamente più debole per le PMI. Da questo punto di vista infatti, l'Italia è storicamente terreno fertile anche se sono stati fatti notevoli passi avanti nei rapporti *Business-to-Business*. Infatti, il tempo medio di riscossione effettiva delle fatture è sceso a 48 giorni, al pari della Francia, poco più di quanto si riscontra nel Regno Unito (45), molto meglio della Spagna (61 giorni) ma ancora alto è il divario con la Germania (28). Il divario è ancora significativo invece per le commesse verso la Pubblica Amministrazione (67 giorni contro 27 in Germania, 28 nel Regno Unito e 48 in Francia) i cui tempi di recupero coincidono con quelli registrati in Spagna. In Italia i creditori indicano come causa principale del ritardo dei pagamenti probabili problemi finanziari del cliente, ma anche un fattore di intenzionalità del debitore.

La cessione delle fatture commerciali è quindi un'opportunità per il creditore di ottenere un anticipo di cassa e le piattaforme di *invoice trading* offrono questo servizio, utilizzando diversi modelli operativi. Inizialmente l'azienda che intende richiedere l'anticipo della fattura inviata ad un'altra società privata (generalmente le piattaforme non accettano quelle inviate alla Pubblica Amministrazione) consegna al portale la documentazione richiesta. Il gestore della piattaforma seleziona le proposte da accettare verificando sia le caratteristiche della fattura presentata sia quelle dell'impresa debitrice. Superata questa fase istruttoria, vi sono tre modelli operativi: 1) Alcuni operatori agiscono come veri e propri mercati, mettendo in contatto le imprese che vogliono essere finanziate attraverso la cessione di fattura con gli investitori,

organizzando a volte un'asta competitiva che può essere aperta ad una categoria più o meno estesa di investitori. Il gestore guadagna quindi sulle commissioni per il servizio offerto e sono gli investitori ad anticipare a sconto le fatture; 2) Altri operatori acquistano invece direttamente le fatture, proponendo una quotazione definitiva all'impresa. Si tratta di portali che hanno concluso accordi con investitori istituzionali e che tipicamente favoriscono operazioni di cartolarizzazione dei crediti ceduti i quali vengono acquistati direttamente a sconto dalla piattaforma, che a sua volta si finanzia offrendo gli ABS agli investitori; 3) Infine, alcuni portali si focalizzano sulle operazioni di *supply chain finance*, in cui il ruolo chiave è svolto da una grande azienda, che offre ai suoi fornitori (di norma PMI) l'opportunità di cessione della fattura agli investitori accreditati nella piattaforma. Vi è quindi un accordo preventivo tra piattaforma e grande impresa⁷³. 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 anticipa all'impresa cedente una percentuale che di norma può andare dall'85% al 90% mentre il saldo viene liquidato a scadenza.

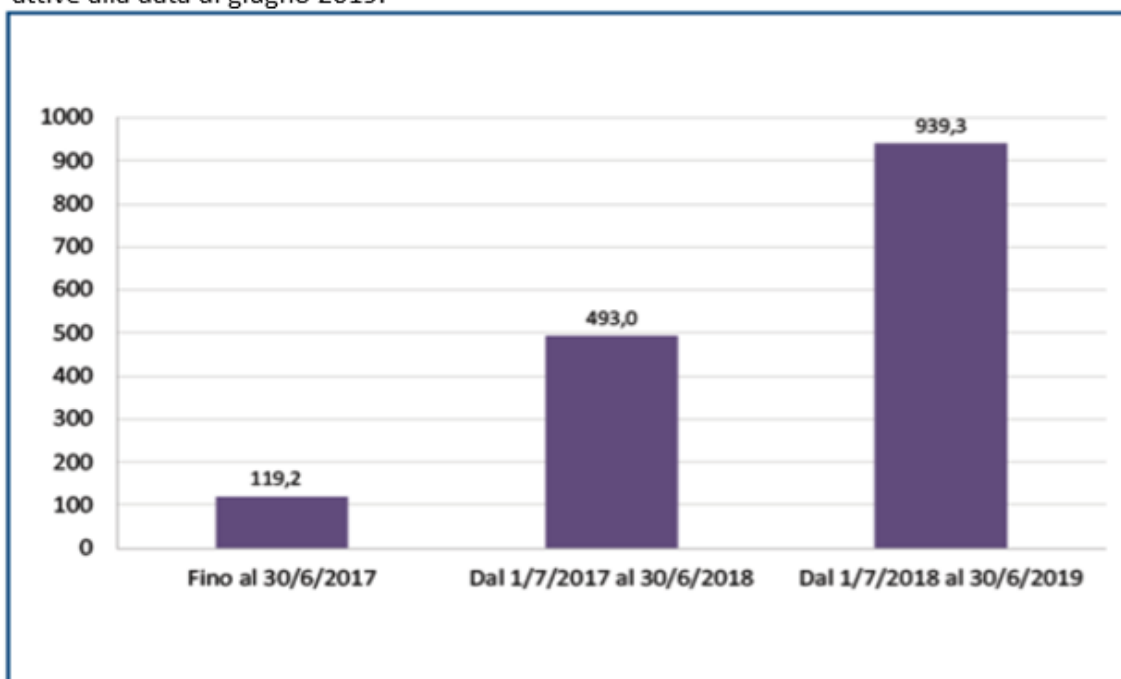
Alla data del 30 giugno 2019, risultavano in Italia 8 operatori attivi nell'*invoice trading*, in aumento di 2 rispetto all'anno precedente⁷⁴. Come riportato da grafico 3.6, il volume delle fatture cedute tramite il sistema dell'*invoice trading* nei dodici mesi precedenti a giugno 2019 è stato pari a quasi 940 milioni, con una crescita del 90% rispetto all'anno

⁷³ Maggiori dettagli su: BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 34.

⁷⁴ Per conoscere tutti gli operatori e le relative caratteristiche consultare: BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 36-38.

precedente. Tenendo conto anche dell'attività degli ultimi due anni il flusso complessivo supera € 1,5 miliardi. Sono cifre rilevanti, ma va anche tenuto conto che la rotazione degli investimenti è abbastanza frequente, le fatture vengono liquidate e il denaro viene reinvestito dopo qualche mese, al contrario delle altre forme di finanza alternativa.

Grafico 3.6 – Ammontare delle fatture cedute da piattaforme di *invoice trading* italiane, attive alla data di giugno 2019.



Fonte: GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 35.

I singoli portali attivi presentano poi delle caratteristiche differenti in merito, ad esempio, all'importo minimo delle fatture accettate, la loro scadenza e al modello di cessione. Il profilo tipico delle imprese finanziate è quello di PMI che trovano difficoltà ad essere affidate da una banca, ad esempio perché escono da procedure come concordati o ottengono commesse di rilevante dimensione, difficilmente finanziabili attraverso i fidi esistenti. Il tasso di interesse praticato non è necessariamente competitivo rispetto a quello praticato dal circuito bancario ma il vantaggio non trascurabile sta nella possibilità di accedere alla liquidità per finanziare il capitale

circolante senza garanzie e nella rapidità di risposta oltre al fatto che la cessione non richiede alcuna segnalazione alla centrale dei rischi del circuito bancario. Per quanto riguarda gli investitori, si tratta di soggetti con un grado di conoscenza finanziaria elevata, come fondi di credito e fondi chiusi. La crescita del mercato potrebbe attirare presto l'attenzione anche di quei soggetti che normalmente prendono in considerazione ticket di investimento non compatibili con la dimensione del mercato italiano dell'*invoice trading* fino ad ora. Allo stesso tempo la cessione delle fatture commerciali si presta ad operazioni di cartolarizzazione, con ABS che avranno come sottostante i crediti stessi e che possono teoricamente essere sottoscritte anche per piccole taglie⁷⁵. Al contrario degli altri comparti della finanza alternativa, dove l'Italia appare in ritardo, i volumi dell'*invoice trading* fanno del nostro Paese il mercato più importante dell'Europa continentale⁷⁶.

3.2.7 I vantaggi del crowdfunding come fonte di finanziamento

Il *Crowdfunding*, indipendentemente dalla tipologia, possiede una serie di vantaggi finanziari e non a beneficio delle PMI. Permette innanzitutto di coinvolgere gli investitori e una moltitudine di soggetti direttamente, consentendo all'impresa promotrice di testare la validità dei propri progetti, rivelandosi di fatto una fonte di finanziamento che

⁷⁵ In Italia uno dei player più rappresentativi in questo ambito è Factor@Work: si tratta di una società italiana fondata nel 2016 che rileva fatture dalle piattaforme di *invoice trading* e le utilizza per creare titoli offerti a investitori istituzionali, con il vantaggio di diversificare il rischio su più crediti. Approfondimento da: BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano.

⁷⁶ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 35-39.

funge anche da potente strumento di marketing. Il *crowdfunding* è una valida alternativa alle altre forme di finanziamento tradizionali come il prestito bancario, che richiede documentazione e trasparenza tale da essere in parte preclusa o difficilmente e non convenientemente accessibile alle PMI e alle società in crescita. Qualsiasi mezzo che consente una diversificazione delle fonti di finanziamento e una minore dipendenza dal prestito bancario, come si evince nel secondo capitolo, non può che essere un bene per le imprese e per il loro equilibrio finanziario. Tale evoluzione del sistema finanziario le renderebbe più competitive, consentirebbe alle PMI di sopperire alla carenza di capitale in fasi di restrizioni dell'offerta di credito bancario e rendendole meno vulnerabili a shock economici, senza considerare che le banche sono sempre meno propense ad assumersi rischi verso le PMI in ragione dei requisiti di capitale imposti dalla nuova regolamentazione⁷⁷.

Per quanto riguarda l'*equity crowdfunding*, il vantaggio più evidente per le PMI è senza dubbio quello di potersi finanziare a titolo di capitale, senza ricorrere a prestiti, il che consentirebbe alle imprese ridurre il loro elevato livello di leverage e di riequilibrare la propria struttura finanziaria colmando il tanto criticato gap patrimoniale. In questo modo il rischio di impresa viene ripartito tra più investitori e l'apertura del capitale a nuovi soci potrebbe portare all'interno dell'azienda persone esperte, con competenze essenziali alla crescita ed allo sviluppo del business. Questo indirettamente, non fa altro che migliorare la capacità di accedere ad ulteriori fonti di finanziamento, compreso il credito bancario, a condizioni più ragionevoli e più agevolmente. In altre parole, l'*equity*

⁷⁷ I vantaggi del crowdfunding: gli aspetti positivi della scelta del crowdfunding. Disponibile al seguente link: <https://www.crowd-funding.cloud/it/i-vantaggi-del-crowdfunding-392.asp>

crowdfunding oltre a reperire risorse aggiuntive per l'impresa a titolo di capitale proprio e quindi in ottica di lungo periodo, potrebbe favorire la raccolta di capitale di debito attraverso un meccanismo di validazione dell'impresa (una sorta di giudizio di rating) che avviene online. In più, una campagna di equity crowdfunding potrebbe essere un primo passo per spianare la strada verso la futura quotazione in borsa. Il buon esito di una campagna infatti, rappresenta un test di mercato sulla bontà del prodotto e del piano di sviluppo che rafforza la credibilità finanziaria dell'emittente⁷⁸.

Di simile natura sono anche i vantaggi riconducibili al *lending crowdfunding*: riduzione del costo di intermediazione bancaria, migliore condizione finanziaria delle imprese, aumento dell'offerta di credito, riduzione della dipendenza al canale bancario. La disintermediazione del credito attraverso l'uso di queste tecnologie consente di ridurre i costi operativi dei gestori delle piattaforme (es. minori oneri di istruttoria e gestione pratiche), con conseguenti benefici tanto per gli investitori in termini di maggiori margini di rendimento, quanto per le imprese richiedenti in termini di costo del debito⁷⁹. Le piattaforme *lending* consentono quindi alle imprese di potersi finanziare a tassi mediamente più bassi rispetto ai canali tradizionali, soprattutto per i prestiti di minore dimensione che difficilmente vengono concessi dalle banche che, per importi contenuti, dovrebbero chiedere interessi molto elevati. Un miglioramento nelle condizioni di finanziamento che rende lo strumento particolarmente attrattivo per le PMI deriva anche dal fatto che il *lending crowdfunding* non richiede garanzie collaterali e che i tempi

⁷⁸ *Vantaggi specifici dell'equity crowdfunding*. Link: <https://www.crowd-funding.cloud/it/vantaggi-specifici-dell-equity-crowdfunding-1147.asp>

⁷⁹ DE LUCA R., LUCIDO N., *Il peer to peer lending: aspetti operativi ed opportunità per aziende e investitori*, 2019, FNC, pag. 21.

di erogazione del prestito sono ridotti in maniera significativa (forse il principale vantaggio), consentendo alle imprese di soddisfare in maniera rapida le proprie esigenze di liquidità. Tutti questi aspetti sono di grande importanza per consentire l'accesso alle risorse finanziarie necessarie per supportare gli investimenti e l'attività di ricerca e sviluppo, soprattutto in circostanze, come quelle delle recenti crisi, in cui i canali tradizionali operano una forte contrazione di prestiti⁸⁰.

La cessione delle fatture infine, è una fonte di finanziamento fondamentale per le imprese, perché consente loro di ottenere risorse immediate per sostenere le esigenze di liquidità senza creare debito. Vendendo i crediti commerciali la situazione debitoria dell'impresa non muta e migliora la sua posizione finanziaria netta. Inoltre, se un'azienda incassa le fatture in tempi brevi perché è riuscita a cederla, pagherà prima i fornitori, generando un effetto benefico sulla filiera. Molte imprese infatti soffrono di problemi derivanti dalle perdite su crediti commerciali e i lunghi tempi di attesa dei pagamenti da parte dei clienti, che sono più alti rispetto alla media europea. Questo fa dell'Italia un paese in cui alle imprese fa molto comodo ricorrere allo sconto di fattura, in tale circostanza l'*invoice trading* consente senz'altro un abbattimento dei costi e una maggiore trasparenza rispetto all'anticipo bancario. La transazione avviene rapidamente e online, la liquidità arriva sul conto dell'impresa in meno di 48 ore mentre il tempo per la concessione di un fido bancario si aggira intorno a tre settimane, dal primo contatto al pagamento dell'acconto trascorrono 6 giorni nel caso di Workinvoice⁸¹ e oltre 60 se ci

⁸⁰ BOFONDI M., *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, marzo 2017, questioni di economia e finanza – occasional paper n.375, Banca d'Italia, pp. 15-21.

⁸¹ La prima piattaforma italiana dedicata allo sconto di fatture online, operativa dal 2015.

si rivolge a una banca⁸². Il ricorso all'*invoice trading* consente poi di godere di uno snellimento della burocrazia, dà la possibilità di portare in sconto anche una singola fattura evitando i limiti del factoring tradizionale che richiede spesso la cessione di un flusso di fatture annuale, consente di beneficiare del fatto che non sono richieste garanzie collaterali né ci sono segnalazioni in centrale dei rischi.

3.2.8 ICOs: le Initial Coin Offerings

Grazie a Internet e alla digitalizzazione, negli ultimi anni si sono affacciati sul mercato nuovi attori e nuovi servizi che in prospettiva possono cambiare radicalmente il modo in cui oggi le PMI gestiscono i pagamenti, stipulano contratti di assicurazione e prestiti, raccolgono capitale. Una delle innovazioni più recenti nel mondo della finanza è stato il fenomeno delle criptovalute come i Bitcoin e le altre monete digitali, le quali sono state utilizzate dapprima come strumento di pagamento e di investimento altamente volatile, poi anche come strumento di raccolta dei capitali totalmente disintermediato rispetto ai canali tradizionali. Si tratta di operazioni che hanno come scopo la raccolta di mezzi finanziari dal grande pubblico sfruttando la tecnologia *blockchain*.

Brevemente, tecnologia *blockchain* prevede fondamentalmente la predisposizione di un registro virtuale, distribuito in una rete che può memorizzare informazioni e dati in merito ad esempio a delle transazioni tra due parti in modo sicuro, verificabile, immutabile e permanente. Ad ogni transazione si aggiunge un "blocco" fino a formare una catena di informazioni crittografate. Una volta scritti dati e informazioni in un

⁸² TOMASICCHIO R., *Invoice trading antirecessione*, settembre 2019, ItaliaOggi, pag.18.

“blocco” non possono essere retroattivamente alterati senza che vengano modificati tutti i blocchi cronologicamente successivi ad esso, cosa possibile solo con il consenso della maggioranza della rete che esprime voto favorevole. In pratica, se un singolo utente volesse modificare un blocco all’interno di una *blockchain* dovrebbe possedere almeno il 51% della capacità computazionale della rete. Ciò non significa che una *blockchain* sia sicura al 100% e infatti alcuni episodi di frode sono avvenuti⁸³. Questa tecnologia è utilizzata come base per la creazione di criptomonete cioè valute digitali la cui implementazione si basa sulla tecnologia *blockchain* per convalidare le transazioni e la generazione di moneta in sé (processo di “mining”). Essa utilizza tecnologie di tipo *peer-to-peer* su reti i cui nodi sono computer di utenti disseminati in tutto il globo. Su questi nodi vengono eseguiti appositi programmi che fungono da portamonete (*wallet*). Non è presente un’ autorità di controllo delle transazioni, le quali avvengono collettivamente, né una gestione centralizzata⁸⁴.

In una Initial Coin Offering (ICO) le criptovalute e la tecnologia della *blockchain* vengono utilizzate per raccogliere capitale destinato a un progetto, attraverso Internet, esattamente come in una campagna di *crowdfunding*, ma con due importanti differenze. Non vi è la necessità di una piattaforma abilitata che selezioni le campagne e non c’è bisogno di un ente terzo che processi il pagamento (esempio una banca che gestisca il bonifico) comportando una totale disintermediazione, con vantaggi collegati ai minori costi ma svantaggi connessi ad esempio alle procedure antiriciclaggio. In una prima fase

⁸³ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 45.

⁸⁴ Per una spiegazione rapida e semplice sui Bitcoin: ALLISIARDI G., *Bitcoin per tutti*, 2018

dell'ICO il team di progetto offre sul mercato virtuale dei "token" una sorta di gettoni rappresentativi della quota di partecipazione all'investimento (metaforicamente come le fiches usate nel poker), che possono essere acquistati in cambio di pagamenti in criptovalute (a volte anche in valute tradizionali). Tutte le informazioni riguardo l'offerta, utili alla valutazione del progetto e dei suoi obiettivi, sono contenute in un documento denominato "*white paper*", creato dai proponenti e che non viene approvato da alcuna autorità di mercato o soggetto terzo⁸⁵.

I token possono essere utilizzati dai contributori in tanti modi, alcune volte danno diritto semplicemente a far parte della community legata al progetto, senza alcuni vantaggi economici particolari. Altre volte possono dare diritto all'utilizzo di un prodotto o di un servizio come potrebbe essere ad esempio un software (si parla in tal caso di *utility token*). Teoricamente potrebbero dare diritto a ricevere anche un vantaggio di natura finanziaria (*security token*), esempio la compartecipazione agli utili del progetto o la remunerazione e rimborso del capitale investito. I token possono essere utilizzati essi stessi come una criptovaluta (*digital currency token*) per acquistare su Internet beni o servizi, e possono anche conferire diritti nel progetto, quali la possibilità di decidere su alcuni aspetti manageriali. I token possono essere facilmente scambiati sul mercato secondario dopo l'ICO grazie alla tecnologia blockchain, un elemento molto vantaggioso rispetto al *crowdfunding*, che invece è un investimento poco liquido. Partecipare ad una ICO comporta elevati rischi di perdere il denaro, perché non vi è nessuna garanzia particolare sugli impegni dichiarati nel "*white paper*", né vi è la possibilità di verificarne

⁸⁵ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 46.

gli aspetti più importanti e molto spesso non esiste nemmeno un veicolo societario già costituito che realizzerà il progetto. Già in giro per il mondo si sono scoperti di casi di offerte truffa o casi di progetti i cui promotori sono spariti nel nulla dopo la raccolta⁸⁶. Per quanto riguarda la regolamentazione le autorità statali che vigilano sui mercati finanziari considerano il tema delle ICOs come una priorità nelle loro agende. L'approccio regolamentare dipenderà dalla ricompensa che è prevista per chi sottoscrive i *token* in un'offerta. Qualora le ICOs dovessero configurarsi come strumento di investimento, si renderebbe necessario applicare le normative in tema di sollecitazione del pubblico risparmio, e quindi essere risulterebbero illegali se organizzate come descritte in precedenza. Il Parlamento Europeo sta esaminando un possibile progetto di regolamentazione delle ICOs e quindi nel frattempo sono consentite solo offerte che non si configurano come investimento finanziario. In Italia i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale sono tenuti a comunicare al Ministero dell'Economia e delle Finanze la loro operatività al fine di cercare di limitarne l'utilizzo per scopi di riciclaggio di denaro. Per questo le aziende e i team italiani che hanno sperimentato il canale di raccolta di una ICO, finora hanno preferito appoggiarsi a giurisdizioni estere, evitando che l'operazione si configurasse come una sollecitazione di investimento verso cittadini italiani. Riconoscendo la validità della tecnologia e le sue potenzialità, la Consob ha però avviato un tavolo di confronto aperto sul Fintech, coinvolgendo anche il mondo accademico. Nel documento di consultazione viene ipotizzata la possibilità per i portali autorizzati di *equity crowdfunding* di ospitare offerte

⁸⁶ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 47.

di token digitali, nonché la necessità di una regolamentazione dei listini secondari dove i *token* vengano scambiati. Si tratta di un mondo ancora poco conosciuto in Italia ma che ad opinione degli esperti di blockchain presenta prospettive future favorevoli.

