UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Curriculum Economia e Diritto d'Impresa

# QUOTAZIONE ALL'AIM:
# I RIFLESSI SULLA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI

# LISTING ON AIM:
# THE EFFECT ON THE CAPITAL STRUCTURE OF SMEs

Relatore:
Chiar.mo Prof. Alberto Manelli

Tesi di Laurea di:
Lorenzo Viserta

Anno Accademico 2018 – 2019

***Indice***

**Introduzione** ..... **3**

**Capitolo 1** ..... **7**

1.1. Introduzione ..... 7

1.1.1. Breve analisi del concetto di autofinanziamento ..... 8

1.1.2. Breve analisi del concetto di capitale proprio e del ruolo degli azionisti ..... 10

*I diritti patrimoniali* ..... 10

*I diritti amministrativi* ..... 13

1.1.3. Breve analisi del concetto di capitale di debito e del ruolo dei creditori sociali ..... 14

1.2. La struttura finanziaria delle imprese: una analisi delle principali teorie ... ..... 15

1.2.1. L'approccio tradizionale alla struttura finanziaria dell'impresa ..... 16

1.2.2. La teoria di Modigliani e Miller nella sua versione tradizionale ..... 20

*I proposizione della teoria di Modigliani e Miller in assenza di imposte* . 21

*II proposizione della teoria di Modigliani e Miller in assenza di imposte* 24

*III proposizione di Modigliani e Miller in assenza di imposte* ..... 28

1.2.3. La teoria di Modigliani e Miller nella sua versione modificata ..... 29

*I proposizione di Modigliani e Miller in presenza di imposte* ..... 29

*II proposizione di Modigliani e Miller in presenza di imposte* ..... 32

*Introduzione di imposte personali nel modello di Modigliani e Miller* ..... 35

1.2.4. Bankruptcy cost e la trade-off theory ..... 37

1.2.5. Costi di agenzia e struttura finanziaria delle imprese ..... 41

*I conflitti di agenzia del capitale proprio* ..... 42

*I conflitti di agenzia del capitale di debito* ..... 47

*I conflitti di agenzia tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza* ..... 52

1.2.6. La teoria del Pecking Order ..... 55

**Capitolo 2 ..... 61**

2.1. Introduzione ..... 61

2.2. La struttura finanziaria delle imprese italiane: rassegna della letteratura ... ..... 61

2.3. L'impatto del PMI nel sistema economico italiano: osservazioni ..... 66

2.4. La finanza alternativa per le PMI italiane ..... 71

2.4.1. Mini-Bond ..... 71

*Evidenze empiriche sullo sviluppo dei mini-bond* ..... 73

*Analisi dei bilanci ed effetti delle emissioni di mini-bond* ..... 77

2.4.2. Crowdfunding ..... 78

*Reward-based crowdfunding* ..... 79

*Equity crowdfunding* ..... 79

*Evidenze empiriche sullo sviluppo dell'equity crowdfunding* ..... 81

*Lending-based crowdfunding* ..... 84

*Evidenze empiriche sullo sviluppo del lending-based crowdfunding* ..... 85

**Capitolo 3 ..... 87**

3.1. Introduzione ..... 87

3.2. Il processo di quotazione all'AIM.....87

3.3. Effetti e motivazioni che spingono le imprese a quotarsi: una rassegna della letteratura .....93

**Capitolo 4.....101**

4.1. Metodologia e ipotesi di ricerca.....101

4.2. Data set.....105

4.3 Risultati dello studio .....107

**Conclusioni .....121**

**Bibliografia ..... 128**

## *Introduzione*

È oramai chiaro, stante l'elevato grado di internazionalizzazione dell'economia, l'intento del legislatore di favorire ed incentivare sempre più le PMI ad aprirsi ai mercati ed affrontare così la sfida della quotazione. Infatti, mai come prima d'ora, si è avvertita la necessità di rivoluzionare culturalmente e strutturalmente le piccole e medie imprese al fine di spingerle ad approcciarsi ad un serio percorso di crescita e di sviluppo che sempre più è indispensabile per la sopravvivenza delle stesse.

Proprio sull'onda di quanto predetto, il presente studio si pone l'obiettivo di sviluppare un'analisi volta a valutare ed evidenziare gli effetti che il processo di quotazione all'AIM genera sulla struttura finanziaria delle PMI.

Numerosi, infatti, sono gli accademici e i ricercatori che nel tempo hanno studiato le motivazioni che spingono le imprese a quotarsi e gli effetti che il medesimo processo produce sulle *performance* societarie. Al tempo stesso, però, ad oggi pochi sono ancora gli studi che si focalizzano sugli effetti che il processo di quotazione genera sulla struttura finanziaria e sulle *performance* delle PMI, in particolar modo su quella delle PMI italiane.

Detto ciò lo studio in parola, che si pone l'ambizioso obiettivo di contribuire ad arricchire la letteratura afferente la "*capital structure*" delle PMI italiane e gli effetti che il processo di quotazione genera sulle stesse, si articolerà nel modo di seguito descritto.

Nel primo capitolo verrà realizzata una rassegna dei principali filoni teorici di riferimento, sviluppatisi nel tempo, volti ad analizzare la struttura finanziaria delle imprese e ad individuare una possibile *capital structure* ottimale perseguibile dalle stesse.

Nel secondo capitolo, invece, si passerà in primo luogo ad analizzare la letteratura che è stata prodotta nel tempo da accademici e ricercatori relativa allo studio della struttura finanziaria delle imprese italiane e, in particolar modo, delle PMI. Successivamente, si analizzerà l'impatto che le PMI generano sul tessuto economico-produttivo italiano e, con riferimento alla struttura finanziaria delle stesse, quali sono i punti di debolezza che storicamente le affliggono. In particolar modo si rileverà, in seguito all'analisi di studi empirici, l'elevato grado di indebitamento finanziario che caratterizza le PMI "nostrane", rispetto alle competitor europee e mondiali, nonché l'eccessiva esposizione delle stesse imprese nei confronti degli intermediari finanziari. Si passerà poi ad analizzare alcuni strumenti alternativi di cui le PMI possono dotarsi per diversificare le loro fonti di finanziamento, aprirsi ai mercati ed abbandonare la logica storica che per troppo tempo ha contaminato il nostro paese del "*piccolo è bello*".

Nel terzo capitolo, introduttivo rispetto al successivo studio empirico, verrà descritto il processo di quotazione all'AIM da parte di una PMI, nonché verrà realizzata una rassegna degli studi volti a rilevare i vantaggi, gli svantaggi e le motivazioni che inducono le società a quotarsi.

Successivamente, nel quarto ed ultimo capitolo, verrà realizzato uno studio empirico sulle imprese oggetto di campionamento volto a confrontare la struttura finanziaria relativa l'anno antecedente e i due anni successivi la data di quotazione con il fine di evidenziare gli effetti che la decisione del "*going public*" produce sulla stessa *capital structure* e sulle *performance* economiche delle PMI. A seguito dello studio, verranno poi illustrate le conclusioni del predetto lavoro.

## *Capitolo 1*

## *La struttura finanziaria delle imprese*

### 1.1. Introduzione

La struttura finanziaria di una impresa è composta dall'insieme degli impieghi e delle fonti di finanziamento presenti all'interno della società.

Pertanto, ricordando uno dei concetti cardine alla base del bilancio civilistico, che prevede l'uguaglianza tra impieghi e fonti di finanziamento, la struttura finanziaria di una impresa può essere definita attraverso la seguente uguaglianza:

$$IMM + CCL = PN + DBT + DML$$

Dove:

IMM = immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie

CCL = capitale circolante lordo; ossia rimanenze di magazzino, crediti e liquidità

PN = patrimonio netto

DBT = indebitamento a breve termine, ossia di durata non superiore a 18 mesi

DML = indebitamento di medio/lungo termine, ossia di durata superiore ai 18 mesi

Detto ciò, in virtù delle finalità perseguite dal presente scritto, la nostra attenzione sarà posta su quelle che sono le varie fonti di finanziamento di cui una impresa si può dotare, le quali, a ben vedere, nonostante le varie innovazioni di matrice finanziaria sorte in particolar modo nell'ultimo decennio, sono pressoché riconducibili a tre tipologie fondamentali:

1) autofinanziamento;

2) capitale proprio;

3) debito.

### 1.1.1. Breve analisi del concetto di autofinanziamento

L'autofinanziamento, che rappresenta l'unica fonte interna di copertura del fabbisogno finanziario, può essere definito come la capacità dell'impresa di finanziare autonomamente il proprio processo produttivo, attraverso la generazione interna di risorse e dunque evitando il ricorso a fonti di finanziamento esterne[1].

Ovviamente, tale autofinanziamento rappresenta una fonte di imprescindibile importanza nella composizione della struttura finanziaria di una impresa in quanto grazie a questo l'impresa è in grado di finanziare la propria attività corrente, o i propri progetti di investimento, senza far ricorso a fonti di finanziamento esterne. Detto ciò, si osserva che l'autofinanziamento è una fonte la cui entità dipende sostanzialmente da due fattori:

- redditività dell'impresa;
- politica dei dividendi adottata dall'impresa.

Poiché l'autofinanziamento è un flusso che viene generato internamente dall'impresa, è pacifico osservare come l'entità dello stesso sarà in primo luogo frutto della capacità dell'impresa di produrre margini positivi, attraverso le proprie

[1] Cfr. Manelli A., *Finanza di impresa*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009, p. 164.

vendite, volti a remunerare il costo dei fattori produttivi e i creditori aziendali. Ciò che residua, pertanto, sarà l'utile prodotto dall'impresa la cui destinazione dipenderà dalla politica dei dividendi applicata dal management attraverso la quale l'organo amministrativo sarà chiamato a decidere quanto destinare ai soci dell'impresa come forma di remunerazione, sotto forma di dividendi o operazioni di buyback[2], o quanto destinare ad autofinanziamento mediante accantonamento a riserva degli stessi utili.

Per concludere questa breve panoramica sul concetto di autofinanziamento, occorre precisare che, nonostante l'indiscusso contributo che l'autofinanziamento è in grado di generare per il sostentamento dell'impresa, la stessa fonte non risulta di per sé sufficiente a coprire il fabbisogno complessivo dell'impresa; infatti, anche nel caso, prettamente teorico, in cui l'impresa riesca a finanziare l'intero fabbisogno societario con il mero autofinanziamento, il solo utilizzo di questo, ed il mancato ricorso a fonti esterne, probabilmente limiterà lo sviluppo aziendale non permettendo alla stessa società di sfruttare ulteriori possibilità di investimento volte a creare valore nel tempo.

---

[2] I buyback sono operazioni mediante le quali le società riacquistano titoli azionari propri. Queste operazioni possono essere utilizzate, alternativamente alla distribuzione di dividendi, per remunerare gli azionisti ma anche per perseguire differenti obiettivi come, ad esempio:
. la protezione della società da scalate ostili promosse da *rider* esterni;
. promuovere piani di "stock option" a favore dei manager con l'intento di ridurre i conflitti di agenzia del capitale proprio;
. manipolazione di indicatori rivelatori della redditività aziendale, come ROI e ROE.
Per maggiori approfondimenti consultare:
Manelli A., *Il riacquisto di azioni proprie*, Pitagora Editrice S.r.l., Bologna, 2007.
Damodaran A., *Finanza aziendale*, APOGEO S.r.l., Milano, 2006.

### 1.1.2. Breve analisi del concetto di capitale proprio e del ruolo degli azionisti

Il capitale proprio, o capitale di rischio, è una forma di finanziamento esterna composta da tutte le risorse apportate dai soci dell'impresa.

Fatta questa premessa, si osserva che la qualifica di socio si ottiene attraverso l'acquisizione, da parte di investitori, di titoli rappresentativi del capitale sociale che, considerando le società per azioni, sono rappresentati da titoli azionari.

L'acquisizione della qualifica di azionista, e dunque di socio, della società fa sorgere in capo agli stessi soci i seguenti diritti:

1) diritti patrimoniali;
2) diritti amministrativi.

*I diritti patrimoniali*

Il socio azionista, in virtù della sua qualifica, acquisisce il diritto al dividendo. Tale dividendo può essere definito come quella quota parte di utili conseguiti dalla società che non viene accantonata a riserva, e dunque destinata ad autofinanziamento, ma viene destinata ai soci come forma di remunerazione.