Il 2017 ha visto una crescita esponenziale nel numero di ICOs e del volume di raccolta a livello mondiale, confermata nel primo semestre 2018 ma poi frenata dall'andamento sfavorevole dei tassi di cambio delle criptovalute e dalla crescente attenzione delle autorità pubbliche. Nel 2017 sono state censite a livello mondiale 552 operazioni, con un controvalore di raccolta pari a circa 7 miliardi di dollari. Nel 2018 sono state individuate più di mille ICOs che hanno raccolto quasi 20 miliardi. Diversi progetti sono balzati agli onori della cronaca per l'elevato importo raccolto e dichiarato, come avvenuto ad esempio per la piattaforma di messaggistica istantanea russa *Telegram* che da sola ha raccolto da 1,7 miliardi di dollari per finanziare il progetto di lancio di una propria criptovaluta⁸⁷. In Italia, nel 2018 erano state registrate 16 operazioni con raccolte positive (tra le raccolte più rilevanti risultavano: Eido con raccolta superiore a 27 milioni di dollari, Thrive con 26 milioni e altre minori), nel 2019 ne sono state individuate solo 5 confermando il clima più tiepido, per una raccolta complessiva pari a 5 milioni, valore in netta caduta. La possibile regolamentazione delle offerte di "cripto-attività" sarà il punto di partenza fondamentale per dare spinta a questo segmento che altrimenti rischia di rimanere paralizzato dalle incertezze regolamentari. In risposta alle richieste di maggiori trasparenza, sicurezza informatica e garanzie per i finanziatori, si vanno diffondendo le Security Token Offerings (STOs), che prevedono le normali

⁸⁷ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp 48-49.

autorizzazioni necessarie per l'offerta di investimenti al pubblico e le Initial Exchange Offerings (IEOs) che sono gestite da una piattaforma terza e non direttamente dai proponenti⁸⁸.

3.3 PMI e la quotazione in Borsa

3.3.1 AIM Italia e l'importanza del ricorso al capitale

La necessità dello sviluppo dei mercati dei capitali è chiaramente un obiettivo cruciale per l'economia dell'Unione Europea, considerato che le dimensioni di tali mercati sono positivamente correlate con lo sviluppo economico dei paesi. Negli Stati membri in cui i mercati dei capitali e, in particolare i mercati azionari, sono poco sviluppati, la crescita si pone sempre al di sotto della media. Le PMI si trovano tuttavia ad affrontare elevati costi di quotazione e requisiti stringenti quando si rivolgono ai mercati regolamentati per accedere al debito e al finanziamento azionario e, per tale motivo, sono state istituite delle piattaforme di crescita specializzate (degli MTF), introdotti con la MIFID, e gli SME Growth Market che assicurano un approccio proporzionato relativamente all'accesso, permanenza, regolamentazione e vigilanza al fine di incoraggiare le IPO da parte delle PMI⁸⁹.

⁸⁸ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 50.

⁸⁹ PLATTNER L., *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, settembre 2018, Relazione al XXXII Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine" su problemi attuali di diritto e procedura civile, Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?, pp. 1-2.

Negli ultimi anni, gli appelli volti ad agevolare la formazione di un mercato dei capitali tramite incentivi da parte del legislatore sono stati presi in considerazione, Confindustria e Borsa Italiana da tempo perseguono obiettivi comuni quali la necessità di supportare la crescita delle imprese italiane, di favorirne competitività e patrimonializzazione. È nel segno di questa collaborazione che, il 1° marzo del 2012 è stato lanciato AIM Italia (Alternative Investment Market, è un MTF), il mercato di Borsa Italiana dedicato alle PMI ad alto potenziale di crescita. In realtà, l'AIM è nato nel 1995 nel Regno Unito (AIM UK) ed è arrivato in Italia nel 2008 dopo l'acquisizione di Borsa Italiana da parte di London Stock Exchange, è stato presentato ufficialmente a giugno 2009 e nel 2012 vi è stato l'accorpamento con il MAC segnando l'avvio definitivo di questo mercato.

La rilevanza del tessuto imprenditoriale delle PMI italiane, che costituiscono la struttura portante del nostro sistema produttivo, trova conferma dal confronto con le altre economie europee: l'Italia infatti ha il più ampio bacino di società di piccola e media dimensione e il valore aggiunto da esse creato si posiziona al secondo posto a livello europeo. L'accesso al capitale di rischio offerto dai mercati e destinato al finanziamento degli investimenti è un volano di crescita per ogni impresa e per le nostre PMI.

AIM Italia offre alle imprese una combinazione unica di vantaggi, si basa su un regolamento flessibile, concepito per offrire un percorso semplificato alla quotazione e al tempo stesso adempimenti post-quotazione calibrati sulla struttura delle piccole e medie imprese. In soli 10 giorni Borsa Italiana è in grado di ammettere un'azienda, con una notevole riduzione dei tempi previsti rispetto alla quotazione su MTA (mercato telematico azionario) o sugli altri mercati, anche se è ragionevole aspettarsi un tempo minimo di processo di IPO di 3-4 mesi per AIM Italia (di 6-8 mesi per MTA) senza

considerare le attività pre-quotazione (due diligence e altre valutazioni)⁹⁰. Dopo la quotazione su AIM Italia, così come durante tutto il processo di quotazione, la società viene supportata dal Nomad, il quale fornisce le informazioni economico-finanziarie dell'impresa attraverso la pubblicazione del bilancio e la relazione semestrale, oltre a tutte le informazioni price sensitive che potrebbero avere impatto sui risultati futuri e sull'andamento del titolo. Il Nomad è il consulente che accompagna la società durante la fase di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato. Il ruolo del Nomad è supportare la società negli adempimenti derivanti dallo status di società quotata, garantire la trasparenza informativa nei confronti degli investitori e mantenere la reputazione del mercato a beneficio delle stesse società quotate⁹¹.

AIM Italia presenta criteri di ammissione ridotti, non è prevista una dimensione minima o massima della società in termini di capitalizzazione e, per quanto riguarda il flottante⁹² è sufficiente una soglia minima del 10%, una somma irrisoria che consentirebbe agli imprenditori di non rinunciare al controllo assoluto della propria azienda. Non sono previsti requisiti particolari in tema di corporate governance (come si può notare dalla figura 3.1 non è necessario istituire un comitato di controllo o nominare un

⁹⁰ AIM Italia, *il mercato per fare impresa*, ottobre 2013, Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group, pag. 1.

⁹¹ Il Nomad è una figura centrale per AIM Italia. I Nomad devono essere ammessi da Borsa Italiana e sono iscritti in un apposito registro. Può essere una banca d'affari, un intermediario o una società che opera prevalentemente nel settore corporate finance; deve valutare l'appropriatezza della società ai fini dell'ammissione al mercato, supportarla nel mantenere un profilo adeguato di trasparenza informativa nei confronti degli investitori, far rispettare alla società le regole derivanti dalla quotazione su AIM Italia. Fonte: www.borsaitaliana.it - mercati e quotazione - Aim Italia - gli advisor.

⁹² Con il termine flottante si indica il numero di azioni emesse da una società che sono disponibili alla negoziazione, vale a dire non rappresentative delle partecipazioni di controllo o di quelle che si presuppone siano detenute in una logica di medio/lungo termine. Rappresenta la parte del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario. Nel computo di questa quota non si tiene conto delle partecipazioni azionarie di controllo, di quelle vincolate da patti parasociali e di quelle soggette a vincoli alla trasferibilità. Fonte: www.borsaitaliana.it - *flottante azioni: cos'è e come si calcola*.

amministratore indipendente ecc...) così come non sono previsti requisiti economico-finanziari specifici. Addirittura, non è necessariamente richiesto il bilancio d'esercizio, né le imprese sono obbligate a cambiare i principi contabili adottati, qualora queste utilizzano quelli italiani, inoltre non è richiesta la predisposizione del prospetto informativo ma quella di un apposito documento di ammissione semplificato⁹³. Da figura 3.1 si può notare come i requisiti siano meno stringenti rispetto a MTA e soprattutto rispetto al segmento STAR⁹⁴.

Fig. 3.1 – Requisiti formali in fase di IPO

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Flottante	25%	35%	10%
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Principalmente Istituzionale
Altri documenti	Prospetto informativo / SCG / Piano Industriale	Prospetto informativo / SCG / Piano Industriale / QMAT	Documento di ammissione
Market Cap (€)	Min € 40 m	Min € 40 m – Max 1 bn	Nessun requisito formale
CDA (n. indipendenti)	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	Nessun requisito formale
Comitato Controllo e Rischi	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Comitato Remunerazione	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio	Nessun requisito formale
Incentivi al top management	Raccomandato (Codice di Corp. Gov.)	Obbligatorio (Remun. legata a performance)	Nessun requisito formale
Investor relator	Raccomandato	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale Advisor	Sponsor / Global coordinator	Sponsor / Global coordinator	Nomad

Fonte: Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group

⁹³ AIM Italia, *il mercato per fare impresa*, ottobre 2013, Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group, pp. 2-4.

⁹⁴ Il segmento STAR del Mercato MTA di Borsa Italiana è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di: alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa, alta liquidità (35% minimo di flottante), corporate governance (l'insieme delle regole che determinano la gestione dell'azienda) allineata agli standard internazionali. Gli investitori istituzionali italiani ed esteri, come anche i piccoli risparmiatori, apprezzano la qualità del segmento STAR e delle società quotate. Approfondimento disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/home-star/segmento-star.htm>

Per quanto riguarda invece i requisiti post quotazione, cioè gli obblighi che l'impresa dovrà rispettare una volta ammessa a listino, sono indicati in figura 3.2. La situazione è differente perché quando si tratta di tutelare gli investitori è difficile che si possa beneficiare di particolari sconti. Alle PMI quotate in AIM non viene applicata la disciplina del TUF relativa alle OPA (preventiva, obbligatoria e residuale) ma è prevista solo l'OPA statutaria e l'unico beneficio in termini di informativa verso gli investitori riguarda l'esenzione dall'obbligo di presentare dati trimestrali. È necessaria la figura del *liquidity provider*, che prende il nome di *specialist*, il quale svolge la funzione di sostenere la liquidità del titolo sul mercato esponendo in modo continuativo sul mercato, delle proposte di acquisto o di vendita. Il ruolo di *Specialist*, *Global Coordinator* e *Nomad* può essere svolto dallo stesso soggetto se in possesso dei requisiti richiesti.

Fig. 3.2 – Requisiti on going

	MTA	Segmento STAR	AIM Italia
Codice di Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo
Specialist	Facoltativo (liquidity provider)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider)
Informativa	Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (TUF e Regolamento Emittenti)		Necessario price sensitive e operazioni straordinarie (MAR e Regolamento AIM)
OPA	TUF – 30% per obbligatoria (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva , 90%-95% per residuale		OPA Statutaria
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi		Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	Non obbligatori	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre	Non obbligatori
Dati semestrali	Si – entro 90 giorni da chiusura semestre	Si – entro 75 giorni da chiusura semestre	Si – entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	Si – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	Si – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Si – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Fonte: Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group

Oltre al NOMAD e lo *specialist*, vi sono altri soggetti che intervengono nel processo di quotazione in AIM come il *Global Coordinator*, intermediario che partecipa con il compito di collocare i titoli della società sul mercato, dopo aver definito con quest'ultima

la tipologia di investitori target, il prezzo più adeguato e la strategia da adottare per il collocamento. Svolge peraltro un ruolo di coordinamento di tutta l'operazione in collaborazione con il Nomad tant'è vero che le due funzioni possono essere ricoperte dallo stesso intermediario. Vi sono poi gli Advisor legali e fiscali che intervengono nel processo di quotazione con il compito di consigliare i propri clienti in merito agli aspetti legali, fiscali e contrattuali connessi al processo di quotazione, predisponendo in particolare il documento di ammissione ed effettuando le due diligence legali e fiscali. Gli advisor finanziari coadiuvano la società nella valutazione di fattibilità dell'intera operazione oltre che nella realizzazione del business plan⁹⁵. Infine, vi è la società di revisione che oltre a verificare i dati dell'ultimo bilancio della società effettua un'attività di controllo sull'attendibilità del contenuto del business plan ed una valutazione della solvibilità dell'emittente mediante l'emissione di un apposito report.

I benefici della quotazione sono molteplici, permette alla società di raccogliere risorse per finanziare i nuovi progetti di crescita ed essere competitiva, migliora lo status e la credibilità nei confronti dei vari stakeholders (clienti, fornitori, competitor, banche), la società adotta nuove *best practice* dal momento che accetta i regolamenti AIM e dovrà rispondere a requisiti di trasparenza, pubblicare ricerche, rispettare i requisiti sostanziali e formali e ciò rappresenta un fatto positivo per il mercato. La quotazione contribuisce ad ampliare l'orizzonte e la dimensione internazionale della società, permette poi di attribuire un valore oggettivo alla stessa attraverso il *pricing* delle sue azioni, permette di rendere le proprie performance misurabili dal mercato, con conseguente

⁹⁵ RIGHINI A., TAMBALO M., "AIM Italia", *il mercato borsistico per le PMI*, giugno 2016, il commercialista veneto n.231., pp.7-8.

rivalutazione o svalutazione del valore aziendale. Ancora, consente di implementare il *know how* aziendale in quanto con la quotazione e il progressivo apprezzamento del mercato, l'impresa attrae l'interesse lavorativo di personale talentuoso e di manager professionisti. I vantaggi della quotazione sono anche altri ed includono una riduzione della dipendenza dal finanziamento bancario, un più alto grado di diversificazione degli investitori, un più facile accesso al capitale azionario aggiuntivo e di debito e un più alto profilo pubblico e riconoscimento del marchio. La quotazione infine, rappresenta un segnale della qualità dell'emittente riducendo il rischio di selezione avversa dovuta alla asimmetria informativa tra società e investitore/finanziatore che aumenta la capacità di raccolta di risorse finanziarie⁹⁶.

Nonostante le agevolazioni messe in atto, le imprese italiane sono ancora abbastanza restie alla quotazione. Il sistema economico e produttivo italiano costituito quasi esclusivamente da PMI ha fatto sì che si sviluppasse un modello di tipo "relazionale" e una logica localistica che si è riflessa anche sulle scelte di finanziamento dell'impresa stessa. Quando le risorse della famiglia proprietaria e l'autofinanziamento sono diventati insufficienti per alimentare il fabbisogno finanziario generato dalla crescita, sono state colmate con il ricorso al credito bancario presso gli istituti di credito locali. La dimensione ridotta delle imprese e la natura familiare della proprietà hanno spesso reso gli imprenditori restii ad aprire il capitale all'ingresso di nuovi soci finanziatori. Tuttavia, la motivazione della scarsa propensione alla quotazione delle PMI va rintracciata non solo nel pericolo della perdita del controllo, ma anche nelle carenze culturali degli

⁹⁶ LAMBIASE A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, Milano, FrancoAngeli, 2016, pag. 36.

imprenditori, nella mancata consapevolezza dell'esistenza di fonti alternative di finanziamento, nella maggior convenienza del credito bancario in ottica di costi da sostenere nel breve periodo, negli aspetti fiscali disincentivanti, nei costi di quotazione e di adeguamento dei sistemi organizzativi per potersi quotare, e nello scarso sviluppo dei mercati finanziari dedicati alle PMI⁹⁷.

Questa diffidenza ha purtroppo implicato elevati costi in termini di minor crescita e redditività in periodi di espansione e maggiore vulnerabilità finanziaria delle PMI italiane in situazioni di crisi, come ci ha dimostrato la crisi economico-finanziaria. Come conseguenza vi sono stati numerosi fallimenti avvenuti dal 2008 in poi, a causa dei quali si è registrato un calo in tutta Europa del numero delle nuove quotazioni di PMI, passando da una media annua di 300 nuove IPO per il periodo 2005-2007 ad una media di 172 del 2016. Nel periodo precrisi la raccolta media annuale europea di capitali sui mercati dedicati alle PMI attraverso IPO è stata di 11 miliardi di euro annuo, importo sceso a 2,8 miliardi di euro medi negli anni che vanno dal 2008 al 2015. Tale problema è stato particolarmente sentito in Italia che è infatti uno dei paesi più avanzati in cui la borsa è meno rappresentativa del tessuto imprenditoriale. L'Italia, con riferimento al 2017, presentava un rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL pari al 37% contro un rapporto pari al 128% del Regno Unito, al 100% della Francia, al 58% della Germania⁹⁸. La ristrettezza del mercato finanziario italiano è dovuta non solo all'esiguo numero di imprese quotate nella borsa italiana ma anche alla minore dimensione delle imprese

⁹⁷ ALVARO S., CASELLI S., D'ERAMO D., *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, dicembre 2018, CONSOB, pp. 6-7.

⁹⁸ ALVARO S., CASELLI S., D'ERAMO D., *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, dicembre 2018, CONSOB, pag. 8.

quotate. Questo fatto rappresenta un grave handicap per il nostro Paese se solo si considera che le PMI neo-quotate superano le analoghe società non quotate in termini di tassi di crescita dell'attivo annuale, di aumento della forza lavoro, di fatturato di investimenti e di rafforzamento patrimoniale, come dimostrano i dati Banca d'Italia⁹⁹. I dati mostrano che le imprese quotate sono caratterizzate da elevati tassi di sviluppo che la quotazione aiuta a mantenere nel tempo, il fatturato cresce del 18% annuo dopo la quotazione a fronte di un dato medio del 7% per le PMI che rinunciano a tale scelta, anche se vi è da dire che il dato è interpretabile, considerando che le imprese spesso scelgono di quotarsi proprio perché stanno affrontando una fase di sviluppo. Tuttavia, 4 imprese su 5 dichiarano che senza la quotazione il tasso di sviluppo aziendale sarebbe stato inferiore. In corrispondenza dell'accesso al mercato azionario le imprese effettuano significativi investimenti e il tasso di investimento annuo passa dal 15% pre-quotazione al 23% negli anni successivi. Anche quest'ultimo dato potrebbe trarre in inganno, in quanto spesso le imprese si quotano proprio per trovare risorse necessarie a finanziare investimenti che avevano già progettato di fare, quindi potrebbe essere l'investimento la causa della quotazione e non viceversa.

Come accennato, uno dei motivi che fermano le PMI, e in generale tutte le imprese, dal quotarsi è il forte peso dei costi iniziali che vengono considerati spesso superiori ai potenziali benefici. Una riduzione dei costi di accesso consentirebbe a un maggior numero di imprese di raccogliere capitali sui mercati. Secondo recenti stime, i costi di quotazione variano a seconda dell'ammontare di risorse raccolto con l'IPO, dal 10 al 15%

⁹⁹ ALVARO S., CASELLI S., D'ERAMO D., *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, dicembre 2018, CONSOB, pag.9

in caso di un'offerta inferiore a 6 milioni di euro, dal 6 al 10% per le offerte inferiori a 50 milioni di euro, dal 5 all'8% per le offerte comprese tra 50 e 100 milioni di euro e tra il 3 e il 5% per le offerte superiori a 100 milioni di euro¹⁰⁰. Vi sono costi variabili, che variano in base alla dimensione dell'offerta come il costo del collocamento titoli (effettuato *global coordinator*) il quale viene calcolato in percentuale sul capitale raccolto. I costi fissi invece, sono quelli da sostenere per preparare la società alla quotazione in Borsa, riconducibili ai compensi spettanti ai vari consulenti (*Sponsor/Nomad, consulenti legali, revisori e altri eventuali consulenti*) o per modificare i sistemi di *corporate governance* migliorare i sistemi informativi o di controllo di gestione. Tuttavia, i costi di quotazione sono da considerarsi investimenti e non veri e propri costi, spesso necessari per migliorare la capacità competitiva e affrontare le sfide della crescita internazionale. Il loro sostenimento consente di aumentare la credibilità e il prestigio dell'azienda vista l'appartenenza a un mercato importante e aumentare la liquidità del titolo grazie all'ampia platea di investitori. Diversamente dal finanziamento bancario inoltre, i costi di quotazione si sostengono una sola volta, ma danno accesso al canale di finanziamento del mercato in via permanente. Questo dovrebbe bastare a convincere un'impresa a fare il salto di qualità se si considera che il legislatore italiano, con la Legge di Bilancio 2018 (L. 27 dicembre 2017, n. 205), ha concesso un credito d'imposta alle PMI che si quotano su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione (AIM). Il credito di imposta è stato riconosciuto nella

¹⁰⁰ PLATTNER L., *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, settembre 2018, Relazione al XXXII Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine" su problemi attuali di diritto e procedura civile, Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?, pp. 10-11

misura del 50% dei costi di consulenza sostenuti dalla PMI (sino al 31 dicembre 2020) e per un importo massimo di 500 mila euro, utilizzabile esclusivamente in compensazione a decorrere dal periodo successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione¹⁰¹.

Nell'ambito delle iniziative nazionali funzionali a dare stimolo alla crescita delle PMI vanno menzionati anche, il progetto Elite di Borsa Italiana S.p.a. Con il Progetto Elite, Borsa Italiana (in collaborazione con il MEF, Cassa Depositi e Prestiti, Confindustria, ABI, London Stock Exchange) ha dato vita nel 2012 ad una piattaforma di servizi integrati con l'obiettivo di supportare, promuovere lo sviluppo organizzativo e manageriale delle PMI, conoscere i mercati internazionali e gli investitori. Il Progetto Elite prevede una ricerca e selezione delle migliori imprese italiane potenzialmente quotabili seguita da una attività di educazione per poi mettere a loro disposizione competenze industriali, finanziarie e organizzative al fine di consentire alle stesse di accedere con maggiore successo ai mercati internazionali e a numerose fonti di finanziamento (sistema bancario, private equity, private debt, emissione di bond, ecc.)¹⁰².

3.3.2 I numeri di AIM Italia e il contributo dei PIR al suo sviluppo

Un'importante iniziativa adottata dal legislatore italiano sul piano fiscale è stata quella in tema di Piani Individuali di Risparmio (PIR) dedicati alle PMI. In Italia, i PIR sono stati introdotti dalla Legge 232/2016 (Legge di Bilancio 2017) e, tecnicamente, si tratta di una sorta di "contenitore fiscale" intestato a una persona fisica, che può prendere la forma

¹⁰¹ ALVARO S., CASELLI S., D'ERAMO D., *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, dicembre 2018, CONSOB, pag. 30.

¹⁰² ALVARO S., CASELLI S., D'ERAMO D., *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, dicembre 2018, CONSOB, pp. 34-36.

di un deposito titoli, una gestione patrimoniale, un contratto assicurativo o un OICR (fondo comune o SICAV), al quale viene riservata l'esenzione fiscale sulle rendite finanziarie (dividendi, interessi, capital gain)¹⁰³. Attraverso i PIR i risparmiatori persone fisiche che indirizzano le loro risorse verso strumenti finanziari di imprese italiane ed europee radicate nel territorio italiano, beneficiano della completa esenzione dalle imposte sui proventi derivanti da tali investimenti, compresa l'esenzione dall'imposta di successione. Sono destinati unicamente ai privati per incoraggiare l'investimento di medio-lungo termine delle famiglie italiane in favore dell'economia reale. Per potere beneficiare dell'esenzione occorre però rispettare alcuni vincoli di investimento:

- un ammontare pari almeno al 70% del valore complessivo del PIR deve essere investito in strumenti finanziari (obbligazioni o azioni, quotati o non nei mercati regolamentati o negli MTF) emessi da imprese residenti in Italia o in Stati aderenti allo Spazio Economico Europeo (SEE) aventi stabile organizzazione in Italia. Di questo 70%, non meno del 30% (quindi almeno il 21% del totale PIR) deve essere investito in titoli che non appartengono all'indice FTSE MIB o ad indici comparabili ad altri listini europei regolamentati;
- il patrimonio del PIR non può essere investito per una quota superiore al 10% del suo valore complessivo in strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente o da altra società del medesimo gruppo o in depositi e conti correnti;

¹⁰³ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, Box. di approfondimento 6.3.

- gli strumenti finanziari devono essere detenuti per almeno 5 anni e l'investimento delle somme in essi contenuti non devono riguardare partecipazioni azionarie qualificate¹⁰⁴;

- l'investimento annuale per ogni singolo investitore non deve essere superiore a 30.000 euro, fino ad un limite massimo complessivo di 150.000 euro (non per fondi pensione).

In caso di mancato rispetto di tali limiti sono dovute le ordinarie imposte sui redditi percepiti dall'investitore, aumentate degli interessi¹⁰⁵. Il risparmiatore dovrà versare la normale tassazione del 26% su quanto ha guadagnato, sia in termini di capital gain che sui dividendi percepiti.

Gli obiettivi del Governo erano quelli di offrire maggiori opportunità di rendimento alle famiglie, aumentare le opportunità delle imprese di ottenere risorse finanziarie per investimenti di lungo termine e favorire lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali destinando risorse all'economia reale. Inizialmente i PIR hanno avuto un grande successo (€ 10,9 miliardi raccolti nel 2017) ma le risorse sono state investite dai gestori più che altro in titoli di società quotate (anche AIM) mentre è stato minore l'impatto sulle forme di finanziamento alternative che rappresentano attività illiquide non appetibili per i fondi, soprattutto aperti (esempio verso i fondi private equity o venture).

Con l'obiettivo di correggere questa tendenza, la Legge di Bilancio 2019 (L. 145/2018) aveva introdotto i PIR 2.0 stabilendo che la quota del 70% (il restante 30% non ha vincoli)

¹⁰⁴ Per partecipazioni qualificate si intendono quelle azioni (diverse dalle azioni di risparmio) e quelle tipologie di partecipazione al capitale di una società tali che:

- incorporano una quota maggiore al 2% dei diritti di voto in assemblea ordinaria oppure il 5% del patrimonio o del capitale, nel caso di società quotate;
- incorporano una quota maggiore al 20% dei diritti di voto in assemblea ordinaria oppure il 25% del patrimonio o del capitale, nel caso di società non quotate;
- superano il 25% del patrimonio, nel caso di società di persone.

Fonte: approfondimenti – borsaitaliana.it

¹⁰⁵ ALVARO S., CASELLI S., D'ERAMO D., *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, dicembre 2018, CONSOB, pp. 31-33.

deve essere investita per almeno il 5% (3,5% del totale PIR) in strumenti finanziari emessi da PMI ammesse alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione, come AIM Italia e ExtraMOT PRO 3. Un altro 5% (3,5% del totale PIR) in quote o azioni di fondi di venture capital. L'effetto è stato disastroso sull'industria viste le difficoltà dei gestori di rispettare queste limitazioni e, nei fatti, si è registrato un drastico calo nella raccolta di risorse da parte dei PIR dovuto alla più stringente normativa¹⁰⁶. Al fine di far ripartire un mercato fermo, dal 2020 partono i PIR 3.0 che eliminano alcuni vincoli previsti nel 2019 e ritornano in parte alle origini, vi sarà l'obbligo di destinare il 3,5% del patrimonio dei PIR (5% del 70%) in strumenti finanziari di aziende non rappresentate nel FtseMib e nel FtseMid Cap (cioè da investire in SmallCap), eliminando di conseguenza il vincolo di investimento nel venture capital.

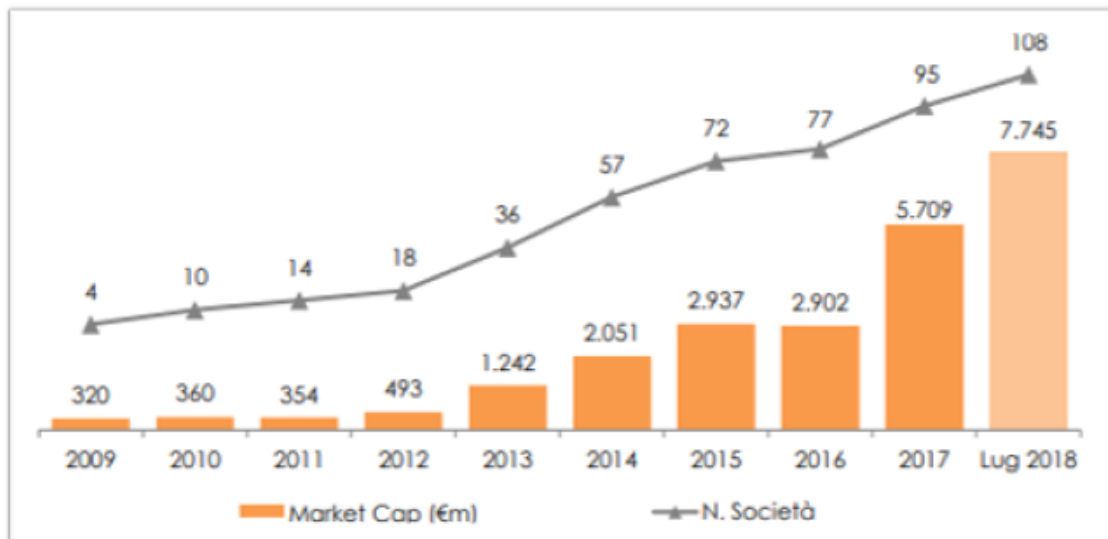
In generale, l'iniziativa dei PIR ha consentito un forte sviluppo del mercato AIM ed ha aumentato la propensione delle nostre società piccole e medie a valutare l'apertura ai capitali esterni. Dal grafico 3.7, si nota come prima dell'introduzione dei PIR il mercato AIM Italia era sostanzialmente cresciuto poco, mentre nel corso del 2017 ha fatto registrare ben 24 nuove IPO con un raddoppio della capitalizzazione totale rispetto al 2016¹⁰⁷. Non che questa esplosione sia dovuta esclusivamente ai PIR, in quanto il AIM ha avuto la possibilità di farsi conoscere meglio nel corso del tempo e di beneficiare della ripresa economica, ma di certo i PIR hanno dato un buon contributo e sono degli strumenti su cui puntare. Il trend si è confermando anche nel corso del 2018 in quanto

¹⁰⁶ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, Box. di approfondimento 6.3.

¹⁰⁷ LAMBIASE A., *Le principali evidenze: risultati, liquidità e governance*, OSSERVATORIO AIM ITALIA a cura di IR Top Consulting, 25 luglio 2018, pag.12.

le società quotate erano divenute 108 e la capitalizzazione complessiva aveva superato la cifra di 7,7 miliardi di euro (grafico 3.7). Secondo l'Osservatorio AIM di IR Top

Grafico 3.7 – evoluzione della capitalizzazione e del numero di società i AIM



Fonte: LAMBIASE A., *Le principali evidenze: risultati, liquidità e governance*, OSSERVATORIO AIM ITALIA a cura di IR Top Consulting, 25 luglio 2018, pag. 12

Consulting, centro di analisi di riferimento per il mercato azionario delle PMI, negli ultimi anni il mercato AIM ha registrato il maggior numero di collocamenti: nel 2019 è diventato il primo hub finanziario europeo per numero di nuove società quotate tra i mercati non regolamentati, segnando un nuovo record con 35 nuove quotazioni, di cui 31 IPO e 4 ammissioni post *business combination* tramite SPAC. Al 31 dicembre 2019, AIM Italia conta 132 società, presenta una capitalizzazione di 7,6 miliardi. In 10 anni sono approdate su AIM Italia un totale 183 società, delle quali alcune hanno effettuato il passaggio in MTA o STAR mentre per altre è avvenuto un delisting¹⁰⁸. Dando uno sguardo più ampio all'Unione Europea, sono oltre 2.000 le società quotate nei mercati dedicati alle PMI, con una capitalizzazione superiore a 100 miliardi di euro. Il Regno Unito ha il

¹⁰⁸ AIM Italia focus 2019: analisi IPO 2019, raccolta capitali, dati e statistiche, 8 gennaio 2020, IRTOP Consulting, pag. 1.

mercato (AIM UK) più attivo con un totale di 656 IPO dal 2007 a inizio 2017, per una raccolta totale pari 21,4 miliardi e 942 emittenti quotati a tale data. Nel 2017 sono sbarcate su AIM UK 48 società per una raccolta di 2,165 miliardi, in Svezia e nei paesi nordici e baltici è particolarmente attivo Nasdaq First Nord, che nel 2017 ha raccolto 2,3 miliardi di euro tramite 85 quotazioni e conta ora su 338 emittenti e sugli stessi numeri viaggiano i mercati per le PMI di Germania, Francia e Spagna. Confrontando i dati 2017, AIM Italia ha accolto 24 nuovi emittenti nel 2017 per una raccolta di 1,206 miliardi ed ha registrato una raccolta complessiva, dal 2009 al 2018, pari a oltre 4 miliardi di euro¹⁰⁹. È evidente il gap con il Regno Unito, ma anche con molti altri paesi UE, c'è ancora molto da fare per spingere le imprese al ricorso alla quotazione. Tuttavia, nel triennio 2020-2022, si pensa che i PIR di terza generazione potranno avere un impatto stimato di 3 miliardi di euro su AIM Italia, comportare una crescita del 30% medio annuo del numero di nuove IPO¹¹⁰.

3.4 Private equity, Private debt e veicoli societari

3.4.1 Il settore del private equity a sostegno dell'economia

Il *private equity* è un'attività finanziaria attraverso la quale un investitore professionale (banche, assicurazioni, fondi di fondi, family office, fondi pensione, SICAV che quindi

¹⁰⁹ PLATTNER L., *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, settembre 2018, Relazione al XXXII Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine" su problemi attuali di diritto e procedura civile, Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?, pp. 2-3.

¹¹⁰ TRAPPOLINI A., *Boom delle Ipo su AIM Italia con i Pir 3.0. I numeri dell'Osservatorio*, Focus Risparmio, Gennaio 2020. Disponibile su: <https://www.focusrisparmio.com/news/pir-terza-generazione-aim-italia-previsione-ipo-osservatorio-irtopconsulting>

indirettamente investono il risparmio privato) rileva quote del capitale di rischio di un'impresa tipicamente non quotata in Borsa, il che può avvenire mediante due modalità: acquisendo azioni esistenti direttamente dai suoi soci (*buyout*) oppure sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando quindi nuove risorse all'interno della società target. L'obiettivo fondamentale perseguito da questi investitori è quello di realizzare, nel medio termine, un importante guadagno in capitale (plusvalenza finanziaria derivante dal *capital gain*) attraverso la valorizzazione della partecipazione. Gli investimenti in *private equity* raggruppano un ampio numero di diverse tipologie di operazioni a seconda della fase del ciclo di vita dell'azienda target e della tecnica di investimento usata. Tra le operazioni di *private equity*, una categoria peculiare è il *venture capital*, il cui target di investimento è rappresentato esclusivamente da un'impresa in fase di costituzione (*seed*) o in un settore ad alto potenziale di crescita (*start-up*). Borsa Italiana definisce il *venture capital* come "una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (*high grow companies*) che si trovano nella fase di start up, effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa". Pur riferendosi a differenti fasi del ciclo di vita di un'impresa, il *private equity* e il *venture capital* condividono lo stesso DNA, fornire capitale per sviluppare l'impresa e creare valore¹¹¹. Le attività di VC e PE non comportano unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma riguardano anche una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea

¹¹¹ *Glossario finanziario: venture capital*. Disponibile sul sito ufficiale di Borsa Italiana, al seguente link: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>

imprenditoriale. L'operatore partecipa alle decisioni strategiche dell'impresa apportando le proprie conoscenze ed esperienze professionali e manageriali lasciando all'imprenditore e al management la gestione operativa. Lo stesso investitore istituzionale può essere una figura di prestigio dell'ambiente finanziario che garantisce notorietà per l'azienda stessa facendo sì che il mercato manifesti fiducia nella società al momento della sua eventuale quotazione¹¹².

Nel PE distinguiamo poi le operazioni di *early stage financing* se l'impresa è nata da poco e necessita capitali per finanziare gli investimenti e arrivare al mercato (comprende le operazioni di *seed* e quelle di *startup*¹¹³), di *expansion financing* se l'impresa ha già iniziato a vendere i suoi prodotti o servizi e si cercano capitali per consolidare ed accelerare la crescita in atto. Gli investitori professionali nel capitale di rischio intervengono anche in operazioni dedicate alla ristrutturazione di imprese in crisi (*turnaround*) oppure effettuano investimenti "ponte" in capitale di rischio finalizzati all'agevolazione di importanti operazioni straordinarie, come fusioni e acquisizioni o per creare le condizioni necessarie alla successiva quotazione in borsa (*bridge financing*)¹¹⁴.

La fase di disinvestimento (*exit*) è cruciale e delicata per gli investitori tanto che viene già pianificata nella fase di negoziazione dell'investimento. Avviene il più delle volte qualche anno dopo l'entrata (di norma tra i 5 e i 12 anni) con la cessione delle azioni

¹¹² BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 50-51.

¹¹³ Gli investimenti di seed capital sono orientati a finanziare le prime fasi di sviluppo di un business o di un brevetto tecnologico; Gli investimenti di start up sono invece volti a finanziare la fase di avvio dell'impresa, fornendo il capitale iniziale e l'organizzazione amministrativa e/o commerciale quando, ad esempio, è stato già sviluppato un brevetto.

¹¹⁴ *iFinance - Guida agli strumenti di finanza innovativa a supporto della crescita e sviluppo*, Confindustria Ancona, 2018, pag. 22.

(*trade sale*) ad un altro investitore, ad esempio una grande impresa o un altro soggetto del mondo private equity o all'imprenditore stesso il quale può essere interessato a riscattare la quota del capitale ceduta o ancora con la quotazione in Borsa (con un'IPO, attraverso la quale le azioni verranno cedute al pubblico dei risparmiatori per costituire il capitale flottante). Come precisato il principale obiettivo degli investitori è quello di ottenere un capital gain sulla vendita delle azioni o quote della società ma esistono tipologie di player mossi anche da altri obiettivi, ad esempio per creare sinergie con le proprie attività o quelle di altre società (corporate venture capital). Esistono poi soggetti pubblici che stanziavano risorse per gli investimenti con l'obiettivo di creare innovazione, posti di lavoro, nuove imprese e contribuire alla crescita economica¹¹⁵.