A ben vedere, però, è necessario evidenziare che l'esistenza di questo diritto non si tramuta in un obbligo per la società di garantire una forma di remunerazione periodica allo stesso azionista. Pertanto, pur essendo vero che l'acquisizione di azioni fa sorgere diritti patrimoniali, e dunque il diritto ad una remunerazione per l'azionista, l'esistenza e l'entità di tale remunerazione dipende da due fattori:

- *Redditività aziendale*
- *Politica dei dividendi assunta dall'impresa*

In primis, essendo i dividendi una quota parte di utili prodotti dall'impresa che vengono destinati ai soci, l'entità di questi è ancorata in primo luogo alla capacità dell'impresa di saper produrre utili in modo soddisfacente e continuativo nel tempo. Va qui però effettuata una breve digressione osservando che anche in assenza di utili l'impresa può garantire la distribuzione di dividendi utilizzando riserve precedentemente accantonate, in esercizi passati, e non distribuite. Tale scelta viene spesso assunta dal management, durante fasi transitorie di produzione di perdite o di utili non significativi da parte della società, per cercare di preservare l'immagine aziendale all'interno dei mercati ed evitare di essere penalizzati in termini di andamento del valore del titolo[3].

In secondo luogo, l'entità dei dividendi distribuiti agli azionisti è funzione di quella che è la politica dei dividendi seguita dall'impresa; ossia, dipende dalle

[3] Le considerazioni svolte in questa sede sono, per necessità espositive, estremamente sintetiche e volte esclusivamente ad effettuare una panoramica espositiva dei tratti essenziali dei finanziamenti a titolo di capitale proprio e di debito.
Sinteticamente si può però osservare come i manager societari tendono a prediligere una politica dei dividendi stabile nel tempo. Infatti, si è rilevato empiricamente come una variazione negativa della politica dei dividendi adottata, e dunque una riduzione degli utili distribuiti, comporta una contrazione significativa del valore di mercato dei titoli azionari.
Per maggiori approfondimenti consultare:
Manelli A., *Finanza di impresa*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009, cap. 5-7-8;
Manelli A., *Il riacquisto di azioni proprie*, Pitagora Editrice S.r.l., Bologna, 2007, cap. 2-3;
Modigliani F., Miller M.H., "*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares"*, Journal of Business, 34, 1961;
Litner J., "*Distribution of incomes of corporation among dividends, retained earnings, and taxes"*, The American Economic Review, 46, 1956.

decisioni assunte in tema di quale entità di utili conseguiti destinare ad autofinanziamento attraverso accantonamento a riserve e quanto, invece, destinare agli azionisti in termini di dividendi.

A tal proposito, un indicatore idoneo a indicare la politica dei dividendi assunta dall'impresa è il payout ratio, in formula:

$$Payout\ ratio = \frac{Dividendi}{Reddito\ Netto}$$

L'analisi dell'indicatore in parola, riprendendo quanto predetto, ci permette di fare le seguenti osservazioni:

- in primo luogo, il payout ratio ci permette di capire qual è, in termini percentuali, la quota di utili che viene destinata a favore dei soci, sotto forma di dividendi, da parte della società;
- in secondo luogo, si osserva che il rapporto potrà assumere valori pari, superiore o inferiore ad uno. Ciò, a conferma di quanto predetto, sta ad indicare che il rapporto in parola sarà pari ad uno se l'impresa distribuirà tutti gli utili conseguiti nell'esercizio, inferiore ad uno se l'impresa deciderà di accantonare quota parte di utili come riserve destinate dunque a divenire fonte di autofinanziamento oppure l'indicatore potrà assumere valori superiori ad uno se l'impresa decide di distribuire non solo tutti gli utili conseguiti, ma di ricorrere altresì all'utilizzo di riserve già accantonate in precedenti esercizi.

*I diritti amministrativi*

Unitamente ai diritti patrimoniali, l'acquisizione di azioni da parte di un socio determina altresì il sorgere di diritti amministrativi. Tali diritti si riassumono nella possibilità, prevista per l'azionista, di intervenire attivamente nell'assemblea dei soci, mediante l'esercizio del diritto di voto, influenzando le strategie operative che verranno adottate dalla società.

Terminata l'analisi dei diritti riconosciuti ai soci azionari, analizziamo ora quali sono i rischi che gravano su tali soggetti.

In primo luogo, come già analizzato sopra, gli azionisti hanno diritto di percepire una remunerazione che ha carattere meramente residuale. Pertanto, sugli azionisti grava in primis un rischio di tipo "operativo" dovuto alla variabilità dei risultati economici che una impresa è in grado di produrre e per il quale gli azionisti stessi pretendono un premio.

Di norma, però, si rileva che l'impresa, nel finanziare il proprio fabbisogno, ricorra anche a capitale di debito. In tal caso sui soci graverà altresì un rischio di natura "finanziaria" dovuto dal fatto che i risultati economici prodotti dalla società dovranno essere destinati a remunerare, in primo luogo, i creditori sociali sotto forma di rimborso della quota capitale di debito e degli oneri finanziari.

Qualora il grado di *leverage*[4] divenga poi eccessivo, allora gli azionisti sono chiamati a sopportare anche il rischio di fallimento o di insolvenza, cioè il rischio che l'azienda non riesca più a soddisfare le proprie obbligazioni, il che comporta l'apertura di procedure concorsuali e la perdita parziale o totale del capitale investito dagli azionisti; per questo rischio essi pretendono un ulteriore premio che sarà crescente all'aumentare del grado di *leverage*[5] societario.

In virtù di tutti questi fattori di rischio che gravano sugli azionisti, e per i quali gli stessi soci richiedono una adeguata remunerazione, ben si capisce che il capitale proprio, o capitale di pieno rischio, risulta essere una fonte di finanziamento molto onerosa per la società.

### 1.1.3. Breve analisi del concetto di capitale di debito e del ruolo dei creditori sociali

Alternativa al capitale proprio, l'altra fonte di finanziamento di natura esterna è il capitale di terzi. Tale fonte di finanziamento è rappresentata da tutti i debiti che l'impresa contrae nei confronti di terzi soggetti che assumono la qualifica di creditori sociali.

---

[4] Il *leverage* è un indicatore finanziario che permette di definire quale sia il grado di indebitamento societario. Esso può essere ottenuto come rapporto tra il totale del capitale investito e l'entità del patrimonio netto. Ovviamente, tanto maggiore è il leverage e tanto maggiore è la situazione debitoria dell'impresa.

[5] Cfr. Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 56.