Per le PMI, avere il supporto di grandi investitori professionali nel proprio capitale di rischio consente di ottenere numerosi benefici. Innanzitutto, facendo ricorso a tali operatori finalizzati alla creazione di valore, l'impresa è in grado di raccogliere capitale di matrice non bancaria senza incidere quindi sul leverage, capitale che può essere utilizzato per sostenere piani di sviluppo, per rafforzamento la propria struttura finanziaria, effettuare acquisizioni aziendali, oppure per sviluppare nuovi prodotti e nuove tecnologie. Il private equity risulta essere vantaggioso anche perché può essere utilizzato per la risoluzione di problemi connessi ad aspetti proprietari durante il passaggio generazionale. Dalla parte opposta, gli investitori accettano di partecipare al rischio imprenditoriale tutelando il proprio investimento attraverso la sottoscrizione di patti parasociali abbastanza complessi, che contengono numerose clausole quali diritti

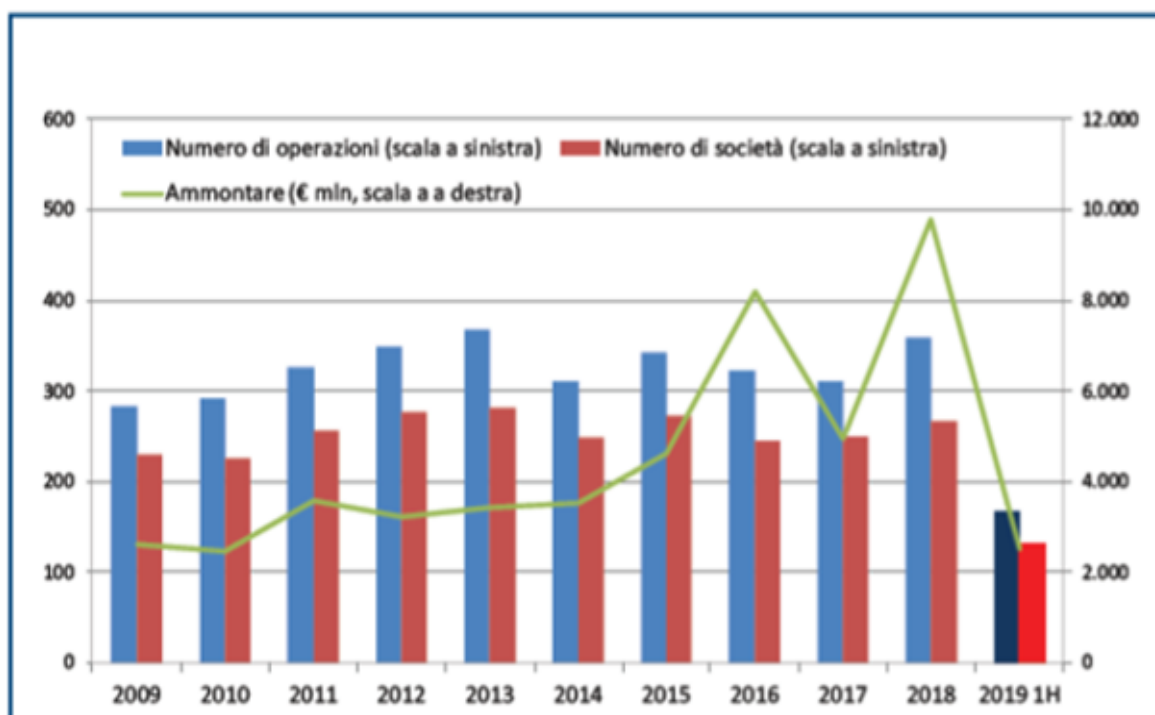
¹¹⁵ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 51.

di veto, la sottoscrizione di classi di azioni con privilegio in caso di liquidazione dell'impresa, la nomina di propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione. Il PE consiste in una fonte di finanziamento molto flessibile e perfetta per finanziarie la crescita aziendale, la remunerazione del capitale dipende infatti dal successo dell'impresa e dalla crescita del suo valore al contrario del debito bancario che richiede pagamento regolare di interessi a prescindere dall'andamento dell'azienda ed è una forma di finanziamento molto rigida, il cui accesso è non sempre facile e vincolato alla presenza di garanzie e generazione di cash flow. Il PE è di particolare importanza per l'economia italiana perché consente alle imprese, soprattutto PMI, di avvicinarsi al mercato dei capitali e accompagnarle alla quotazione. Questo consentirebbe di colmare il gap patrimoniale che caratterizza le imprese italiane, renderle meno dipendenti dal prestito bancario e comunque facilitarne l'accesso visto la miglior stabilità finanziaria e patrimoniale e ridurre la vulnerabilità del nostro sistema a crisi bancarie. Altri effetti tangibili dell'ingresso di operatori di PE nella compagine sociale sono l'accrescimento del potere contrattuale dell'impresa nei confronti di banche, clienti e fornitori, la collaborazione tra investitori e imprenditori nel tracciare una strategia di sviluppo e la possibilità di sfruttare più facilmente occasioni di crescita esterna, attraverso acquisizioni, fusioni, concentrazioni, joint venture, contratti di rete con altre imprese del settore. Si beneficia ancora di assistenza finanziaria, commerciale e di marketing.

3.4.2 Lo sviluppo del mercato Private equity

Per quanto riguarda lo sviluppo del mercato del private equity e del venture capital, in Italia i dati più attendibili sono quelli riportati dalla corrispondente associazione di categoria, l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt). Il flusso di investimenti delle operazioni PE e VC insieme considerate negli ultimi anni è stato crescente (9.788 milioni nel 2018, 7.220 nell'intero 2019 che è comunque il terzo dato più alto di sempre, anche se il grafico 3.8 riporta solo i dati del primo semestre), salvo un anomalo calo nel 2017 (Grafico 3.8), con una media annuale di operazione registrate negli ultimi cinque anni pari a 329 e 256 imprese coinvolte in media¹¹⁶.

Grafico 3.8 – gli investimenti annuali nel capitale di rischio (PE e VC): dati italiani



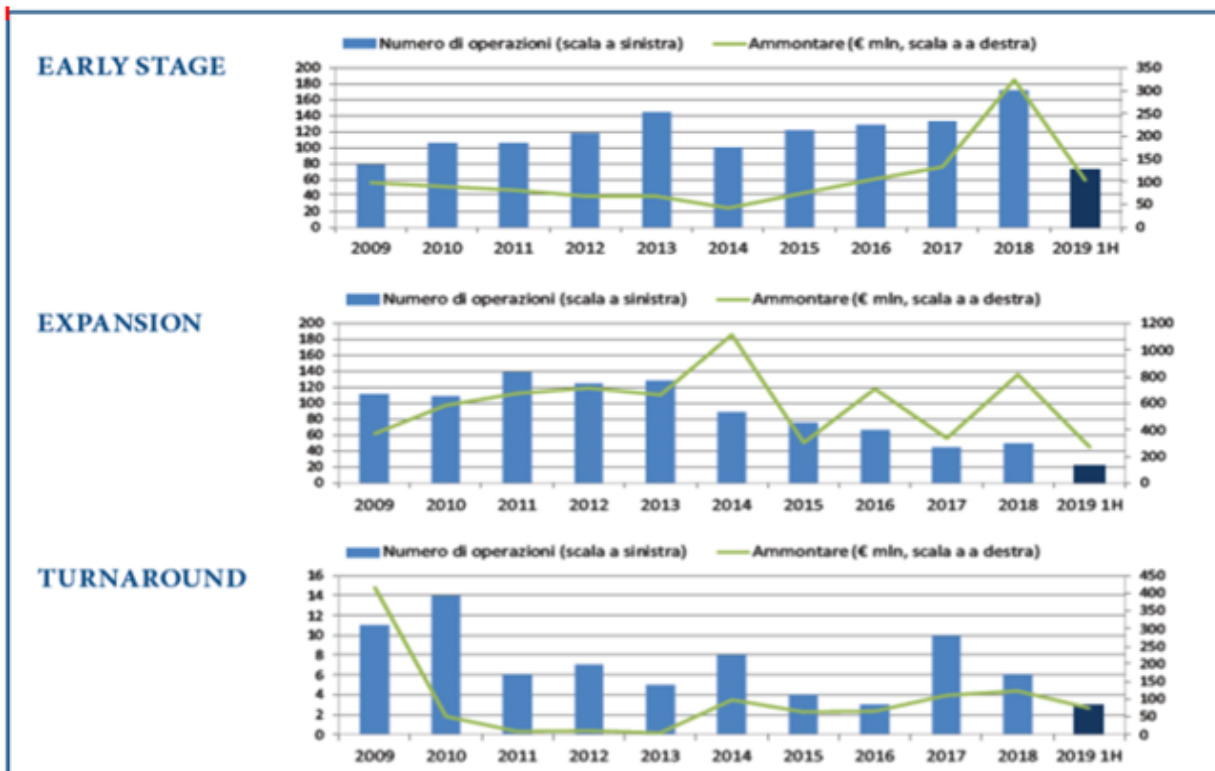
Fonte: GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 53

¹¹⁶ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 52.

I settori maggiormente attrattivi per questa tipologia di investitori sono quelli che consentono alti margini di crescita come quello dell'ICT, medicina e servizi industriali.

Con riferimento ad alcune specifiche tipologie di investimenti PE, osservando il grafico 3.9, si confermano in notevole espansione le risorse destinate alle operazioni di *early stage* che sono finalizzate prevalentemente al supporto di microimprese appena nate, in crescita costante dal 2014 sia nel numero di operazione che nell'ammontare di risorse investite. Andando ad analizzare nel dettaglio il grafico 3.9, si può osservare che il flusso d'investimento è passato dai 74 milioni del 2015 ai 324 milioni del 2018, l'AIFI ha registrato a giugno 2019 un flusso di risorse pari a 103 milioni¹¹⁷. Il risultato è

Grafico 3.9 – Focus sugli investimenti in early stage, expansion e turnaround. Dati italiani.



Fonte: GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 53

¹¹⁷ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 53.

riconducibile alla maggiore attenzione che gli operatori hanno riservato per le *start-up* e le PMI innovative al fine di ricercare guadagni consistenti.

Il trend è decisamente meno favorevole per gli investimenti di *expansion*, tipicamente finalizzati alla crescita di imprese già avviate ma di piccola dimensione, il numero di operazioni è stato in continua contrazione dal 2013 e solo nel 2018 si è registrata una lieve ripresa (tuttavia nel primo semestre 2019 sono comparse solo 22 operazioni), il controvalore è molto volatile ma le risorse investite risultano essere in media superiori a quelle registrate nelle operazioni di *early stage*. Passiamo ora alle operazioni di *turnaround*, cioè quelle che hanno come target le società in condizioni di difficoltà e che necessitano di ristrutturazioni a causa di tensioni sul piano finanziario e difficoltà nella ricerca di clienti. Si tratta quindi di investimenti di particolare interesse per le PMI, volti a rilanciare l'attività e preservare posti di lavoro. È interessante osservare (Grafico 3.9) come, dall'inizio della crisi finanziaria fino alla crisi del debito sovrano e la successiva fase di ripresa i flussi di investimento per le operazioni di *turnaround* sono stati pressoché nulli, a giustificare l'impossibilità per gli operatori di assumersi elevati rischi di insuccesso durante il periodo di crisi mentre nel 2017 c'è stato un aumento anomalo del numero di operazioni accompagnato dall'aumento dei flussi di investimento. Le operazioni di *early stage* ed *expansion* hanno invece risentito di meno, sia in termini di operazioni che di investimenti, del periodo di crisi a dimostrare che le buone idee hanno buona possibilità di essere finanziate anche in tali periodi.

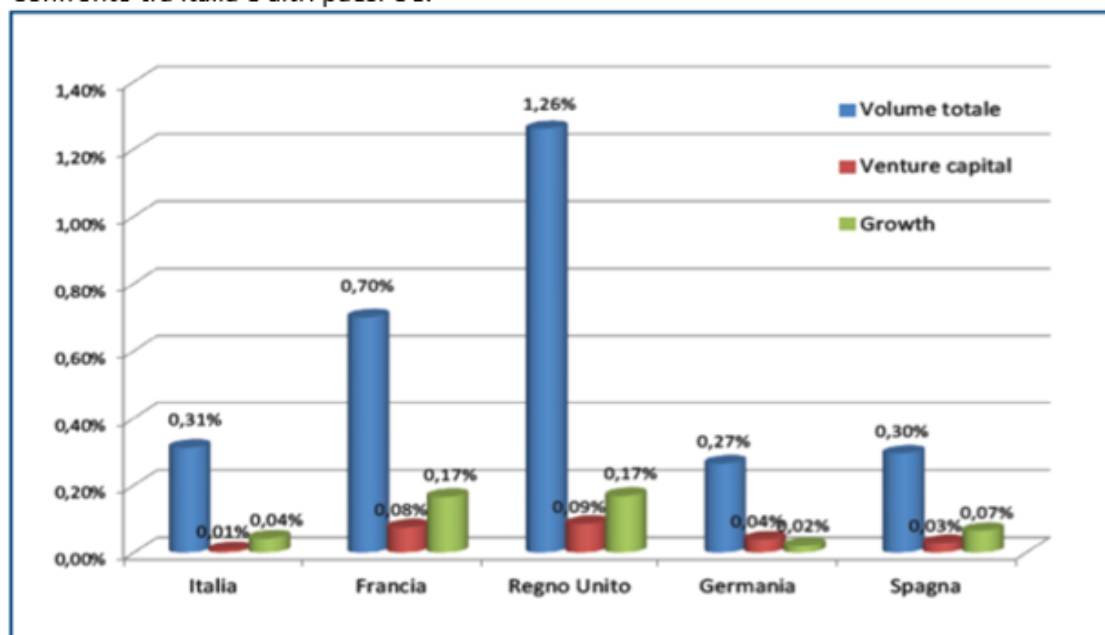
Per quanto riguarda le modalità di *exit* degli investitori nel capitale di rischio, secondo i dati AIFI dal 2009 al 2019, risulta che in media il 40% delle operazioni si conclude con la vendita delle azioni ad una società industriale (concorrente o che intende investire in

nuovi settori) mentre nel 20% dei casi la cessione avviene a favore di altri investitori finanziari. Solo l'8% degli investimenti (in lieve aumento rispetto agli ultimi 5 anni) termina con un IPO volta alla quotazione in Borsa della società target, si tratta di una percentuale troppo bassa in quanto lo scopo ultimo di queste operazioni dovrebbe essere quello di incentivare il ricorso al mercato dei capitali. Nel 19% dei casi, si assiste invece al riscatto delle azioni da parte dell'imprenditore o dai manager dell'azienda attraverso operazioni *di management buyout* (MBO). In un periodo di bassi rendimenti, le operazioni di PE e VC offrono un'alternativa conveniente, con rendimenti che variano fra il 19,7% e il 12,5% (dati ultimi 5 anni). Per quanto riguarda le modalità di raccolta di risorse da parte degli operatori *private equity* e *venture capital*, questi normalmente operano per mezzo di fondi di investimento ai quali però possono partecipare solo investitori professionali. A tal proposito, una novità è stata l'istituzione in Italia dei primi ELTIF (European Long Term Investment Funds), ovvero fondi chiusi a medio-lungo termine destinati a finanziare le PMI non quotate, o quotate ma con capitalizzazione sotto € 500 milioni. Non essendo classificati come fondi di investimento alternativi, saranno aperti anche a investitori retail con buona preparazione finanziaria, i quali dovrebbero godere di alcune agevolazioni sul piano fiscale, il che dovrebbe riuscire a convogliare l'elevato risparmio privato italiano verso le PMI e quindi verso l'economia reale¹¹⁸.

¹¹⁸ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 54-55.

Per effettuare un confronto con altri paesi, con riferimento ai dati del 2019 sul rapporto tra investimenti in *private equity* e *venture capital* e l'ammontare del PIL, il volume totale degli investimenti in Italia è salito allo 0,31% del PIL, paragonabile al volume registrato in Germania e Spagna, il *gap* risulta invece notevole in confronto alla Francia e soprattutto al Regno Unito, il cui sistema finanziario di matrice anglosassone ricalca quello USA. I dati peggiorano se si considerano esclusivamente le operazioni volte a finanziaria le PMI innovative in crescita e le *start-up* (Grafico 3.10). I risultati non sembrano essere troppo positivi, nonostante numerosi interventi pubblici, occorre

Grafico 3.10– Gli investimenti in venture capital e private equity in rapporto a PIL nel 2018. Confronto tra Italia e altri paesi Ue.



Fonte: GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 54

ancora stimolare l'investimento dei privati, incrementando anche l'attrattività delle imprese italiane e l'investimento da parte di soggetti stranieri. Questo può essere conseguito in Italia soprattutto agendo sulle inefficienze burocratiche, tassazione e regolamentazione del lavoro, i principali fattori che scoraggiano l'imprenditorialità nel

nostro Paese¹¹⁹. Osservando i numeri in senso assoluto, cioè senza rapportarli al PIL, la situazione risulta essere peggiore.

Dai dati del 2017 pubblicati da Invest Europe, risulta che in Europa il settore del PE e VC è in salute al punto che la nuova raccolta dei fondi nel 2017 ha raggiunto la quota record di 92 miliardi di euro (di cui 7,7 raccolti dai venture capitalist) e il numero di fondi operanti nel settore è aumentato del 15% (sono 542). A confronto l'Italia sembra non reggere il passo, la raccolta è stata infatti di soli 5 miliardi (3,5 nel 2018 su 80 totali in UE e 1.5 nel 2019 segnando -54%¹²⁰), ossia poco più del 5% totale europeo a dimostrazione di quanto i nostri investitori istituzionali siano ancora impreparati. Il problema infatti è attribuibile ad una ridotta maturità di settore tanto dal lato degli operatori, che in Italia sono pochi rispetto agli altri paesi Ue (tant'è vero che un'operazione su due in Italia sono concluse da fondi stranieri che fanno concorrenza a quelli italiani), quanto dal lato delle imprese che scontano ancora una diffidenza rispetto queste forme di finanziamento e sono restie all'ingresso nel capitale di investitori istituzionali e alla condivisione del management aziendale con gli stessi¹²¹. Concentrandoci sul venture capital, nonostante possiamo affermare che il mercato ha conosciuto in Italia un progressivo sviluppo negli ultimi anni, sia a livello di attività di raccolta degli operatori del mercato domestico, sia

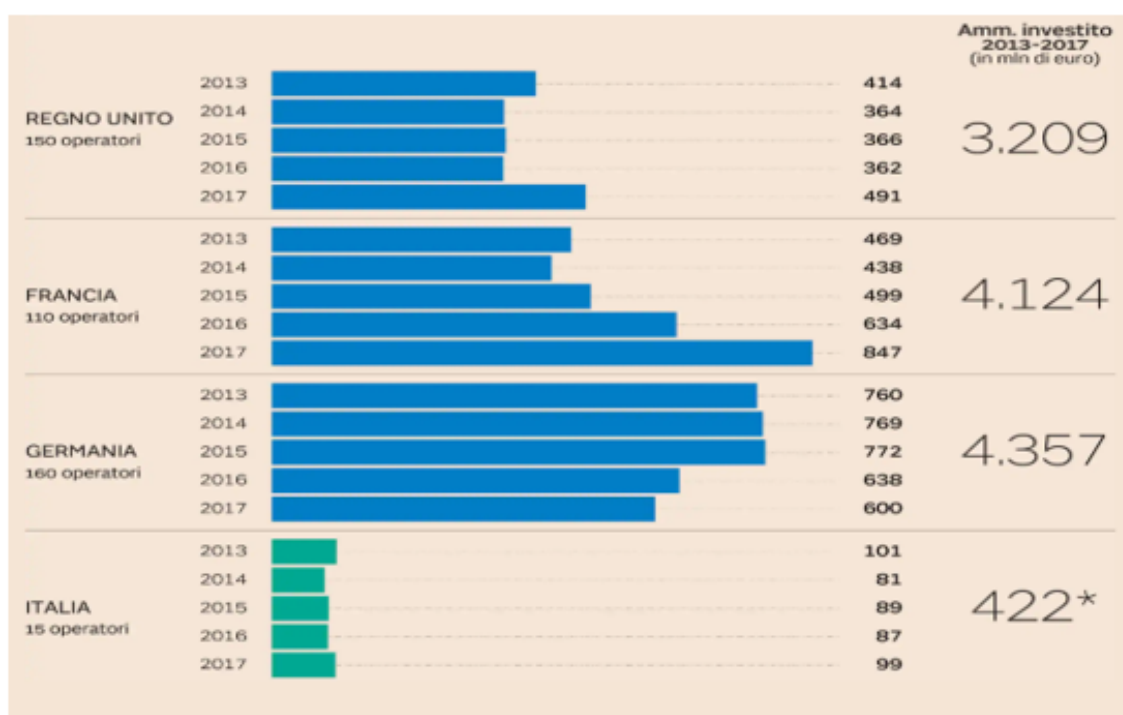
¹¹⁹ Tra i recenti interventi pubblici, la Legge di Bilancio 2019 prevede la costituzione del Fondo Nazionale Innovazione. "L'obiettivo è quello di finanziare investimenti nella fase di seed e growth, con particolare attenzione al trasferimento tecnologico e ai settori strategici per la crescita e competitività del Paese, come intelligenza artificiale, blockchain, nuovi materiali, sanità, agritech e foodtech, mobilità, fintech, made in Italy e design. Il Fondo Nazionale Innovazione con una dotazione iniziale di € 1 miliardo (alimentata fra l'altro dal Ministero dello Sviluppo Economico, dalla Cassa Depositi e Prestiti e dal 10% dei dividendi delle società partecipate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze) opererà come fondo di fondi e attraverso investimenti diretti. BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, Box. di approfondimento 6.1.

¹²⁰ Dati AIFI, disponibili su: https://www.aifi.it/private_capital_today/4368542-aifi-pwc-pubblicati-i-dati-2019-del-mercato-del-pri

¹²¹ PERONCINI S., *Private equity e venture capital in Europa e in Italia*, 8 maggio 2018, StartBusiness.

a livello di investimenti e numero di società target, il nostro Paese mostra ancora un gap che sembra essere incolmabile a confronto con i principali mercati europei. Tenendo in considerazione i dati del 2017 il nostro mercato del VC risulta ancora molto distanziato rispetto a Francia, Germania o Regno Unito. Ad evidenziare il gap, ci sono anche i dati relativi all'ammontare investito nel periodo 2013-2017 che registrano per l'Italia un valore complessivo di 422 milioni di euro con 15 operatori attivi a fronte di numeri nettamente superiori per i nostri cugini Europei (impressionante il confronto con gli investimenti VC della Germania), ed è confermato anche dal numero di imprese oggetto d'investimento, che nel 2017 sono state solo 99, contro 847 imprese target francesi, 600 tedesche e quasi 500 UK (figura 3.3)¹²². Anche per il mercato del VC si osserva come ci

Fig. 3.3 – Evoluzione degli investimenti di VC in Europa e N. di società oggetto di investimento.



Fonte: INCORVATI L., Fondi di venture capital pronti a fare shopping in Italia, 14 febbraio 2019, *IlSole24Ore*.

¹²² INCORVATI L., *Fondi di venture capital pronti a fare shopping in Italia*, 14 febbraio 2019, *IlSole24Ore*.

siano problemi sia dal lato delle imprese, che dal lato dell'offerta i quali limitano lo sviluppo di tale settore della finanza alternativa. Bisogna dare rilievo al fatto che il VC italiano ha fatto un balzo nel 2018 e pare abbia dato un'accelerata al proprio percorso di crescita. Tale fenomeno è confermato, in primo luogo, dal dato 2018 sull'ammontare investito (oltre 300 milioni in un anno dei soli VC) che testimonia un balzo in avanti notevole rispetto al 2017.

Lo sviluppo del mercato è supportato dal consolidamento della presenza di player internazionali che investono in Italia, a conferma del fatto che il nostro tessuto imprenditoriale e l'ecosistema in cui opera il venture capital (università, parchi scientifici e tecnologici, incubatori, acceleratori ecc.) presentano caratteristiche qualitativamente rilevanti. Un secondo aspetto è l'attività di operatori domestici attraverso fondi lanciati di recente, di dimensione maggiore rispetto al passato, circostanza che evidenzia la presenza di *Venture Capitalist* italiani in grado di selezionare, valutare e far crescere imprese anche nelle fasi successive allo start up. Si sta innestando una crescita degli operatori in grado di sviluppare e ottenere idee imprenditoriali¹²³.

3.4.3 Il contributo dei business angel e delle SPAC

Accanto agli investitori professionali del PE e VC esistono un'infinità di piccoli investitori che, a titolo personale, supportano la crescita di *startup* e PMI e prendono il nome di *Business Angel*. Questi hanno gli stessi identici obiettivi di fondi e investitori istituzionali, cioè la volontà di contribuire attivamente alla creazione di valore, ma presentano due

¹²³ GERVASONI A. - DIRETTORE GENERALE AIFI (ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT) , *Le sfide del venture capital in Italia e le novità della manovra 2019*, Gennaio 2019, pag. 38.

importanti differenze. I *Business Angel* investono i propri risparmi personali, mentre gli altri soggetti raccolgono risorse dal mercato. Una seconda differenza è che i *Business Angel* sono spinti anche da motivazioni intrinseche, come la volontà di mettersi in gioco e il senso di “*giving back*” alla comunità, soprattutto verso i giovani. Queste differenze comportano alcune conseguenze, come ad esempio la più rapida dinamica decisionale dei *Business Angel* o l'impossibilità di investire importi molto elevati se non con altri soggetti. Essi sono in genere ex titolari di impresa, manager in attività o in pensione, che dispongono di una solida capacità gestionale, di una buona rete di conoscenze, di mezzi finanziari e di un buon bagaglio di esperienze, in grado quindi di fornire preziosi consigli gestionali e conoscenze tecnico-operative oltre che una consolidata rete di relazioni nel mondo degli affari. I *Business Angel* si costituiscono spesso in network associativi, per condividere le opportunità, scambiarsi informazioni e organizzare incontri con gli imprenditori. Le due maggiori associazioni in Italia sono IBAN (*Italian Business Angels Network*) e IAG (*Italian Angels for Growth*). Nel 2018 si sono censiti 167 investimenti in cui sono intervenuti *Business Angel* (in aumento rispetto alle 117 operazioni dell'anno precedente) con un controvalore investito di 46,4 milioni (+75% rispetto 2017). Nel 71% dei casi le imprese finanziate si trovavano in fase di startup, nel 29% dei casi allo stadio *seed* e risulta che il comparto ICT sia il più attraente (44% dei casi)¹²⁴.

Importante ai fini dello sviluppo delle PMI è anche il ruolo dei veicoli di investimento come le SPAC (Special Purpose Acquisition Company), cioè delle società che hanno l'obiettivo di identificare e integrarsi con una società target, di regola una PMI non

¹²⁴ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. ET AL., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 55-56.

quotata (attraverso la *business combination*) per portarla in borsa. A tal fine i soci fondatori delle SPAC raccolgono risorse presso investitori professionali tramite un IPO, cioè quotandosi in Borsa. La SPAC viene quindi costituita da un gruppo di promotori, e viene da questi dotata di risorse iniziali, con l'obiettivo di quotarsi e reperire altre risorse finanziarie necessarie per acquisire la società target, ha una durata non superiore a 18-24 mesi prevista dallo statuto, decorrenti dal momento della quotazione. A seguito della IPO i capitali raccolti vengono resi indisponibili in misura pari almeno al 99%, in quanto sono esclusivamente finalizzati all'integrazione con la target¹²⁵. Il processo di quotazione risulta essere molto semplificato perché le SPAC non hanno una storia operativa e non ha elementi sufficienti per disporre un business plan per il futuro, non avendo ancora identificato al società target. Inoltre, Borsa Italiana (facente parte LSE Group) ha creato un apposito mercato con requisiti di ammissione meno stringenti, il MIV (Mercato degli Investment Vehicles) con l'obiettivo di offrire capitali, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento italiani o esteri. Il MIV è in grado di ospitare numerose tipologie di veicoli nella forma di FIA (fondi di investimento alternativi), tra cui: investment companies, fondi chiusi immobiliari, fondi di private equity, real estate investment companies, società di investimento e le SPAC¹²⁶. La quotazione dei veicoli può essere effettuata anche in AIM (alterative investment market), il mercato dedicato alla quotazione delle PMI. Il MIV e l'AIM sono solo un trampolino di lancio in quanto,

¹²⁵ ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 163-166.

¹²⁶ Borsa Italiana ha fissato dei requisiti precisi per essere quotati nel Mercato degli Investment Vehicle (MIV). La capitalizzazione deve essere di 40 milioni di euro (25 milioni per i fondi chiusi mobiliari), il flottante deve essere pari al 25% per le investments companies e del 35% per i Real Estate Investment Companies (REIC) e gli Special Investment Vehicles (SIV). Qualora fossero presenti, sono necessari 3 bilanci certificati e vi è l'obbligo di presentazione del Prospetto Informativo. PALETTA A., *SPAC quotate in Borsa: IPO, azioni, warrant e diritti di assegnazione*, Luglio 2018, Diritto24, IISole24Ore.

una volta integrate con la target, le SPAC hanno l'obiettivo di eseguire un passaggio nel mercato azionario principale, in MTA (mercato telematico azionario) ovvero nel segmento STAR. Una volta ammesse a listino, tutte le energie della SPAC vengono impiegate per la ricerca di una società che abbia caratteristiche definite tra cui significative prospettive di crescita, di redditività, capacità di generare liquidità e che presenti tendenza all'innovazione e all'internazionalizzazione. Una volta individuata, il management della SPAC firma una lettera di intenti con la società, l'operazione di integrazione si finalizza solo con consenso di una maggioranza qualificata (75-80%), che richiede normalmente diversi mesi anche per consentire ai soci/azionisti dissenzienti di esercitare il diritto di recesso. L'integrazione (o *business combination*) si verifica solitamente attraverso l'acquisizione delle azioni della società target dai relativi soci, sottoscrizione di nuove azioni della società target o tramite fusione. Dopo l'integrazione, la denominazione della società e l'oggetto sociale diventano quelli della società target e di fatto, la società veicolo ha così raggiunto il suo obiettivo e cessa di esistere. I promotori ricevono il loro compenso con l'attribuzione di azioni della nuova società. Gli investitori che hanno creduto nel progetto finanziando la SPAC potranno anche loro godere delle azioni della nuova società e della liquidità (garantita dal fatto di essersi quotati) dell'investimento, oltre che esercitare il *warrant* sulle azioni della nuova società fusa, che viene loro generalmente assegnato in fase di IPO. L'imprenditore, tramite l'utilizzo delle risorse finanziarie derivante dalla fusione con la SPAC, avrà la possibilità di portare avanti il suo progetto di sviluppo mantenendo la guida della società. Le SPAC costituiscono quindi uno strumento utile per incoraggiare le PMI ad accedere al mercato

dei capitali e accelerare la propria crescita, anche in ambito internazionale¹²⁷. Dal 2011 ad oggi le SPAC e gli altri veicoli sostanzialmente simili, hanno raccolto complessivamente 4 miliardi di euro 2,8 dei quali già investiti in acquisizioni. Degli 1,2 miliardi ancora da investire, più della metà ha trovato una collocazione e sono state già annunciate le *business combination*. Delle 31 SPAC quotate sui nostri mercati, la maggior parte hanno optato per AIM (22 in totale al 2018), in quanto presenta meno costi post-quotazione rispetto al MIV. Nel 2018 la quotazione delle SPAC ha contribuito a far crescere la capitalizzazione di AIM per un ammontare pari ad un miliardo di euro¹²⁸. Ci sono ragioni di credere che tali operatori possano assumere un ruolo ancora più importante in futuro, nella missione di attrarre nuove imprese nei mercati borsistici.

3.4.4 Il *direct lending* come forma di finanziamento private debt

Passando al settore del *private debt*, sotto questo nome si celano diverse tipologie di debito emesso da società private, cioè non quotate su mercati regolamentati. Nella definizione *private debt* sono infatti inclusi i Minibond, ma anche titoli obbligazionari più strutturati, magari subordinati o che prevedono un cosiddetto *equity kicker* (in sostanza un *warrant* che permettere di sottoscrivere azioni) e infine fa parte del *private debt* in senso lato anche il cosiddetto *direct lending*.

“Il *direct lending* può essere definito a grandi linee come l’attività di erogazione diretta di finanziamenti da parte di soggetti non bancari, tipicamente fondi di investimento alternativi specializzati che forniscono prestiti a medio e lungo termine a PMI (ma anche

¹²⁷ ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 166-172.

¹²⁸ SPAC: *Chi raccoglie e investe in Italia*, marzo 2019, BeBeez private data, pp 2-3.

a grandi imprese) al fine di finanziare progetti di crescita, acquisizioni o semplicemente per consentire il rifinanziamento del credito¹²⁹. A livello mondiale si tratta di un comparto in continua crescita anche se il mercato più sviluppato è indubbiamente quello statunitense, dove il processo di disintermediazione bancaria è iniziato da tempo, grazie a cambiamenti normativi e politiche che hanno promosso un modello di finanziamento per le imprese basato sul mercato mobiliare. Secondo alcune stime, nel 2017 il volume delle transazioni ha raggiunto negli USA quota 365 miliardi di dollari, una cifra che sembra irraggiungibile per il vecchio continente. A livello europeo i numeri cominciano però ad essere rispettosì, le ultime analisi di Deloitte¹³⁰ hanno censito in Europa 178 operazioni di *direct lending* nella prima metà del 2019, di cui la maggioranza in Regno Unito, Francia e Germania per un volume di affari pari a 22,6 miliardi. I *direct lender* stanno iniziando a penetrare mercati da sempre dominati da prestatori di natura bancaria e la crescita assume livelli impressionanti (tasso medio di crescita annuo 29%), nel 2016 i volumi europei erano pari a 17,6 miliardi di euro, nel 2017 si è saliti a 26,8 miliardi, nel 2018 a 38,1 miliardi¹³¹. Tipicamente, il *direct lending* interviene per finanziare, attraverso la leva del debito, progetti di acquisizioni condotte da una società di *private equity*, investimenti per la crescita interna o esterna, consolidamento della base degli azionisti, dividendi straordinari da pagare ai soci, rifinanziamento e ristrutturazione del debito.

¹²⁹ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2018, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 39.

¹³⁰ *Direct lenders on a path to disruption whit gorilla deals*, Alternative Lender Deal Tracker spring 2019.

¹³¹ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. ET AL., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pag. 41.

In Italia il mercato è ancora agli albori, e al momento la più ampia attività di *private debt* si concentra su *Minibond*. Questo ritardo è legato in parte ad alcuni dubbi di natura regolamentare sulla effettiva possibilità di erogazione diretta di credito da parte di soggetti non bancari che raccolgono il pubblico risparmio e che, solo recentemente sono stati risolti. Il direct lending è stato introdotto definitivamente in Italia con il D.L. 14 febbraio 2016 n.18 che indica le modalità operative per la concessione di prestiti da parte dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA - vi rientrano fondi impegnati nel private equity, venture capital o hedge funds) italiani ed esteri. Tecnicamente, il D. L. 18/2016 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 appunto 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 TUB¹³².

¹³² Secondo il provvedimento di Banca d'Italia del 23 dicembre 2016 (in vigore dal 5 gennaio 2017) che ha integrato il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015, dando attuazione all'articolo 46-ter per poter svolgere attività di direct lending in Italia i FIA europei devono effettuare comunicazione preventiva alla Banca d'Italia, documentando il possesso dei requisiti necessari e illustrando lo schema di funzionamento del FIA. La Banca d'Italia, vagliata la documentazione ricevuta, ha 60 giorni per esprimersi negativamente in merito, secondo la regola del silenzio assenso. Tre i requisiti necessari è previsto che il fondo, debba essere autorizzato a svolgere attività di direct lending nel proprio Paese di origine, che abbia forma chiusa 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 che investono in crediti. BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp 41-42.

Come detto, in Italia il fenomeno del *direct lending* è ancora in fase embrionale, negli ultimi mesi però, si sono registrati interessanti segnali di crescita grazie ad alcuni player che hanno lanciato nuove iniziative in questo tipo di *asset class*, come diversi fondi impegnati nell'attività di *private debt*. L'osservatorio del POLIMI ha censito 9 operazioni che hanno coinvolto PMI italiane che hanno beneficiato di prestiti diretti per un totale raccolto pari ad almeno 24 milioni di euro, dal 2017 al 30 giugno 2019. Il contributo a tale data e nei 12 mesi precedenti è stato pari a 5,3 milioni ma considerando le operazioni non ancora concluse si arriva a 8 milioni, il doppio rispetto all'anno precedente. Un primo elemento di giudizio rilevato dalle aziende utilizzatrici è che il *direct lending* si adatta facilmente ad imprese che non hanno la possibilità di affrontare costi fissi elevati quando si affacciano sul mercato mobiliare, come le PMI. Il *direct lender* è un soggetto in grado di comprendere il *business model* proposto dall'impresa entrando nel merito del progetto di investimento che richiede capitale, a differenza delle banche che a volte non riescono a rispondere con adeguatezza a questa esigenza. Un ulteriore vantaggio riscontrato è la rapidità di erogazione del finanziamento rispetto al circuito bancario. A fronte di questi vantaggi, il *direct lending* comporta in generale un tasso di interesse più elevato il che non sembra scoraggiare troppo le PMI, che si sono dimostrate ben disposte a pagare un *premium price* in cambio di finanziamenti rapidi ed utili all'implementazione dei propri piani di sviluppo. Una considerazione comune a tutte le PMI è che il *direct lending* si è rivelato uno strumento utile nel colmare una carenza nell'offerta di credito. Tutte le imprese hanno giudicato l'esperienza positivamente e non hanno escluso di riutilizzare questa modalità di finanziamento e considerano vantaggiosa la possibilità di diversificazione delle fonti di finanziamento in

modo da non dipendere da un unico soggetto. Questo significa che anche per le imprese più piccole e meno liquide ci sono nuove potenziali e ingenti risorse finanziarie ma questo patrimonio sarà effettivamente disponibile quando sarà costituito un mercato del *direct lending*, per lo sviluppo del quale gli operatori del *P2P lending* sono i soggetti più adatti, in quanto in grado di individuare la base di clienti/PMI interessate a possibili finanziamenti, di costruire una banca dati di imprese buone pagatrici e attribuire a ognuna di esse uno scoring basato su dati storici, previsioni di bilancio, analisi di governance e attribuire ad esse un rating¹³³. Le imprese che potrebbero beneficiare del *direct lending* in Italia sono quelle piccole, con disponibilità finanziarie limitate e con fabbisogni finanziari contenuti. Si tratta anche di tutta quella fascia di microimprese a cui non conviene ricorrere a strumenti di finanziamento alternativo come i Minibond, che sono ancora troppo costosi e a cui le banche tendono a prestare sempre meno. Insomma, una nuova frontiera che si apre, con la promessa di ridare fiato all'economia reale e per il futuro è auspicabile un ulteriore sviluppo di questo mercato.

3.5 La banca del futuro

Nell'ambito del settore bancario, in conseguenza di una serie di fenomeni a livello esogeno ed endogeno, è necessario fare una riflessione sui possibili cambiamenti che le istituzioni finanziarie dovranno attuare nel prossimo futuro e che avranno un impatto

¹³³ BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. ET AL., *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 42-45.

profondo su tutti i loro stakeholder. I principali sviluppi di settore riguardano le nuove dinamiche competitive di mercato, il prolungato scenario di tassi bassi e di curve dei rendimenti pressoché piatte, la spinta dell'innovazione tecnologica, il cambiamento dei modelli di comportamento dei consumatori e delle aziende le quali iniziano ad affacciarsi al mondo della finanza alternativa, la deregolamentazione di settore che facilita l'ingresso di nuovi player di estrazione non finanziaria (Fintech e i giganti della tecnologia, le cosiddette Big Tech) che andrà ad aumentare la concorrenza di settore. Le tendenze in corso pongono i tradizionali attori bancari in una situazione di incertezza e di ripensamento del proprio modello di business e organizzativo¹³⁴. Il quesito che più tormenta le istituzioni finanziarie attiene a come debbano reagire per continuare a mantenere un ruolo centrale nell'intermediazione finanziaria e come sviluppare ulteriormente i volumi di operatività e marginalità con i differenti segmenti di clientela. Tutti questi elementi si inseriscono infine in un contesto caratterizzato da un grande risparmio privato delle famiglie italiane, un sistema produttivo formato prevalentemente da PMI con forte vocazione all'export ma prettamente bancocentriche e l'elevato numero di sportelli bancari, nonostante il processo di ridimensionamento e aggregazione della rete in corso¹³⁵.

Le banche devono ottimizzare la gestione dei clienti e saper offrire loro servizi innovativi ed attrattivi per poter competere con le Fintech e le Big tech, puntando anche alla fidelizzazione. Per questo motivo le banche devono garantirsi la presenza sui diversi canali informativi e di contatto digitali, spostandosi dai tradizionali canali. Dovranno

¹³⁴ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 25-26.

¹³⁵ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pag.11.

puntare alla personalizzazione del servizio che si dovrà adattare alle mutevoli esigenze del cliente, raggiungerlo ovunque superando la centralità della filiale attraverso l'utilizzo di chat o di social network¹³⁶. Al contempo la banca di domani dovrà essere in grado di garantire ai propri clienti l'utilizzo dei suoi servizi senza esposizione a rischi informatici che possano intaccare la privacy e i dati sensibili. Per essere in grado di essere attrattivi con i nuovi competitor, i costi dei servizi offerti dovranno essere in linea con i concorrenti e questo potrebbe causare un ulteriore ribasso delle marginalità bancarie, già aggravate dai bassi tassi di interesse degli ultimi anni.