Tali soggetti, a differenza degli azionisti, godono però di maggiori tutele nei confronti della società. In primo luogo, a differenza degli azionisti, i creditori sociali godono di una remunerazione non residuale rappresentata dagli oneri finanziari che la società è chiamata a riconoscere periodicamente agli stessi. Altresì, una ulteriore tutela prevista a favore dei creditori risiede nel fatto che, in ipotesi di liquidazione societaria, è prevista la priorità di rimborso a favore degli stessi.

I creditori sociali, pertanto, in virtù di quanto osservato, sono esposti a minori rischi rispetto agli azionisti; infatti, su tali soggetti grava il mero rischio di fallimento societario per il quale gli stessi creditori richiedono una adeguata remunerazione che sarà direttamente proporzionale al grado di *leverage* societario. Si nota, però, che il rischio di fallimento a cui sono esposti i creditori sociali è senz'altro inferiore rispetto al rischio della medesima tipologia a cui sono esposti gli azionisti in virtù della prelazione, prevista per i creditori stessi, ad essere soddisfatti in sede di liquidazione.

Si conclude, dunque, osservando che il capitale di debito, in virtù dei minori rischi che gravano sui creditori sociali, risulta essere generalmente una fonte di finanziamento meno onerosa per la società.

## 1.2. La struttura finanziaria delle imprese: una analisi delle principali teorie

Da sempre gli accademici che si occupano di materie finanziarie, ed in particolar modo di *corporate finance*, sono affascinati dallo studio della struttura

finanziaria delle imprese. Si rileva, infatti, che ancora oggi gli accademici cercano di trovare risposta ad uno dei dubbi più affascinanti della materia in parola, ossia: "esiste una struttura finanziaria ottimale dell'impresa che permetta di massimizzare il valore della stessa?".

Fatta questa premessa, e data la finalità del presente trattato, si analizzeranno in questa sede le più importanti teorie elaborate da accademici e ricercatori in materia di "*capital structure*".

### 1.2.1. L'approccio tradizionale alla struttura finanziaria dell'impresa

La scuola di pensiero a sostegno dell'approccio tradizionale alla struttura finanziaria dell'impresa è composta da differenti accademici, tra i quali annoveriamo: Dean, Graham e Dodd, Guthmann e Dougall ed infine Solomon.

L'approccio in parola poggia le sue fondamenta su una serie di presupposti di base che permettono di garantire una certa solidità dal punto di vista teorico:

1) assenza di corporate tax e personal tax;
2) le imprese emettono esclusivamente due tipi di strumenti finanziari: debito perpetuo e azioni ordinarie;
3) le aziende possono modificare la loro struttura finanziaria senza sostenere costi di emissione o di rimborso;
4) all'aumentare del debito si registra una variazione contraria e di uguale ammontare dell'equity;

5) tutto il reddito prodotto dalle imprese è riconosciuto ai soci sotto forma di dividendo;
6) il rischio operativo riferito ad una impresa è costante;
7) il reddito di impresa, nonché i dividendi, non crescono nel tempo.

Fissati i presupposti alla base del modello e richiamando i concetti di rischio che gravano sugli azionisti e creditori sociali, analizziamo ora il contenuto dell'approccio tradizionale alla struttura finanziaria, le cui conclusioni possono essere riassunte graficamente dalla figura 1.1.

Secondo i tradizionalisti il rendimento richiesto sul capitale proprio (*Re*) aumenta all'aumentare del grado di *leverage* in virtù dell'innalzamento del rischio finanziario che aleggia sugli azionisti. Si osserva, poi, che il rendimento richiesto dagli azionisti tende ad aumentare in modo sempre maggiore all'aumentare del grado di indebitamento in quanto subentra un ulteriore fattore di rischio identificabile nel rischio di fallimento aziendale. Per contro, il rendimento richiesto dai creditori sociali (*Rd*) inizia ad aumentare solo al superamento di una certa soglia del livello di indebitamento, ossia nel momento in cui inizia ad emergere il rischio di fallimento aziendale.

Pertanto, l'andamento del rendimento medio richiesto sul capitale sociale *(rWACC*[6]*)* sarà in un primo momento decrescente e solo all'aumentare del grado di

[6] Il WACC (*Weighted average cost of capital*) è un indicatore che permette di misurare il *"costo medio ponderato del capitale"* utilizzato dalla società per finanziare il proprio fabbisogno. Infatti,

rischio inizierà a crescere. Infatti, si rileva che in una prima fase l'effetto riduttivo su *rWACC* dell'aumento del debito, la cui entità aumenta, ma il cui costo è inferiore rispetto a quello dell'equity (*Rd* < *Re*), è solo parzialmente compensato dall'effetto aggiuntivo su *rWACC* dell'aumento di *Re,* visto che esso cresce poco per il contenuto rischio finanziario[7].

Di fatto, si osserva che il costo medio ponderato del capitale scenderà dal suo livello iniziale (in presenza di *leverage* pari a zero) per raggiungere, gradualmente, il suo livello ottimale (*rWACC**). Superata la soglia ottimale di indebitamento, si osserverà un aumento di *rWACC* in quanto l'effetto riduttivo sull' *rWACC* derivante dall'aumento dell'indebitamento è più che compensato dall'effetto aggiuntivo derivante dall'aumento di *Re* poiché esso cresce in modo consistente in virtù

---

come noto, la società per finanziare la propria attività ricorre sia al capitale di debito che al capitale proprio i cui costi, in virtù dei relativi rischi che i finanziatori si accollano, sono necessariamente differenti.
Di fatto, il WACC si ottiene dalla seguente relazione:

$$WACC = kD * \frac{D}{D + PN} + kS * \frac{PN}{D + PN}$$

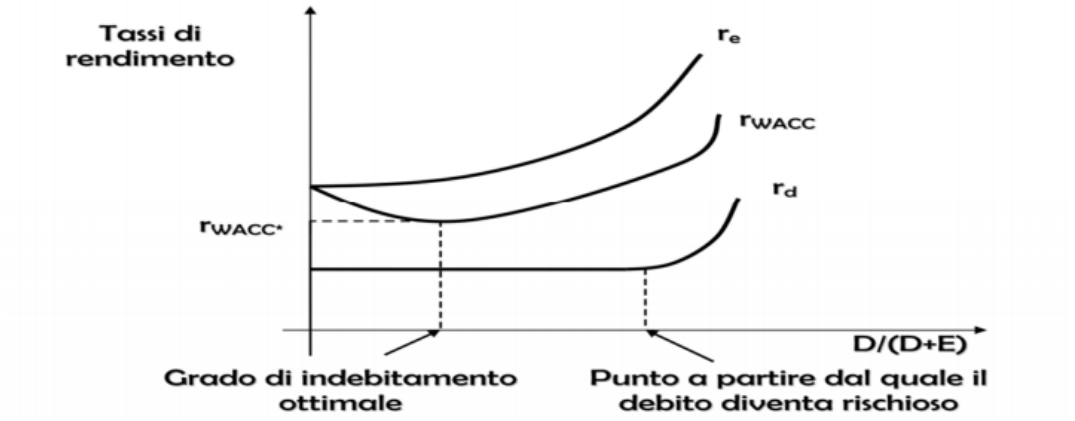
Dove:
kD = costo associato all'indebitamento dell'impresa. Tale dato può essere ottenuto attraverso il calcolo dell'indicatore ROD (rapporto tra oneri finanziari sostenuti dall'impresa e ammontare dell'indebitamento), attraverso l'individuazione del tasso medio corrisposto dalla società sui prestiti obbligazionari emessi oppure facendo riferimento al giudizio di *rating* associato alla società oggetto di analisi.
kS = identifica il costo del capitale proprio della società ed è rappresentato dal CAPM per il cui approfondimento si rinvia a: Sharpe W.F., *Capital Asset Pricing: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk*, "Journal of Finance", 1964.
L'ottenimento di tale indicatore permette di identificare, dunque, il rendimento minimo che l'impresa deve garantire a tutti i soggetti finanziatori.
Per maggiori approfondimenti consultare:
Paolucci G., "Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative", Franco Angeli, Milano, 2016; Manelli A., *Finanza di impresa*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009.

[7] Cfr. Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 56 – 58.

dell'aumento del rischio finanziario gravante sugli azionisti. Un ulteriore aumento del grado di leverage comporterà il sorgere del rischio di fallimento che non solo impatterà in modo considerevole su *Re*, che aumenterà in modo più che proporzionale; ma il sorgere di tale nuovo fattore di rischio comporterà altresì l'aumento di *Rd*, dovendo i creditori sociali accollarsi un maggior rischio.

Pertanto, la conclusione a cui giungono i tradizionalisti è la seguente: per ogni impresa è possibile individuare un grado di indebitamento ottimale che si raggiunge laddove *rWACC* viene minimizzato e, per relazione, laddove il valore dell'impresa viene massimizzato.

**Figura 1.1** – Approccio tradizionale alla struttura finanziaria




*Fonte: Domenichelli O., Op. cit., 2013.*

### 1.2.2. La teoria di Modigliani e Miller nella sua versione tradizionale

Il teorema di Modigliani e Miller, pubblicato nel 1958[8], rappresenta ancora oggi un vero e proprio punto di riferimento di tutte le teorie che hanno cercato e che tutt'ora cercano di individuare una struttura finanziaria ottimale per le imprese.

Tale teorema è stato sviluppato dagli stessi autori in due differenti fasi; infatti, nel 1958, i due autori pubblicarono il loro primo *paper* volto ad analizzare gli effetti prodotti dall'introduzione di capitale di debito sulla struttura finanziaria sociale. Successivamente, nel 1963[9], gli stessi autori modificarono il loro lavoro precedentemente svolto prevedendo l'introduzione delle *corporate tax* all'interno del modello.

Procedendo per gradi, però, prima di analizzare i contenuti del celebre lavoro di M&M, è necessario analizzare quelli che sono i presupposti alla base dello sviluppo del teorema:

1) presenza di mercati finanziari efficienti da un punto di vista informativo. Ciò implica che il prezzo di mercato dei titoli ingloba e sconta tutte le informazioni presenti all'interno del mercato e che tutti gli investitori sono in grado di ottenere liberamente, senza costi, tali informazioni;
2) assenza dei costi di fallimento;

[8] Modigliani F., Miller M.H., "*The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment"*, American Economic Review, 48, 1958, p. 261-277.
[9] Modigliani F., Miller M.H., "*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction",* American Economic Review, 53, 1963, p. 433-443.

3) assenza costi di transazione;
4) assenza di imposte societarie e personali;
5) l'impresa genera free cash flow infinito;
6) le imprese si finanziano solamente attraverso l'emissione di titoli azionari e obbligazionari;
7) le imprese e gli individui possono prestare e investire denaro allo stesso tasso risk free;
8) il rendimento del capitale proprio è soggetto a rischio;
9) il costo del capitale societario acquisito è misurato dal *weight average cost of capital;*
10) non sussistono costi di agenzia del capitale proprio.

Di fatto, analizzando tali presupposti, si può senz'altro rilevare come i due autori, nonostante l'indiscutibile valenza teorica del teorema e dei risultati prodotti da questo, abbiamo considerato un mercato di riferimento pressoché perfetto.

*I proposizione della teoria di Modigliani e Miller in assenza di imposte*

Il primo dilemma a cui gli autori del teorema cercarono di dare una risposta era il seguente: qual è l'effetto dell'introduzione del capitale di debito sul valore di una impresa?

Prima di analizzare la risposta fornita dagli autori a tale quesito è necessario osservare che, ai fini di una migliore comprensione della teoria in parola, il valore

di una impresa viene calcolato come somma dei flussi di reddito che una impresa è in grado di generare a favore dei propri azionisti e creditori sociali, prevedendo l'attualizzazione di tali flussi ad un tasso espressivo del costo medio ponderato del capitale sociale.