Un punto fondamentale per il futuro delle banche è la nuova normativa della PSD2 (Payment Services Directive) che consente a soggetti terzi (in primis aziende Fintech) di avere accesso, previo consenso, a tutti i dati finanziari dei clienti. Questa Direttiva rappresenta una possibile minaccia per le banche, i cui dati sugli utenti vengono messi a disposizione degli intermediari non bancari (Fintech e Big Tech) mentre non succede il contrario. Sarebbe giusto riequilibrare il piatto della bilancia tra attori e colmare il rilevante gap normativo che in generale esiste tra le banche e i nuovi player che svolgono funzioni finanziarie. La Direttiva PSD2 (Payment Services Directive), in vigore negli Stati Membri UE dal 2018, ha fornito una base giuridica allo sviluppo di un mercato più integrato per quanto riguarda i pagamenti elettronici nell'area UE ed ha aperto i mercati dei pagamenti a nuovi operatori che apportano maggiore concorrenza, più scelta e

¹³⁶ Sotto questo punto di vista è da notare infatti che le visite mensili allo sportello sono scese da una media di 1,5 a 1 dal 2012 al 2016 e il 62% della clientela ricorre ormai al mobile banking (43% nel 2012). *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 42-44.

prezzi migliori per i consumatori e ha dato vita all'*open banking*, cioè alla condivisione dei dati tra i diversi attori dell'ecosistema bancario¹³⁷.

Altra circostanza che sta ridisegnando l'industria bancaria è la progressiva sostituzione degli investimenti aziendali in asset tangibili¹³⁸ con quelli in asset intangibili¹³⁹. In passato erano largamente maggiori i primi, oggi questa supremazia è messa in dubbio tanto che in alcuni paesi (esempio Svezia, USA, Inghilterra, Finlandia) gli investimenti in asset intangibili hanno superato quelli in asset tangibili, anche se di poco. Dal confronto con altre economie occidentali, l'Italia mostra ancora una prevalenza della componente tangibile ma la tendenza è la medesima. L'economia dei paesi occidentali è sempre più orientata verso investimenti che originano asset intangibili, al punto che si può ragionevolmente parlare di una "*intangible-rich economy*", la quale può portare ad una modifica dell'offerta strumenti per il finanziamento degli investimenti¹⁴⁰. L'utilizzo del debito bancario a sostegno degli investimenti infatti, dipende dalla possibilità dell'istituto di credito di calcolare il rischio che si assume e quindi prezzare il prestito. La prezzatura del prestito è influenzata anche dalla presenza di garanzie che possono essere realizzate in caso d'incapacità del prenditore di far fronte alle sue obbligazioni. L'industria classica bancaria viene messa in difficoltà dagli investimenti in asset intangibili in quanto questi ultimi possono peggiorare le condizioni di asimmetria informativa fra azienda e istituto finanziario (infatti le asimmetrie sono molto forti per le imprese innovative e tecnologiche). Per la banca è più difficile prevedere il successo

¹³⁷ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 54-56.

¹³⁸ Gli investimenti che originano asset materiali quali edifici, impianti, macchinari, attrezzature ICT.

¹³⁹ Gli investimenti che originano asset immateriali quali Ricerca e Sviluppo (R&S), design, intrattenimento, software, database, processi aziendali, ecc. e che non sempre sono colti a livello contabile.

¹⁴⁰ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 58-61.

del progetto innovativo e poter sfruttare l'output di un'attività innovativa (es. marchio, brevetto o diritti d'autore) creata da un'impresa, ed è difficile stimarne il valore. Se l'impresa finanziata non riesce a difendere o a tenere segreto il suo *know how*, il ritorno dell'investimento potrebbe essere inferiore alle attese e non in linea con il livello di rischio dell'iniziativa, ne deriva che i prestiti potrebbero non essere ripagati. Se il debitore possiede asset tangibili invece, il denaro non andrà perso perché la garanzia è facilmente liquidabile al contrario degli asset intangibili che sono tipicamente difficili da valutare e da piazzare. Il problema reale è che molte società medio piccole e piccole, ricche di asset intangibili ma povere di asset tangibili, rischiano di avere grosse difficoltà ad accedere alla finanza tradizionale per sostenere la loro crescita, come conseguenza le banche, soprattutto le più grandi, riallocano i loro portafogli diminuendo i prestiti a vantaggio di altre linee. Pensare alle banche del futuro significa quindi interrogarsi sul destino delle fonti di reddito tradizionali, ossia l'erogazione del credito a soggetti commerciali e industriali a sostegno dei loro investimenti nonché sui servizi finanziari alternativi che le banche dovranno fornire. Le aziende che più richiedono investimenti per sviluppo dei propri asset intangibili si collocano in posizione troppo rischiosa per essere servite dal debito bancario e troppo poco redditizia per fonti alternative come il private equity (dimensione limitata, necessità di mantenere in portafoglio per troppo tempo, ecc.), ma queste sono potenzialmente le imprese di successo del domani che invece sono limitate da questo posizionamento scomodo ma che possono sfruttare i servizi offerti dalle Fintech¹⁴¹.

¹⁴¹ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 66-72.

Tra le sfide delle banche del futuro infatti, rientra anche la capacità di comprendere i bisogni dei consumatori in un contesto economico dinamico e innovativo dominato dalle tecnologie. In presenza di diversi tipi di altri soggetti non bancari, la relazione con il cliente e il loro soddisfacimento in modo semplice, veloce e a basso costo è la priorità. Non a caso, le Big Tech fanno della conoscenza del cliente il loro asset più importante e lo utilizzano tanto per soddisfarne i bisogni quanto per prevedere e indirizzare le decisioni tramite l'uso intelligente dei dati. Tra le banche incumbent¹⁴² e le Big Tech si inseriscono le Fintech, ossia aziende e start-up tecnologiche che si pongono al potenziale cliente, principalmente retail e PMI, e offrono servizi finanziari della più diversa natura, da sistemi di pagamento a strumenti di finanziamento e concessione di credito, aggiungendo valore con l'analisi dei dati, come ampiamente discusso nel paragrafo 3.2. Le Fintech riescono ad analizzare enormi quantità di dati con intelligenza artificiale riducendo tempi, costi ed errori¹⁴³. L'affermazione delle aziende Fintech richiede alle banche di riflettere sulla competitività dei rapporti Business to Consumer e Business to Business e a tale proposito è bene che tra banche e Fintech si instauri nel futuro un rapporto di collaborazione, in particolare per l'offerta di processi di automatizzazione robotica (Robotic Process Automation - RPA) e servizi di core banking, oltre che di rapporti con il cliente. Tuttavia, è possibile che un domani, le Fintech arrivino a surrogare interi settori di attività bancaria come il finanziamento del capitale circolante delle imprese o la gestione dei clienti private. Le Fintech sono infatti aziende

¹⁴² Per banca incumbent si intende solitamente una banca di grandi dimensioni, che è monopolista di uno specifico mercato e tenta di bloccare l'entrata di altre imprese concorrenti o un gruppo di imprese oligopoliste che agiscono all'unisono per bloccare l'ingresso di nuovi competitori, come nel caso attuale del settore bancario.

¹⁴³ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pag. 76.

contraddistinte da velocità di adattamento e focalizzate sulle esigenze del cliente con una infrastruttura IT snella e versatile, vantaggi che la maggioranza delle istituzioni finanziarie tradizionali non possiede. Per contro, le istituzioni bancarie possono fare leva su una ampia base clienti e sulla loro fiducia, su un brand consolidato e riconosciuto, ingenti capitali, competenze normative ed una fitta rete distributiva. È quindi evidente la complementarità tra le due realtà, in quanto le Fintech faticano a crescere in modo redditizio e autonomo, mentre le banche incumbent, pur detenendo una vasta base di clientela e risorse economiche ingenti, devono fronteggiare i limiti rappresentati dai sistemi *legacy* (sistemi informatici obsoleti che le banche non possono, per mancanza di competenze, sostituire)¹⁴⁴.

La collaborazione tra banche tradizionali e aziende Fintech può anche rappresentare una resistenza utile per contrastare l'avanzata delle Big Tech nell'industria finanziaria. Le Big Tech sono operatori di business non bancari potenzialmente in concorrenza con le banche su alcuni servizi specifici e sulla relazione con il cliente. Ne sono esempi importanti i "GAFA" (Google, Amazon, Facebook e Apple) o anche i "BAT" (Baidu, Alibaba e Tencent), per ora concentrati prevalentemente sul mercato cinese, o ancora gli imperi tecnologici come IBM, Microsoft, HP Enterprise, Oracle, che sono tra l'altro i provider della struttura informatica fondamentale che le banche utilizzano per conservare i dati. Google, Amazon e Facebook hanno recentemente ottenuto la licenza bancaria in Irlanda, che gli consente di trasferire moneta elettronica e di aprire un conto per gli acquisti online. Con Facebook Payments è già operativo da tempo negli Stati Uniti il suo servizio di pagamenti mobile via Messenger e WhatsApp, in arrivo anche in tutta

¹⁴⁴ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 101-107.

l'UE. Si tratta di un evento importante considerando il numero di clienti e del volume di transazioni che questi operatori globali gestiscono e dato che la loro attività si basa proprio sulla gestione intelligente dei dati. Il settore bancario italiano, per ora ancora non considera i GAFAs come potenziali concorrenti perché si ritiene che siano poco interessati all'attività bancaria, che presenta un ritorno sul capitale troppo basso e quindi non abbastanza attrattivo per le Big Tech e che non vogliono subire il costo eccessivo collegato all'insieme di regole che le banche devono rispettare. In Europa e nel mondo occidentale, l'attività bancaria delle Big Tech non è ancora avviata ma vi sono stati numerosi casi di attività nel settore dei pagamenti erogati da Tech Company su scala sovranazionale oltre che di credito alle piccole imprese (PayPal, in USA è nella top 5 per i prestiti alle imprese). Tutti gli elementi necessari per dominare il settore finanziario futuro sono proprio posseduti dalle Big Tech: una ampia customer base che può essere ampliata attraverso l'analisi intelligente dei dati; solidità finanziaria che permette alle Big Tech di adeguarsi sugli aspetti meno sviluppati rispetto alle banche tradizionali, come competenze su temi di natura normativa-regolamentare che possono essere acquisiti dall'esterno; enorme disponibilità di cassa che consente loro di muoversi velocemente anche attraverso operazioni straordinarie¹⁴⁵.

Banche incumbent, Big Tech e Fintech, saranno quindi i principali attori del mondo finanziario e le banche tradizionali, per poter sopravvivere dovranno affrontare la sfida competitiva di entrambi i nuovi attori. Per questo alcune banche hanno iniziato un percorso di trasformazione digitale già in stato molto avanzato che potrà dar loro un notevole vantaggio competitivo. Il cambiamento non deve fermarsi qui, accanto

¹⁴⁵ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 108-110.

all'innovazione tecnologica c'è da lavorare sulla gestione intelligente dei dati, attraverso una trasformazione del capitale umano e il reclutamento di nuovi talenti, dovranno puntare verso strategie di ingaggio e fidelizzazione del cliente e infine cercare di offrire nuovi servizi a valore aggiunto. L'evoluzione della banca tradizionale nella banca del futuro si può quindi sintetizzare in due imperativi strategici di rinnovamento: l'orientamento al cliente e la trasformazione digitale. Dovrà essere in grado di individuare i bisogni dei clienti e servirli al meglio, comprenderne l'evoluzione e mettersi nei panni del cliente, come persona o azienda¹⁴⁶.

A tal proposito, un'indagine del gruppo di "The European House - Ambrosetti e Openjobmetis" ha cercato di capire quali sono le aspettative delle aziende clienti verso le banche del futuro. Si tratta di un'indagine molto rappresentativa e importante perché il campione di aziende è composto per il 75% di PMI. In media, la maggior parte delle aziende intervistate utilizza per la propria attività tra 2 o più banche (78% del campione) e nel 80% dei casi si tratta di rapporti con banche "tradizionali", solo un'impresa su 5 dichiara invece di far ricorso ad almeno una banca esclusivamente digitale. Non sembra emergere una forte capacità di fidelizzazione del sistema bancario in quanto il 55,5% delle imprese afferma di non avere una banca che preferisce su tutte. Se si tratta di scegliere comunque tra una delle banche utilizzate, per le aziende vi è una forte attenzione alla velocità e all'efficienza nello svolgimento delle pratiche e nella risoluzione dei problemi, oltre alle condizioni economiche della banca e l'offerta di nuovi servizi, l'attenzione verso i costi. Emerge che l'interazione azienda-banca sta diventando sempre meno esclusiva e frequente e sempre più digitale, un'impresa su tre dichiara di

¹⁴⁶ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 112-115.

non aver contattato un gestore bancario nell'ultimo mese d'indagine e per quasi la metà vi è stato solo un contatto. L'interazione con le banche avviene prevalentemente attraverso i canali virtuali, come smartphone, tablet e pc, anche se su questo punto le imprese hanno opinioni contrastanti, la maggior parte delle imprese si dichiara molto soddisfatta o abbastanza della riduzione del contatto fisico con la banca grazie ai canali digitali mentre il 40% manifesta qualche contrarietà o molta contrarietà. A parte ciò, il rapporto con le banche tenderà ad essere sempre più digitale, ma dovrà pur sempre mantenere una certa presenza fisica di riferimento per determinate tipologie di operazioni per le quali la presenza di un interlocutore professionale umano è giudicata rilevante dalle imprese (consulenza). È per questo che gli sportelli bancari e le filiali, seppur stanno subendo una progressiva riduzione, non potranno scomparire e la radicazione sul territorio avrà ancora un ruolo¹⁴⁷. Negli ultimi anni, sulla scia dell'Europa, in Italia vi è stato un processo di razionalizzazione del numero di istituti di credito attraverso operazioni di aggregazione e Merger & Acquisition (ultimo esempio ne è la recente notizia di un OPA su UBI banca, da parte di Intesa San Paolo) su scala nazionale e territoriale, nonché di riduzione degli sportelli bancari. Dal 2009 al 2017, il numero di banche italiane si è ridotto del 4,7% annuo (aggregato – 32%) e il numero di sportelli operativi del 2,7% annuo (20% in meno rispetto al 2009). È ipotizzabile che le filiali bancarie continueranno a diminuire aumentando le dimensioni medie e cambiando la loro forma¹⁴⁸. È in atto una concentrazione del settore bancario (rafforzamento delle “banche universali”) con scomparsa delle piccole banche, principalmente dovuta ad una

¹⁴⁷ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 116-120.

¹⁴⁸ LATORRE G., CIONI G., *Trend e prospettive del settore bancario in Italia*, 25 febbraio 2020, KPMG s.p.a.

maggior attenzione alla gestione dei costi, al fine di sfruttare le economie di scala per minimizzare i costi operativi in risposta alla riduzione dei rendimenti bancari¹⁴⁹. Dal 2015 al 2018 il numero di gruppi bancari e banche indipendenti è diminuito da circa 500 a poco più di 400. È in atto la creazione di gruppi bancari cooperativi, essenziale per consentire alle BCC di superare gli svantaggi della piccola dimensione ma continuare a sostenere l'economia locale, preservando i valori della cooperazione e della mutualità e si pensa che, completata tale aggregazione, il numero di banche e gruppi bancari potrebbe scendere a 120¹⁵⁰. Il fenomeno di aggregazione è propedeutico all'ottimizzazione dei processi perché consente una riduzione dei costi gestionali e di back-office, altresì consente benefici in termini di sicurezza e flessibilità. Dall'altro lato, l'aumento delle dimensioni bancarie consente di sfruttare meglio le potenzialità digitali in risposta alle nuove necessità dei clienti. Facendo leva sulla tecnologia le filiali si focalizzeranno più sulle attività redditizie e garantiranno un presidio sul territorio più leggero, anche se sarà comunque necessaria una presenza fisica. L'assetto organizzativo di oggi, già prevede infatti delle filiali principali e altre satellite le quali, grazie all'integrazione con il digitale, consentono al cliente di interagire in continuità attraverso l'approccio "anytime-anywhere" (grazie ad applicazioni mobile, Internet banking, filiali di nuova generazione, ecc.)¹⁵¹. La banca riesce così a semplificare i processi riducendo l'utilizzo di risorse umane e dei supporti cartacei mentre il cliente può risparmiare tempo e denaro gestendo le operazioni con minore complessità. Il processo riorganizzativo

¹⁴⁹ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 6-7.

¹⁵⁰ Visco I., *Banche e finanza dopo la crisi: lezioni e sfide*, Moneta e Credito, 2018, vol. 71 n.282 (95-118), pp. 113-114.

¹⁵¹ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 126-127.

della rete in Italia non a caso ha determinato una forte riduzione dell'occupazione nell'industria bancaria (occupati ridotti mediamente dell'1,8% annuo per una riduzione complessiva maggiore di 50 mila unità). La trasformazione digitale del settore (attraverso l'uso di intelligenza artificiale, Big Data analytics ecc...) consentirà di impattare sulla raccolta di informazioni, di ripensare e migliorare la *customer experience* del cliente. Sarà possibile automatizzare il back office con accesso in tempo reale ai dati e riduzione degli spazi fisici grazie alla dematerializzazione dei dati e la riduzione del personale e l'innovazione tecnologica consentirà di rafforzare la capacità di presidio della sicurezza digitale delle informazioni e dei dati sensibili¹⁵².

Procedendo lungo questa direzione le banche saranno sempre più *customer centric companies*, ossia soggetti in grado di porre al centro della propria strategia l'intera esperienza del cliente che decidono di servire, saranno delle *tech companies* destinate all'evoluzione e mantenimento della tecnologia con un capitale umano orientato di conseguenza pronte a grossi investimenti per fare ciò. Le banche dovranno essere in grado di valorizzare il proprio straordinario patrimonio informativo, saranno *intangible-rich companies*, ossia soggetti orientati verso asset intangibili. Le banche saranno *open companies*, ossia soggetti più capaci di incorporare l'innovazione e integrare nel proprio portafoglio d'offerta i prodotti e i servizi erogati da terze parti (soprattutto le Fintech), saranno altresì sempre più incentrate sul capitale umano e sul *know how*¹⁵³.

Per gestire meglio la transizione dell'industria bancaria, una raccomandazione è rivolta ai policy maker e riguarda la necessaria spinta verso l'eliminazione delle forme di

¹⁵² *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 129-136.

¹⁵³ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 148-151.

penalizzazione regolamentare che rendono meno conveniente l'investimento in asset intangibili per le banche, leva fondamentale per la competizione settoriale, partendo dagli investimenti che vengono effettuati in software direttamente dalle banche o tramite acquisizione di Fintech. Vi è la necessità di assicurare che il settore finanziario possa sostenere l'innovazione supportando gli investimenti delle imprese in asset intangibili e stimolare la crescita delle PMI, anche con strumenti di capitale. Se il finanziamento non bancario è un'alternativa, la concorrenza nell'offerta di tali finanziamenti e lo sviluppo delle Fintech e dell'intermediazione finanziaria non bancaria sono fondamentali e devono essere perseguite in un quadro regolamentare che assicuri parità di trattamento ai diversi operatori omogeneo a livello europeo, garantendo un impatto positivo sia sulle dinamiche competitive sia sulla stabilità finanziaria¹⁵⁴.

Sarà necessario ricorrere a modelli di *Open Innovation* per velocizzare la fase di transizione del sistema finanziario, creando le condizioni per nuove iniziative imprenditoriali che sperimentino le tecnologie e servizi introducendo le "*regulatory sandbox*", di fatti introdotta con il cd Decreto crescita del 28 giugno 2019. Si tratta di uno strumento che permette alle Fintech vigilate e non, di godere di deroghe normative transitorie al fine di sperimentare su scala ridotta e per un periodo limitato tecnologia e servizi come l'intelligenza artificiale e i registri distribuiti, l'innovazione di servizi e di prodotti nei settori finanziario, creditizio, assicurativo mediante collaborazione con le autorità di vigilanza e per periodi predeterminati¹⁵⁵.

¹⁵⁴ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 152-154.

¹⁵⁵ *Fintech: l'Italia sceglie la regulatory sandbox e istituisce il Comitato Fintech*, settembre 2019, AIDR – associazione Italian Digital Revolution.

L'utilizzo di nuove tecnologie da parte di soggetti non bancari che si muovono molto velocemente, pone nuovi rischi potenziali sul sistema finanziario, sulla concorrenza e sulla tutela dei diritti dei consumatori. La condivisione dei dati tra banche e Fintech nell'ottica *open banking* e la crescita delle Fintech modifica le condizioni di rischio e aumenta la probabilità di attacchi cyber verso i sistemi tecnologici delle banche che sono sempre più interconnessi con i sistemi tecnologici di terze parti. I regolatori nazionali e sovra-nazionali dovranno garantire sicurezza e solidità del sistema senza ostacolare gli sviluppi benefici per il settore¹⁵⁶.