Fatta tale premessa, la risposta fornita dagli autori al quesito illustrato precedentemente la si rinviene in quella che prende il nome di I proposizione di Modigliani e Miller la quale definisce che *il valore di una impresa è indipendente dalla composizione della struttura finanziaria della stessa. Infatti, si rileva che il valore di una impresa deriva esclusivamente dalla bontà delle politiche di investimento adottate dalla stessa, indipendentemente dalle modalità con cui vengono finanziati tali investimenti.*

Tale conclusione raggiunta dagli autori può essere facilmente spiegata mediante il supporto semplici esempi. Si immagini di osservare all'interno del mercato due imprese (Alfa e Beta) in grado di generare il medesimo reddito operativo ma la cui struttura finanziaria è differente; infatti, l'impresa Alfa risulta essere priva di debito (*impresa unlevered*), mentre Beta finanzia il proprio fabbisogno mediante ricorso ad equity e capitale di debito (*impresa levered*). Detto ciò, si osservi la presenza di due investitori i quali decidono di investire i loro capitali nelle due imprese seguendo due differenti strategie:

1) L'investitore A, avverso al rischio, investe i suoi capitali per acquisire il 20% del capitale azionario dell'impresa *unlevered* Alfa. Tale investimento darà

diritto all'investitore di ricevere il 20% dell'utile operativo prodotto dalla società:

| Investimento di A | Risultati di A |
|---|---|
| 0,20*VU | 0,20*UO |

2) L'investitore B, alternativamente all'altra strategia, decide di investire i propri capitali per acquisire il 20% del capitale azionario dell'impresa *levered* A e il 20% del debito emesso dalla stessa impresa. Tale investimento darà diritto all'investitore di ricevere il 20% dell'utile operativo prodotto dalla società al netto degli oneri finanziari e il 20% degli oneri finanziari sostenuti dalla stessa impresa:

| Investimento di B | Risultati di B |
|---|---|
| 0,20*VL | 0,20(UO-OF) + 0,20*OF = 0,20*UO |

Si nota da questo semplice esempio che le due strategie alternative offrono lo stesso risultato, ossia il 20% dei profitti dell'impresa. Pertanto, in un mercato efficiente, due investimenti che offrono lo stesso risultato devono avere anche lo stesso costo[10] e, di conseguenza, anche il valore delle due imprese *levered* e *unlevered* sarà il medesimo.

[10] Cfr. Brealey R.A., Myers S.C.., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw Hill, 2014.

È possibile fare un ulteriore esempio volto a dimostrare la validità delle conclusioni raggiunte attraverso la I proposizione della teoria di Modigliani e Miller. Infatti, nel definire le condizioni alla base del modello teorico si è osservato come le imprese sono in grado di generare *free cash flow* (FCF) all'infinito. La presenza di tale condizione permette di osservare come il valore di una impresa possa essere espresso semplicemente attraverso il calcolo di una rendita utilizzando un tasso di sconto rappresentativo il costo medio ponderato del capitale sociale; pertanto:

$$W = \frac{FCF}{\text{Y}}$$

Detto ciò, si rileva come il FCF sia indipendente dalla composizione della struttura finanziaria di una impresa in quanto la sua entità non è influenzata dalla presenza di oneri finanziari; pertanto, in virtù di quanto detto, si rileva come il valore di una impresa *unlevered*, anche qui, risulterà essere il medesimo rispetto a quello di una impresa *levered*.

*II proposizione della teoria di Modigliani e Miller in assenza di imposte*

La seconda proposizione di Modigliani e Miller sposta l'attenzione sull'analisi del rendimento atteso di un azionista che decide di investire i propri capitali in titoli azionari di una impresa.

Sul punto gli autori osservano che *"il rendimento atteso di un'azionista che investe il proprio capitale in titoli azionari di una impresa levered è maggiore rispetto al rendimento atteso di un'azionista che investe il proprio capitale in una impresa unlevered stante il maggior rischio finanziario sopportato"*.

Dunque, il rendimento richiesto dall'investitore che investe in una impresa indebitata sarà pari a:

$$Re = ReU + \frac{D}{E}(ReU - Rd)$$

Dove:

Re = rendimento richiesto sul capitale proprio

ReU = rendimento richiesto dall'investitore sul capitale di una impresa *unlevered*

D = valore di mercato del debito

E = valore di mercato del capitale proprio

Rd = rendimento richiesto sul debito in assenza di imposte

Al fine di comprendere a pieno la bontà delle conclusioni raggiunte da M&M, attraverso la II proposizione, è necessario effettuare alcune riflessioni.

Di fatto, è necessario in primo luogo tenere in considerazione le conclusioni raggiunte con la I proposizione e rilevare come il rendimento unitario offerto dal capitale aziendale sia pari al rapporto tra l'utile operativo e il valore di mercato del

capitale aziendale[11]. Detto ciò, si rileva come l'entità dell'utile operativo è indipendente dalla presenza di oneri finanziari e dunque dal grado di *leverage* di una impresa e, altresì, si rileva come il valore di mercato del capitale aziendale, in conformità con quanto descritto dalla I proposizione, è indipendente dal grado di *leverage* dell'impresa.

Da ciò ne deriva che il rapporto tra utile operativo e valore di mercato del capitale è costante, in quanto indipendente dal grado di indebitamento dell'impresa. Potendo questo rapporto essere espresso anche attraverso il *rWACC*, osserviamo come anche il costo medio ponderato del capitale, in assenza di imposte, risulterà essere indipendente dalle variazioni assunte dal grado di indebitamento:

$$rWACC = Re\frac{E}{D+E} + Rd\frac{D}{D+E}$$

Si rileva, infatti, che *rWACC*, è pari al mero rendimento (ReU) richiesto sul capitale di rischio quando l'impresa acquisisce esclusivamente *equity*. Infatti, quando l'impresa finanzia tutto il suo fabbisogno mediante capitale proprio l'unico rischio esistente è rappresentato da quello operativo.

Fatta questa ulteriore precisazione, passiamo ora ad analizzare qual è lo sviluppo algebrico che permette di ottenere la formulazione della II proposizione di Modigliani e Miller. Sapendo che:

[11] Cfr. Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Giappichelli editore, Torino, 2013.

$$ReU = \frac{D}{D+E} * Rd + \frac{E}{D+E} * Re$$

Effettuando le dovute elaborazioni algebriche, si ottiene l'equazione che definisce la seconda proposizione di Modigliani e Miller:

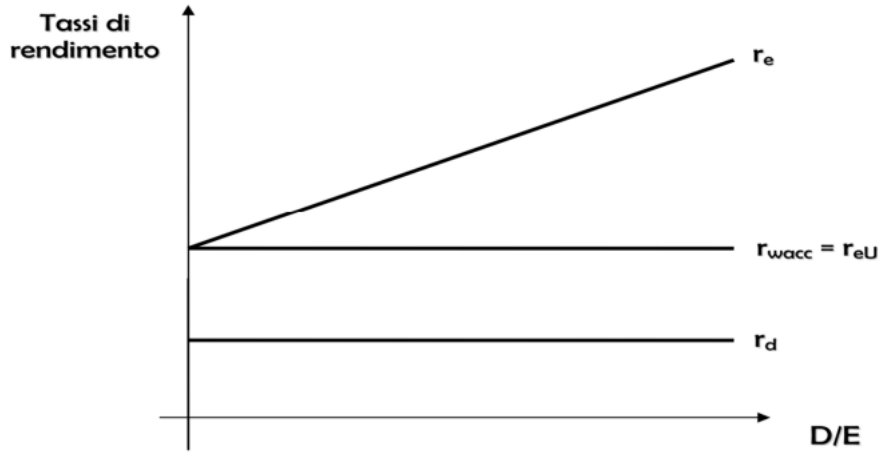
$$Re = \frac{D+E}{E} * ReU - \frac{D}{E} * Rd \qquad Re = \frac{D}{E} * ReU + ReU - \frac{D}{E} * Rd$$

$$Re = ReU + \frac{D}{E}(ReU - Rd)$$

Proprio questa equazione fa emergere come il rendimento richiesto da un'azionista che investe i propri capitali in titoli di una impresa *levered* aumenta all'aumentare del grado di indebitamente (*D/E*) stante il maggior rischio finanziario sopportato.

Ancora poi si rileva, in conformità con quanto predetto, che il *rWACC* rimane costante al variare del grado di indebitamento; pertanto l'effetto incrementativo prodotto sull'*rWACC* da un aumento del debito e, dunque, del rendimento richiesto dall'azionista (*Re*) per il maggior rischio finanziario sopportato, è parimenti compensato in diminuzione dal minor costo del debito (*Rd*).

**Figura 1.3 –** *Rendimento del capitale sociale - II proposizione di M&M in assenza di imposte*




*Fonte Ross S.A. et al., 1997, p.519.*

*III proposizione di Modigliani e Miller in assenza di imposte*

La III proposizione di M&M riguarda le scelte di investimento adottate dall'impresa ed afferma che *"un'impresa che agisce nell'interesse dei propri stakeholders, deciderà di effettuare solamente quei progetti di investimento in grado di generare valore, e pertanto in grado di generare VAN*[12] *positivi.*

Da tutte le considerazioni effettuate finora si rileva, dunque, come il valore di una impresa non è influenzato dall'introduzione di capitale di debito, mentre il

[12] Il VAN, o valore attuale netto, di un investimento si ottiene come differenza tra flussi di cassa in entrata e flussi di cassa in uscita derivanti da un investimento, entrambi attualizzati attraverso l'utilizzo di un opportuno tasso di sconto rilevatore di quello che è il rendimento minimo che l'investitore è disposto ad accettare per investire i propri capitali in un determinato progetto di investimento. L'investitore è chiamato a selezionare quei progetti di investimento in grado di generare VAN positivi, e dunque idonei a generare valore.

rendimento del capitale proprio (e dunque il costo dello stesso) aumenta all'aumentare del grado di *leverage.* Da ciò si evince che gli azionisti societari potrebbero preferire un maggior grado di indebitamento in quanto all'aumentare del loro rendimento rimane invariato il valore della società.

### 1.2.3. La teoria di Modigliani e Miller nella sua versione modificata

Terminata l'analisi della teoria di Modigliani e Miller nella sua versione tradizionale, si osserva come gli stessi autori ricevettero numerose critiche rivolte in particolar modo alle eccessive restrizioni introdotte con i presupposti alla base della stessa teoria.

In virtù di ciò, gli stessi Modigliani e Miller riformularono le conclusioni precedentemente raggiunte prevedendo, mediante il celebre articolo del 1963[13], l'introduzione di imposte societarie.

*I proposizione di Modigliani e Miller in presenza di imposte*

Il primo effetto dell'introduzione di imposte societarie è quello di far emergere un nuovo *player* che vanta diritti sui risultati prodotti dalla società, ossia l'erario.

[13] Modigliani F., Miller M.H., "*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction",* American Economic Review, 53, 1963, p. 433-443.

Di fatto, si rileva come l'aumento del debito determina il sorgere di oneri finanziari in capo all'impresa i quali vanno ad abbattere la base imponibile su cui vengono calcolate le imposte e pertanto vanno ad abbattere la quota di ricchezza generata da parte della società da destinare all'erario. Pertanto, essendo noto che il valore di una società è pari alla somma dei flussi prodotti a favore di azionisti e creditori opportunamente attualizzati mediante il tasso *rWACC*, tanto più aumenta il grado di *leverage* di una impresa, tanto maggiori sono gli oneri finanziari sostenuti, tanto minore è la quota di ricchezza destinata all'erario e tanto maggiore è il valore della società indebitata rispetto ad una priva di debito.

Questi assunti possono essere meglio chiariti attraverso un semplice esempio:

| | Impresa Unlevered | Impresa Levered D=100.000€ | Impresa Levered D=200.000€ |
|---|---|---|---|
| Reddito operativo | 100.000,00 € | 100.000,00 € | 100.000,00 € |
| Oneri finanziari | - € | 10.000,00 € | 20.000,00 € |
| Reddito ante-imposte | 100.000,00 € | 90.000,00 € | 80.000,00 € |
| Imposte societarie (t=40%) | 40.000,00 € | 36.000,00 € | 32.000,00 € |
| Reddito netto | 60.000,00 € | 54.000,00 € | 48.000,00 € |
| Dividendi | 60.000,00 € | 54.000,00 € | 48.000,00 € |
| **Totale remunerazione a favore di azionisti e creditori** | **60.000,00 €** | **64.000,00 €** | **68.000,00 €** |

*Fonte: elaborazione propria.*

Dalla tabella possiamo facilmente desumere i contenuti della I proposizione di M&M in presenza di imposte secondo cui *"il valore di una impresa indebitata è*

*maggiore rispetto a quello di una impresa priva di debito (VL > VU) in virtù del beneficio fiscale derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari"*.