Ulteriore raccomandazione per il futuro della banca è l'attenzione verso la tecnofinanza, che è un fenomeno inarrestabile e la valorizzazione dei dati attraverso un modello di collaborazione con gli altri operatori del settore al fine di soddisfare le crescenti aspettative di servizio dei clienti. Le Fintech possono anche essere concorrenti delle banche ma sono allo stesso tempo generatrici d'innovazione a minor rischio e costo. Le banche grazie alle risorse di cui dispongono possono beneficiare al massimo delle innovazioni sviluppate dall'esterno. Il mondo della finanza cambierà e se la vecchia finanza comprende le potenzialità della nuova sarà possibile una convivenza. Con tanti piccoli operatori specialistici che piano piano impongono un nuovo modo di offrire servizi finanziari e di rapportarsi con la clientela, l'istituto di credito potrà soccombere o farsi promotore del cambiamento. Per le Fintech l'acquisizione di nuovi clienti è una sfida difficile mentre le banche dal canto loro hanno già una fitta rete di clientela. Le Fintech invidiano alle banche la loro dimensione, la loro capacità di investire, l'accesso al mercato e la base di clienti; le banche viceversa invidiano la competenza digitale, la

¹⁵⁶ *Le banche del futuro*, The European House – Ambrosetti, 2019, pp. 155-157.

velocità di esecuzione e la focalizzazione al cliente. Anche se una delle parti dovesse superare i propri vincoli, la combinazione banche/fintech è la soluzione migliore e unire questi due modi di fare banca può creare un valore straordinario per l'intero sistema. La grande maggioranza delle banche mondiali, compagnie assicurative e consulenti finanziari intende incrementare le partnership con le aziende Fintech nei prossimi anni. Gli investimenti in tecnologie che possono aiutare a ridurre il gap vengono abbracciate in Italia in misura anche superiore rispetto al contesto mondiale. La collaborazione fra gli istituti di credito e le compagnie Fintech è la chiave per il futuro del banking, per l'offerta di nuovi servizi innovativi e personalizzati in grado di generare nuovi flussi di ricavi e maggiori risorse e benefici ai clienti¹⁵⁷.

3.6 Finanza alternativa ed emergenza sanitaria

Alla luce dell'emergenza sanitaria che stiamo vivendo a causa del Covid-19 è interessante fare una breve discussione su quello che potrebbe essere il ruolo della finanza alternativa a sostegno dell'economia. Al contrario delle crisi del 2008 e del 2011, che hanno avuto origine bancaria e finanziaria, questa è una crisi di tutt'altra natura che sicuramente sta impattando anche sul mondo finanziario ma che ha avuto conseguenze drastiche sulla domanda di beni e servizi e che ha colpito direttamente l'economia reale senza passare prima per il canale bancario. Questa crisi potrebbe nel lungo termine

¹⁵⁷ CARETTO G., GIARDINELLI V., GUERRIERO M., SPERANDIO A., *Libro bianco su Fintech e pagamenti digitali*, 2018, Innovative Publishing s.r.l., pp. 42-47.

incidere maggiormente sulla riduzione degli investimenti e del fabbisogno aziendale aggregato considerando anche i numerosi fallimenti che ne potrebbero derivare, e quindi sulla domanda di prestiti piuttosto che sull'offerta di risorse finanziarie e sull'aumento dei tassi. Questo perché bisogna considerare anche che la BCE di fatto non aveva mai smesso di iniettare liquidità con il QE e che ora ha lanciato il nuovo PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) riducendo il rischio di un possibile peggioramento delle condizioni di offerta, anche se bisogna prestare attenzione al possibile effetto di un nuovo aumento degli NPL. Detto ciò, è innegabile che le imprese avranno bisogno di colmare una grossa carenza di liquidità nel breve e medio termine perché stanno venendo meno gli incassi previsti e le entrate, a causa del crollo dei consumi e quindi della produzione, per non parlare delle difficoltà di riscossione delle fatture, mentre le uscite non si fermano. Il governo ha cercato di tamponare l'emorragia di cassa attraverso il differimento delle scadenze fiscali e dei finanziamenti in essere, il sostegno all'accesso a nuove linee di credito e la predisposizione di un ampio ombrello di garanzie pubbliche.

Le imprese che nei prossimi mesi saranno più in grado di affrontare tale situazione sono quelle che dipendono meno dalle condizioni finanziarie esterne e che sono state maggiormente in grado di gestire la tesoreria lasciando adeguate riserve di liquidità, con un adeguato grado di capitalizzazione, una distribuzione della durata del debito coerente con la struttura dell'attivo e con una adeguata diversificazione delle fonti. Si scopre ancora oggi il limite dell'eccessiva dipendenza dal credito bancario, considerando anche che le banche sono attualmente investite da una gigantesca richiesta di fondi che dovranno processare in poco tempo e che dovranno assumersi nuovi e importanti rischi

i quali potrebbero compromettere la loro attività, anche se i rischi sono attenuati dalle garanzie di stato. Proprio per queste evenienze si raccomanda da molto alle imprese di attivare altri circuiti di provvista¹⁵⁸. Lo Stato e il sistema bancario hanno già dimostrato che da soli non riescono a far fronte alla forte richiesta di liquidità nonostante gli enormi sforzi. Con il Decreto “Liquidità” dello scorso aprile sono stati stanziati miliardi in garanzie pubbliche sui nuovi prestiti bancari, ma le richieste di finanziamento in corso di istruttoria sono tantissime e i tempi sono lunghi. Il sistema è saturo e le risorse coprono la metà del fabbisogno stimato ed ecco allora che entrano in gioco tutti gli strumenti di finanza alternativa a quella bancaria. Recuperare risorse ricorrendo alla finanza alternativa è una delle possibilità che si prospettano per il mondo imprenditoriale. Minibond, *crowdfunding*, *direct lending*, *private equity* e quotazione, dopo alcuni anni caratterizzati da una forte crescita in termini di risorse erogate, possono rappresentare gli strumenti che le PMI (e non solo) potranno utilizzare per diversificare la propria ricerca di liquidità e meglio gestire le esigenze di cassa¹⁵⁹.

A conferma di questa ipotesi, si può affermare che in situazione di carenza di liquidità aumentare l’indebitamento potrebbe non essere la strategia migliore e, considerando invece la montagna di crediti commerciali che le imprese hanno in pancia (483 miliardi di euro, in crescita dell’1,1% dal 2019), uno strumento in grado di monetizzare questi crediti e rendere immediatamente fruibili tali risorse senza appesantire i bilanci di debiti potrebbe essere l’*invoice trading*, che presenta vantaggi in termini di flessibilità e velocità di erogazione rispetto all’anticipo bancario o al factoring come detto nel corso

¹⁵⁸ COMANA M., *La finanza aziendale ai tempi dell'emergenza sanitaria*, 27 Aprile 2020, LuissOpen. Disponibile su: <https://open.luiss.it/2020/04/27/la-finanza-aziendale-ai-tempi-dellemergenza-sanitaria/>

¹⁵⁹ GRECO G., *La finanza alternativa per far ripartire le imprese*, 3 giugno 2020, MySolution.

del lavoro. Chiare le parole del co-founder di Workinvoice Tarroni che lasciano intuire come la cessione delle fatture si adatta meglio allo shock sistemico del Covid-19 rispetto al credito bancario: “La cessione delle fatture è una misura mirata che consente di allocare le risorse non a pioggia rischiandone la dispersione, ma esattamente nel sistema produttivo, laddove possono creare valore. A fronte di ogni fattura esiste un bene o un servizio scambiato e dunque imprese che hanno reale probabilità di ripartire, inoltre se un’azienda incassa la fattura nei tempi previsti perché è riuscita a cederla, pagherà prima i fornitori, il che genera un effetto benefico sull’intera filiera”¹⁶⁰. Sarebbe auspicabile un intervento diretto dello Stato per incentivare l’uso dei servizi di *invoice trading* sulla scia delle garanzie pubbliche, oltre a incentivi volti a promuovere ulteriormente l’uso di tutti i canali alternativi a quello bancario. In tale ottica ad esempio, il recente decreto Rilancio, in attesa del relativo regolamento attuativo da parte del MISE, ha previsto per le persone fisiche che investono in startup o PMI innovative attraverso *equity crowdfunding* il diritto ad una detrazione d’imposta pari al 50% del valore dell’investimento, anziché il 30% previsto dal regime ordinario attualmente vigente, al fine di avvicinare i piccoli investitori al sostegno dell’economia in questo periodo delicato.

In generale, è probabile che questa crisi sanitaria ed economica possa rappresentare un’ulteriore opportunità di crescita per la finanza alternativa, in grado di consolidare il trend positivo di risorse erogate dal settore nell’ultimo biennio e addirittura di far sperare in

¹⁶⁰ MAGNA L., *Covid, crisi di liquidità imprese: la soluzione potrebbe essere l’anticipo fatture*, 6 giugno 2020, Industrialitaliana. Disponibile su: <https://www.industrialitaliana.it/covid-liquidita-imprese-fintech-invoice-trading/>

risultati migliori di quelli attesi. Nel male generato da questa pandemia, è probabile ed auspicabile che essa possa portare qualche beneficio, come quello di accelerare il processo di avvicinamento delle imprese alla finanza alternativa e di cambiamento in atto del nostro sistema finanziario, portando ad un modello più aperto e diversificato.

Conclusioni

Il presente lavoro ha evidenziato come le due crisi susseguitesi nel periodo 2007-2013 abbiano portato alla luce le debolezze del nostro sistema finanziario. L'economia italiana è stata forse la più colpita per una serie di fattori tra cui l'elevatissimo numero di PMI che caratterizza il nostro sistema produttivo rispetto alla media europea le quali sono le più vulnerabili a fenomeni di *credit crunch*, dal momento che hanno come principale fonte di finanziamento il prestito bancario e quindi subiscono maggiormente problemi di accesso al finanziamento. È emerso inoltre che la riduzione dei flussi di prestiti bancari è attribuibile maggiormente all'irrigidimento delle condizioni di offerta da parte delle banche e all'aumento del costo di raccolta, soprattutto durante la crisi del debito sovrano, le quali hanno aumentato i tassi e ridotto i volumi di prestiti visto la carenza di disponibilità liquide. La riduzione dell'offerta ha preceduto il crollo della domanda di finanziamenti da parte delle imprese in entrambe le recenti crisi, ad indicare un nesso causale tra peggioramento delle condizioni di finanziamento e calo della produttività e del fabbisogno delle imprese. Le condizioni di offerta restrittive si sono però attenuate più rapidamente rispetto ai tempi di ripresa della domanda di prestiti, anche grazie agli

interventi Bce. Il livello di leverage raggiunto dalle PMI nel periodo precrisi è stato un fattore importante degli sviluppi negativi sull'economia reale, il debito bancario delle società non finanziarie è aumentato in tutti i paesi europei e particolarmente in Italia cambiando la struttura finanziaria delle imprese verso un modello più *leveraged*. Questo ha reso le PMI più vulnerabili e ha fatto sì che affrontassero le due crisi in condizioni finanziarie deboli già in partenza. In ottica di confronto europeo le PMI italiane presentavano livelli di leverage più elevati con un ampissimo ricorso ai finanziamenti bancari, soprattutto di breve termine, che hanno compromesso l'equilibrio patrimoniale e finanziario tra durata delle fonti e quello degli impieghi. La dipendenza dal credito bancario collegata alle restrizioni dal lato dell'offerta ha privato le PMI della disponibilità di risorse finanziarie nel periodo di crisi. È evidente che le forti conseguenze economiche sono in sintesi attribuibili alle caratteristiche strutturali e alle debolezze del sistema finanziario italiano incentrato sul ruolo delle banche, privo di mercati obbligazionari e azionari sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito bancario. Dallo studio è infatti emerso che nei principali paesi europei (Francia, Germania per non parlare del Regno Unito), dove il mercato del capitale di rischio e il settore finanziario sono più sviluppati, gli effetti del *credit crunch* sull'economia reale si sono attenuati più agevolmente. Sebbene è in atto un processo di *deleveraging* e di riequilibrio delle scadenze finanziarie, nonché di rafforzamento del capitale proprio anche se di intensità ancora debole, viene ancora oggi confermata la natura bancocentrica del nostro sistema finanziario italiano, le PMI dipendono ancora molto dal credito bancario anche di breve periodo oltre a presentarsi in una condizione di sottocapitalizzazione, il che porta ad una maggiore onerosità finanziaria che incide sui

margini di profitto, sulla capacità di autofinanziamento, sulla probabilità di default in condizioni di shock economici e di riduzione delle vendite, sulle prospettive di crescita. Questo pone grandi criticità in quanto in periodi di crisi sistemiche di tipo bancario-finanziarie le aziende con leva finanziaria maggiore hanno registrato tassi di default mediamente più elevati rispetto a quelle meno indebitate, favorendo gli effetti negativi sull'economia reale. Contemporaneamente, sono state irrigidite le norme bancarie sui requisiti di patrimonializzazione e di erogazione del credito contribuendo alla lenta ripresa dei prestiti. Con Basilea 3, a causa della presunta maggiore rischiosità delle PMI infatti, alle banche si chiede di fare accantonamenti a capitale più sostanziosi quando prestano a tali imprese pertanto il finanziamento alle PMI sta diventando uno degli impieghi meno attrattivi per le banche ed è molto probabile che le nuove regole di Basilea ridurranno i volumi di prestito e comporteranno un aumento dei tassi verso tali soggetti. Le imprese più piccole verranno fortemente penalizzate e saranno obbligate a compensare la riduzione di risorse con altre fonti. Tutto ciò va a dimostrare il perché l'Italia è stata maggiormente colpita e ha avuto maggiori difficoltà di ripresa e perché è necessario modificare le abitudini finanziarie delle PMI, ricorrendo ai canali di finanziamento alternativi per soddisfare il loro fabbisogno finanziario e correggere la loro struttura finanziaria. I vantaggi generali di un maggior ricorso a fonti finanziamento alternative al canale bancario e della spinta verso un sistema finanziario più rivolto al mercato dei capitali sono da ricondurre ad una riduzione del costo del capitale, del rischio di default, una minore vulnerabilità e capacità di risposta delle PMI a crisi bancarie-finanziarie e maggiori disponibilità di risorse in tali periodi, maggiori possibilità di crescita, oltre al fatto che l'utilizzo della finanzia alternativa essa stessa consente un

miglioramento dell'immagine della società e delle valutazioni di merito creditizio facilitando a sua volta possibilità di accesso a prestiti bancari a tassi più contenuti. La finanza alternativa rappresenta una risposta concreta al nostro ormai obsoleto sistema finanziario ed avrà un ruolo sempre crescente nella compensazione parziale del minor supporto creditizio da parte del sistema bancario.

Tra gli strumenti di finanza alternativa i Minibond hanno riscontrato un particolare successo tra le PMI non quotate, il mercato italiano sembra tenere il passo di quelli europei. A partire dal 2012, vi è stato un costante aumento del numero di nuove emissioni e in futuro si prevede un ulteriore sviluppo anche grazie alla collaborazione con i portali di *crowdfunding* che potranno collocare tali strumenti ampliando la platea di potenziale finanziatori, nonché grazie alla creazione del nuovo mercato ExtraMot Pro3, dedicato prevalentemente alle emissioni obbligazionarie delle PMI in crescita il quale ha l'obiettivo principale di aumentare la visibilità delle piccole aziende e facilitarne l'accesso al mercato dei capitali. Il maggior utilizzo dei Minibond consentirà di allungare la durata media delle fonti di finanziamento delle PMI migliorando la coerenza tra scadenza dell'attivo patrimoniale e quella del passivo, gli indici di liquidità e stabilità patrimoniale-finanziaria e le possibilità di crescita.

Nell'ambito del Fintech stanno aumentando le campagne di *equity crowdfunding* e di *peer to peer lending*, attraverso le quali le imprese possono acquisire risorse per finanziarie propri progetti di investimento, rispettivamente offrendo quote di partecipazione e strumenti di debito, sul web. Dal confronto europeo emerge che il volume di risorse raccolte in Italia è ancora contenuto e tra le due tipologie riscontra molto più successo il *lending*, anche se nel 2019 vi è stata una notevole crescita

dell'intero settore. I mercati più sviluppati restano comunque quelli asiatici e americani che distanziano di gran lunga l'Europa. Lo sviluppo delle piattaforme *lending* consentirebbe alle imprese di potersi finanziare a tassi mediamente più bassi rispetto ai canali tradizionali, soprattutto per i prestiti di minore dimensione che difficilmente vengono concessi dalle banche se non a tassi di interesse molto elevati. Lo strumento è particolarmente attrattivo per le PMI per il fatto che non sono richieste garanzie collaterali e che i tempi di erogazione del prestito sono ridotti. Il maggior utilizzo dell'*equity crowdfunding* consentirebbe alle imprese di ridurre il loro elevato livello di *leverage* e di riequilibrare la propria struttura finanziaria e può essere utilizzato come potente strumento di marketing per permettere alle imprese di testare la validità dei propri progetti sul web. Nella filiera del *crowdfunding*, uno strumento di particolare interesse è il *real estate* che permette a diversi investitori di partecipare al finanziamento (in *equity* o credito) di un progetto immobiliare. Dal momento che gli investimenti immobiliari sono sempre stati difficilmente accessibili alla platea dei risparmiatori in quanto richiedono di immobilizzare risorse consistenti, il *real estate* consentirebbe di risolvere questa problematica perché permette di partecipare ad un progetto anche con bassi importi di denaro e creare opportunità di diversificazione. Lo sviluppo di tale strumento di finanza alternativa potrebbe essere in grado di fornire importanti risorse alle PMI operanti nel settore immobiliare che spesso sono le prime vittime in momenti di crisi. Fa scalpore che in Italia, da sempre molto attiva negli investimenti immobiliari, stia riscontrando poco successo nel confronto europeo e mondiale ma le prospettive per il futuro sembrano convincere che sia uno dei comparti più promettenti nell'ambito del *crowdfunding*. La fonte a più alto tasso di crescita nella

finanza alternativa per le PMI italiane è il *l'invoice trading*, ovvero la cessione di una fattura commerciale in cambio di un anticipo in denaro attraverso una piattaforma online. Per le PMI, spesso a corto di liquidità, la possibilità di cedere una fattura commerciale assume un valore enorme e questo è particolarmente vero nel nostro Paese dove i tempi di pagamento riconosciuti ai clienti per la riscossione delle fatture sono particolarmente lunghi. È una fonte di finanziamento fondamentale per le PMI perché consente loro di ottenere risorse immediate senza creare debito e migliorando la loro posizione finanziaria netta. In tale ottica *l'invoice trading* consente di cedere fatture in maniera più rapida, flessibile in termini di importi delle fatture e trasparente rispetto ai canali tradizionali. Con *l'invoice trading* infatti, la transazione avviene rapidamente e online, la liquidità arriva sul conto dell'impresa in pochi giorni mentre il tempo per la concessione di un anticipo bancario si aggira intorno a tre settimane. Il ricorso all'*invoice trading* consente poi di godere di uno snellimento della burocrazia, dà la possibilità di portare in sconto anche una singola fattura evitando i limiti del factoring tradizionale che richiede spesso la cessione di un flusso di fatture annuale, non richiede garanzie collaterali né ci sono segnalazioni in centrale dei rischi.

Lo sviluppo dei mercati dei capitali è chiaramente un obiettivo cruciale per migliorare il nostro sistema finanziario, visto che negli Stati in cui i mercati azionari sono poco sviluppati la crescita si pone sempre al di sotto della media. Per spronare la quotazione delle PMI italiane, è stato lanciato AIM Italia, il mercato di Borsa Italiana dedicato alle PMI ad alto potenziale di crescita e che offre alle imprese una combinazione unica di vantaggi: un regolamento flessibile, un percorso semplificato e più rapido di quotazione, adempimenti post-quotazione calibrati sulla struttura delle piccole e medie imprese,

minori costi di quotazione. Nonostante le agevolazioni messe in atto e i numerosi incentivi fiscali, come l'istituzione dei nuovi PIR per incoraggiare l'investimento di medio-lungo termine delle famiglie italiane in favore dell'economia reale e delle piccole imprese italiane, l'AIM è ancora al di sotto delle sue potenzialità e le imprese sono ancora restie alla quotazione. Tuttavia, dopo un avvio deludente AIM Italia sta portando risultati sempre più entusiasmanti e nel 2017 addirittura era riuscito a raddoppiare la sua capitalizzazione rispetto all'anno precedente e importanti sono stati i numeri delle nuove IPO da parte delle PMI italiane nel biennio 2018-19 tuttavia resta ancora evidente il gap con i mercati degli altri principali paesi UE.

La promozione del *private equity*, cioè l'attività finanziaria attraverso la quale un investitore professionale rileva quote del capitale di rischio di un'impresa con l'obiettivo di ottenere la valorizzazione della partecipazione acquisita nel lungo termine e conseguire un guadagno in conto capitale dalla successiva vendita, è fondamentale per lo sviluppo delle PMI. È importante perché consentirebbe alle nostre imprese di raccogliere risorse non bancarie senza incidere sul *leverage* aumentando la patrimonializzazione, le quali possono essere utilizzate per sostenere piani di sviluppo, per nuovi prodotti e nuove tecnologie, per finanziarie la crescita aziendale e soprattutto, il PE consente alle imprese di avvicinarsi al mercato dei capitali. Anche nel settore del PE sembra che l'Italia non riesca a reggere il passo, la quota di capitali investiti risulta essere irrisoria rispetto al complesso dell'area europea, soprattutto nei confronti di Francia e Regno Unito il cui sistema finanziario di matrice anglosassone ricalca quello USA. Questo è dovuto ad una ridotta maturità di settore tanto dal lato degli operatori, che in Italia sono pochi rispetto agli altri paesi Ue, quanto dal lato delle imprese che scontano ancora

una diffidenza rispetto queste forme di finanziamento e sono restie all'ingresso nel capitale di investitori istituzionali e alla condivisione del management aziendale con gli stessi. Il gap è ancora più accentuato per quanto riguarda le sole operazioni di *venture capital*.

Un mercato nato da poco ma in continua crescita a livello globale è quello relativo al *direct lending*, l'attività di erogazione diretta di finanziamenti da parte di soggetti non bancari. Le somme raccolte e investite dai fondi e altri operatori statunitensi, dove il processo di disintermediazione bancaria è iniziato da tempo, sembrano inarrivabili dal sistema finanziario europeo che però mostra una tendenza in forte crescita mentre in Italia siamo agli albori. Il nostro ritardo è legato in gran parte ad alcuni dubbi regolamentari sulla possibilità di erogazione diretta di credito da parte di soggetti non bancari, dubbi che sono stati sciolti solo recentemente riconoscendo ai fondi tale possibilità. Il vantaggio di tale strumento è la rapidità di erogazione del finanziamento rispetto al circuito bancario. A fronte di ciò, il *direct lending* comporta in generale un tasso di interesse più elevato che però non scoraggia le PMI che sono ben disposte a pagare un premio più alto in cambio di finanziamenti rapidi ed utili a finanziare i propri piani di sviluppo e colmare eventuali carenze nell'offerta di credito.

In sintesi, lo sviluppo della finanza alternativa come fonte di risorse per le PMI italiane è ancora abbastanza indietro rispetto al contesto europeo, fatta eccezione per l'*invoice trading* e i Minibond che sono particolarmente apprezzati, ma le aspettative lasciano prevedere che il ruolo dei nuovi canali di finanziamento sarà sempre più importante a discapito della finanza tradizionale. È in atto una rivoluzione del nostro sistema finanziario che non può essere fermata e che vedrà nuovi player di matrice non bancaria

come le aziende Fintech che aumenteranno la concorrenza di settore. Oltre a ciò, il prolungato scenario di bassi tassi di interesse che riduce i margini bancari, il cambiamento delle abitudini dei consumatori e delle aziende, l'innovazione tecnologica e la tendenza verso una *intangible-rich economy* porteranno ad una modifica dell'offerta dei servizi per il finanziamento degli investimenti aziendali, mettendo in situazione di incertezza il ruolo degli attori bancari e il proprio modello di business. La necessaria trasformazione della banca tradizionale nella banca del futuro si può sintetizzare in due imperativi di rinnovamento: l'orientamento al cliente e la trasformazione digitale. Per riuscire in ciò, la vecchia finanza deve comprendere le potenzialità della nuova e in tale ottica la collaborazione fra gli istituti di credito e le compagnie Fintech sarà la chiave per il futuro del banking e del nostro sistema finanziario, che può anche rappresentare una strategia per contrastare l'avanzata delle Big Tech nel settore.

Infine, nell'ambito della problematica relativa alla crisi sanitaria, è possibile auspicare un ulteriore slancio della finanza alternativa a sostegno delle PMI che stanno subendo gli effetti del Covid-19, sulla scia di quanto osservato nell'ultimo biennio. È infatti probabile che le banche, nonostante il sistema di garanzie messo in atto dallo Stato, non saranno da sole in grado di sopperire al forte e immediato bisogno di risorse delle imprese le quali stanno affrontando un'importante crisi di liquidità a causa del blocco della domanda e quindi della produzione, carenza che può e deve essere colmata con tutti i possibili canali di finanziamento.

BIBLIOGRAFIA

- ACCORNERO M., ALESSANDRI P., CARPINELLI L., SORRENTINO A.M., *Non-performing loans and the supply of bank credit: evidence from Italy*, March 2017, Occasional Papers n. 374, Banca d'Italia, pp. 5-23
- ADONOPOULOS G., *Decreto Rilancio: le agevolazioni per chi investe in startup e PMI innovative*, Maggio 2020, Money.it
- AIM Italia focus 2019: *analisi IPO 2019, raccolta capitali, dati e statistiche*, 8 gennaio 2020, IRTOP Consulting, pp. 1-7
- AIM Italia, *il mercato per fare impresa*, ottobre 2013, Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group, pp. 1-11
- Al via ExtraMOT PRO³, il nuovo segmento obbligazionario di Borsa Italiana dedicato alle PMI*, comunicato stampa del 24 settembre 2019, Borsa Italiana, pp. 1-4
- ALBARETO G., MARINELLI G., *Italian banks and market-based corporate financing*, March 2018, Occasional Papers n. 432, Banca d'Italia, pp. 5-35
- ALBERETO G., FINALDI RUSSO P., *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, luglio 2012, Occasional paper n. 127, Banca d'Italia, pp. 5-42
- ALBERTAZZI U., ESPOSITO L., *Credit demand and supply*, 2017, n.1134, Banca d'Italia, pp. 5-37
- ALESSANDRINI P., PAPI L., PRESBITERO A., ZAZZARRO A., *Crisi finanziaria globale, crisi sovrana e crisi bancaria: l'Italia e il confronto europeo*, working paper n.87, 2013, MoFir, pp. 1-28
- ALLISIARDI G., *Bitcoin per tutti*, 2018, pp. 1-122
- ALVARO S., CASELLI S., D'ERAMO D., *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, dicembre 2018, CONSOB, pp. 6-50
- ANGELINO A., BALDA F., EMILANI D. et al., *Rapporto CERVED PMI 2018*, pp. 9-134
- ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CALVANI C. ET AL., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza alternativa*, FrancoAngeli, Milano, 2014
- ASLI DEMIRGÜÇ-KUNTA, MARIA SOLEDAD MARTINEZ PERIAB, THIERRY TRESSELC, *The global financial crisis and the capital structure of firms: Was the impact more severe among SMEs and non-listed firms?*, november 2019, Journal of corporate finance, pp. 2-32
- BARBAGALLO C., *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, Marzo 2019, intervento del capo del dipartimento della vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia
- BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 5-63

- BARTOLUCCI M., CALAMARI S., CRETA F., DONIZZELLI G., FASCENDINI E., GIUDICI G. et al., *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, novembre 2018, Osservatori Entrepreneurship & Finance del politecnico di Milano, pp. 3-64
- BASSO F, DISEGNI S., *La Grecia e la crisi: cosa è successo dal 2009 ad oggi*, 30 novembre 2018, Corriere della Sera
- BASTASIN C., *Bce, era il 26 luglio 2012: un giorno che cambiò il corso degli eventi. Così nacque il whatever it takes*, 18 gennaio 2015, *IlSole24Ore*
- BEZOEN B.B.J., *The Impact of Basel III on European Bank Lending*, July 2015, University of Twente, pp. 1-27
- BINI F., *chi ha in mano il debito pubblico italiano: l'evoluzione in 30 anni*, 30 maggio 2018, *La Repubblica*
- BOFONDI M., *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, marzo 2017, questioni di economia e finanza – occasional paper n.375, Banca d'Italia, pp. 5-24
- BONACCORSI DI PATTI E., D'IGNAZIO A., GALLO M., MICUCCI G., *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, October 2014, Occasional paper n. 244, Banca d'Italia, pp. 5-17
- BONACCORSI DI PATTI E., FINALDI RUSSO P., *Firms' financial fragility and credit allocation*, February 2017, Occasional Papers n.371, Banca d'Italia, pp. 1-18
- BONSI S., BRUZZO A., *Il finanziamento delle PMI nei principali paesi dell'Ue durante la grande recessione*, 2015, pp. 39-65.
- BUSETTI F., COVA P., *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, settembre 2013, Occasional paper n.201 di Banca d'Italia, pp. 5-20
- Bussi C., *Scudo salva-Ue: Gli ostacoli operativi frenano il debutto*, 8 Ottobre 2012, *IlSole24Ore*
- CAIVANO M., RODANO L., SIVIERO S., *La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana. un'indagine controfattuale, 2008-2010*, aprile 2010, Occasional paper n. 64 di Banca d'Italia, pp. 5-31
- CALUGI R., MORELLI V., PAGLIETTI G., *I Minibond: istruzioni per l'uso*, 2014, Consorzio camerale credito e finanza, pp. 3-87
- CAMPANELLA F., D'ANGELO E., MUSTILLI M., *Basel III and Credit Crunch: An Empirical Test with Focus on Europe*, May 2017, *Journal of Applied Finance & Banking*, 48-55
- CARETTO G., GIARDINELLI V., GUERRIERO M., SPERANDIO A., *Libro bianco su Fintech e pagamenti digitali*, 2018, Innovative Publishing. Pp. 9-87
- CARLINI V., *Liquidità Bce, all'economia solo un terzo*, 2 Dicembre 2012, *IlSole24Ore*
- CASIRAGHI M, GAIOTTI E., RODANO L., SECCHI A., *The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis*, september 2013, occasional paper n. 203, Banca d'Italia, pp. 5-26

- COLOMBARI E., *Crowdfunding e crowdfunding: la situazione in Italia*, 2018, Prometeia, pp. 3-19
- COLUCCIA M., *Banche, le nuove regole europee a sostegno del credito*, marzo 2019, Prometeia
- COMANA M., *La finanza aziendale ai tempi dell'emergenza sanitaria*, 27 Aprile 2020, LuissOpen
- CORSI C., MIGLIORI S., *Le PMI italiane: governance, internazionalizzazione e struttura finanziaria*, Milano, FrancoAngeli, 2016
- COSIMANO, T. F., & HAKURA, D. S., *Bank Behavior in Response to Basel III: A Cross-Country Analysis*, 2011 International Monetary Fund, pp. 3-31
- CUSSEDDU V., *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, FCRE, 2011, pp. 2-21
- D'AURIA C., *Introduzione ai Minibond*, aprile 2014
- DAVI L., *Banche Ue, Basilea 3 affossa le PMI*, 10 Aprile 2019, IlSole24Ore, pag. 6
- DE FELICE G., DE NOVELLIS F., LOSSANI M., PANETTA F., *La congiuntura, la dinamica del credito e la struttura finanziaria delle imprese*, marzo 2010, ASSB, pp. 2-93
- DE LUCA R., LUCIDO N., *Il peer to peer lending: aspetti operativi ed opportunità per aziende e investitori*, 2019, FNC, pp. 3-22
- DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*, February 2016, occasional paper n. 308, Banca d'Italia, pp. 5-21
- DE SOCIO A., *La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale*, Occasional paper n.66, aprile 2010, Banca d'Italia, pp. 5-22
- DE STEFANIS C., *Mini-bond dalle PMI. Con il crowdfunding*, 22 ottobre 2019, Italia Oggi, pag. 34
- DEL GIOVANE P., NOBILI A., SIGNORETTI F.M., *Supply tightening or lack of demand? An analysis of credit developments during the Lehman Brothers and the sovereign debt crises*, november 2013, working paper n. 942, Banca d'Italia, pp. 5-26
- DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Torino, Giappichelli editore, 2013
- DORINI L., *Prosegue il deleveraging delle imprese italiane: è un dato positivo?*, agosto 2019, IlSole24Ore
- ERAMO G., FELICI R., FINALDI RUSSO P., SIGNORETTI M., *How slow is the recovery of loans to firms in Italy?*, Occasiona Paper n. 469, November 2018, Banca d'Italia, pp. 5-28
- FERRANDO A., POPOV A., UDELL G.F., *Sovereign stress and SMEs' access to finance: Evidence from the ECB's SAFE survey*, August 2017, vol.81, Journal of Banking & Finance, pp. 2-33

FERRARO L., *FINTECH: La digitalizzazione della finanza tra Criptovalute e Blockchain*, IPE Working Paper n.18, pp. 2-27

FRANCESCHI A., *Bond aziendali, acquisti Bce al via*, 9 Giugno 2016, *IlSole24Ore*

GEROSA F., *La Bce aumenta il Pepp di 600 mld e lo estende a fine giugno 2021*, 4 giugno 2020, *MilanoFinanza*

GERVASONI A. - DIRETTORE GENERALE AIFI (ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT) , *Le sfide del venture capital in Italia e le novità della manovra 2019*, Gennaio 2019, pp. 37-39

GIUDICI G, DONIZZELLI G., GIUDICE S. et al., *4° Report italiano sul crowdfunding*, Luglio 2019, Osservatori Entrepreneurship & Finance, School of management POLIMI, pp. 2-58

GIUDICI G., CARNEVALI F., BASSAN A.F. et al., *5° report italiano sui Minibond*, febbraio 2019, Osservatorio Minibond, pp. 5-66

GIUDICI G., CARNEVALI F., FASCENDINI E. et al., *6° report italiano sui Minibond*, febbraio 2020, Osservatorio Minibond, pp. 5-67

GRECO G., *La finanza alternativa per far ripartire le imprese*, 3 giugno 2020, *MySolution*

HUMBLLOT T., *Basel III effects on smes' access to bank credit: an empirical assessment*, March 2016, University of Bordeaux, LAREFI (Laboratoire d'Analyse et de Recherche en Economie et Finance Internationales), pp. 2-21

I servizi FINTECH per le PMI lombarde, febbraio 2018, Regione Lombardia in collaborazione con School of Management del politecnico di Milano, pp. 2-71

iFinance - Guida agli strumenti di finanza innovativa a supporto della crescita e sviluppo, Confindustria Ancona, 2018. Pp. 19-102

INCORVATI L., *AIM Italia volano di crescita per le PMI più promettenti*, 10 aprile 2019, *ilsole24ore*.

INCORVATI L., *Fondi di venture capital pronti a fare shopping in Italia*, 14 febbraio 2019, *IlSole24Ore*

LAMBIASE A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, Milano, FrancoAngeli, 2016

LAMBIASE A., *Le principali evidenze: risultati, liquidità e governance*, OSSERVATORIO AIM ITALIA a cura di IR Top Consulting, 25 luglio 2018, pp. 2-20

LATORRE G., CICONI G., *Trend e prospettive del settore bancario in Italia*, 25 febbraio 2020, KPMG, pp. 4-52

Le banche del futuro, The European House - Ambrosetti, 2019, pp. 15-153

LONGO M., *Agenzie e azionisti, il grande conflitto*, 17 gennaio 2012, *ilSole24Ore*

LONGO M., *Rischio Italia, un mercoledì di paura sui mercati: spread Btp-Bund a 575 punti, Bot a un anno al 9%*, 10 novembre 2011, *IlSole24Ore*

LOPS V., *Ecco come lo spread Btp-Bund mette a rischio quello sui mutui e le erogazioni*, 18 maggio 2012, *IlSole24Ore*

LUCIDO N., RENNE F., *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, 2017, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, pp. 1-114

LUSARDI A., *La crisi dei mutui subprime: una panoramica*, 30 maggio 2009, Dartmouth College.

MAGNA L., *Covid, crisi di liquidità imprese: la soluzione potrebbe essere l'anticipo fatture*, 6 giugno 2020, *Industrialitaliana*

MERLI A., *Bce, le banche restituiscono 137 miliardi*, 26 Gennaio 2013, *IlSole24Ore*

MERLI A., *È partito il grande Qe all'europea*, 10 marzo 2015, *IlSole24Ore*

MIRANI S., BONO P., MANTOVANI R., *Struttura finanziaria delle PMI italiane*, dicembre 2016, special report CRIF ratings

MONTANARO E., *Basilea III: note di sintesi*, 2013, pp. 1-16

NACEUR S.B., ROULET C., *Basel III and Bank-Lending: Evidence from the United States and Europe*, September 2017, working paper of IMF (International Monetary Fund), pp. 4-30

NERI S., *The impact of the sovereign debt crisis on bank lending rates in the euro area*, *Questioni di economia e finanza*, May 2013, occasional paper n.170, Banca d'Italia, pp. 5-16

NICOLAI D., GUBITTA P., *TLTRO e Qe non consentono ancora la ripresa del credito: lo scetticismo delle piccole imprese*, 2016, pp. 130-160

PALETTA A., *SPAC quotate in Borsa: IPO, azioni, warrant e diritti di assegnazione*, Luglio 2018, *Diritto24*, *IlSole24Ore*

PANETTA F., SIGNORETTI F.M., *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, aprile 2010 *Questioni di economia e finanza*, Occasional paper n.63, Banca d'Italia, pp. 7-38

PERONCINI S., *Private equity e venture capital in Europa e in Italia*, 8 maggio 2018, *StartBusiness*

PLATTNER L., *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, settembre 2018, *Relazione al XXXII Convegno di studio "Adolfo Beria di Argentine" su problemi attuali di diritto e procedura civile, Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, pp. 2-21

Rapporto Cerved PMI 2019, Cerved, pp. 19-45

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2008, Roma, 29 maggio 2009

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2009, Roma 31 maggio 2010

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2010, Roma, 31 maggio 2011

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2011, Roma, 31 maggio 2012

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2012, Roma, 31 maggio 2013

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2013, Roma, 30 maggio 2014

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2014, Roma, 26 maggio 2015

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2015, Roma, 31 maggio 2016

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2016, Roma, 31 maggio 2017

Relazione annuale banca d'Italia sul 2017, Roma, 29 maggio 2018

Relazione annuale Banca d'Italia sul 2018, Roma, 31 maggio 2019

RIGHINI A., TAMBALO M., *"AIM Italia", il mercato borsistico per le PMI*, giugno 2016, il commercialista veneto n.231, pp. 7-8

SARLI M., *Le Big Five sotto la lente della Fed*, Diario della crisi finanziaria, 27 Marzo 2008.

SORRENTINO R., *Bce, nuovo Qe da 20 miliardi al mese e taglio tassi: ecco il bazooka di Draghi*, 13 Settembre 2019, *IlSole24Ore*

SPAC: Chi raccoglie e investe in Italia, marzo 2019, *BeBeez*, pp. 1-7

TOMASICCHIO R., *Invoice trading antirecessione*, settembre 2019, *ItaliaOggi*, pag. 18

TOMASICCHIO R., *PMI, diversificare le fonti è la via di fuga al credit crunch*, 4 marzo 2019, *ItaliaOggi*, pp. 4-5

TONIOLO G., *Basilea 3: Buffer di capitale ed impatto sul pricing alle imprese*, *ETR Formazione*

TRAPPOLINI A., *Boom delle Ipo su AIM Italia con i Pir 3.0. I numeri dell'Osservatorio*, *Focus Risparmio*, Gennaio 2020

VENESIO C., *Credito alle PMI, perché l'Italia resta indietro*, 8 gennaio 2020, *IlSole24Ore*

VISCO I., *Banche e finanza dopo la crisi: lezioni e sfide*, *Moneta e Credito* Vol. 71, 2018, pp. 95-116

ZOTTI A., *Nuovi strumenti per finanziare le PMI*, 2018, *osservatorio: imprenditorialità, finanza e mercati finanziari*, pp. 75-81

SITOGRAFIA

<https://www.aifi.it/>

<https://www.bancaditalia.it/>

<https://bebeez.it/>

<https://www.borsaitaliana.it/>

<http://www.consob.it/>

<https://www.crowd-funding.cloud/>

<https://www.ilsole24ore.com/>

<https://www.italiaoggi.it/>

<http://irtop.net/osservatorio-aim/>

<https://24plus.ilsole24ore.com/>

<https://www.money.it/>

<https://www.milanofinanza.it/>

<http://www.osservatorioMinibond.it/>

<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/>

<https://www.som.polimi.it/>