Pertanto, si può affermare come il valore di una impresa indebitata è pari al valore di una impresa priva di debito più il valore attuale del risparmio fiscale derivante dal debito. In formula:

$$VL = VU + VARFD$$

Dove:

VL = valore di una impresa levered

VU = valore di una impresa unlevered

VARFD = valore attuale del risparmio fiscale del debito

Detto ciò, è necessario ottenere una misura matematica dell'entità del risparmio fiscale del debito o del cosiddetto "effetto paratasse[14]":

$$Effetto\ paratasse = Aliquota\ imposta\ (t) * Oneri\ finanziari(OF)$$

Il valore attuale del risparmio fiscale del debito, invece, può essere ottenuto nel seguente modo:

$$VARFR = \frac{t * Rf * D}{Rf} = tD$$

Dove:

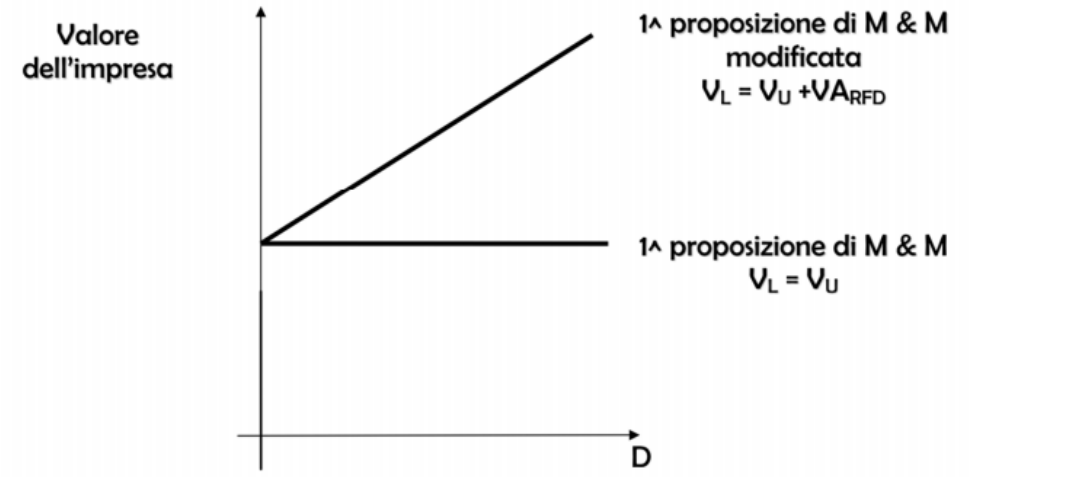
t = aliquota di imposta societaria

Rf = tasso risk free

[14] Cfr. Manelli A., *Finanza di impresa*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009.

D = valore di mercato del debito

**Figura 1.4 –** *Valore dell'impresa - I proposizione di M&M in presenza di imposte*




*Fonte: Domenichelli O., Op. cit., 2013.*

*II proposizione di Modigliani e Miller in presenza di imposte*

Anche le conclusioni raggiunte con la II proposizione di M&M vengono modificate in seguito all'introduzione di *corporate tax*. Infatti, come individuabile in formula, anche l'equazione indicante il rendimento atteso di un azionista che investe in una impresa *levered* sconta il beneficio fiscale derivante dall'aumento del grado di indebitamento:

$$Re = ReU + \frac{D}{E}(ReU - Rd)(1 - t)$$

Come si deduce dalla formula, dunque, l'effetto delle *corporate tax* è quello di andare a ridurre il coefficiente angolare della retta indicante il rendimento richiesto dall'azionista che investe i propri capitali in un'impresa *levered* (Re) e di

abbassare il costo del capitale di debiti da Rd a R'd che incorpora il beneficio fiscale dell'indebitamento.

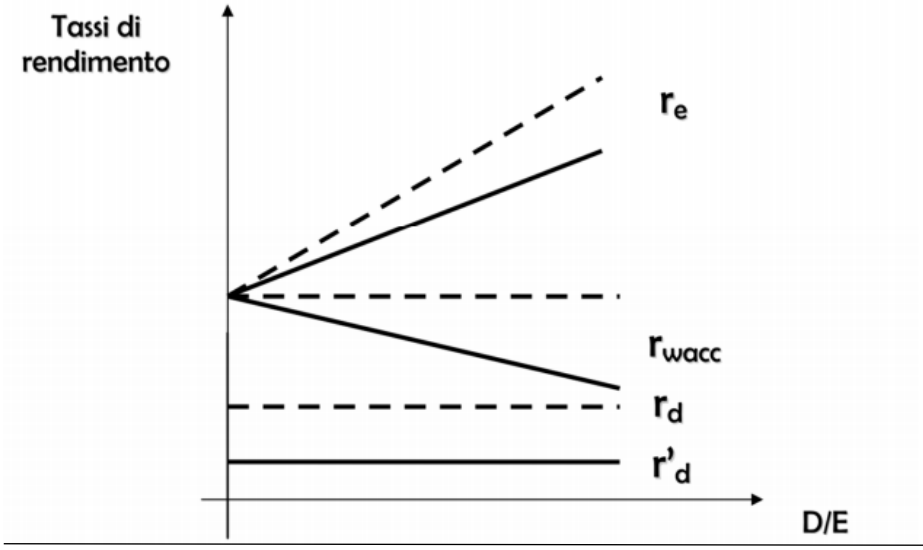
A questo punto, si rileva altresì come il costo medio ponderato del capitale non sarà più costante, e dunque indipendente dalle variazioni del capitale di debito, ma diminuirà al crescere del grado di *leverage* in virtù dell'impatto positivo che le imposte determinano sul valore dell'impresa indebitata.

In altri termini, il WACC, in presenza di imposte, sarà pari a:

$$WACC = Re\frac{E}{D+E} + Rd\frac{D}{D+E}(1-t)$$

Passiamo ora alla rappresentazione della II proposizione di M&M in presenza di imposte societarie mediante la figura 1.5. Come si osserva, il rendimento del capitale aziendale (*Re*) aumenterà all'aumentare del grado di *leverage*, stante il maggior rischio finanziario, ma la sua pendenza, in virtù del beneficio fiscale del debito, sarà inferiore rispetto a quanto ipotizzato nella II proposizione in assenza di imposte. Il costo del capitale di debito (*R'd*) continuerà, invece, ad essere costante al variare del grado di *leverage,* in quanto non vi sono costi del dissesto finanziario; tuttavia, la presenza delle imposte sposta la posizione dello stesso verso il basso. Il *rWACC*, invece, diminuisce all'aumentare di D/E a causa dell'impatto positivo che le imposte determinano sul valore dell'impresa indebitata.

**Figura 1.5 –** *Rendimento del capitale sociale – II proposizione di M&M in presenza di imposte*




*Fonte: Domenichelli O., Op. cit., 2013.*

Terminata l'analisi della teoria di Modigliani e Miller nella sua formulazione che contempla la presenza di imposte societarie, è pacifico osservare come le conclusioni raggiunte dagli autori sembrino suggerire all'impresa di finanziare interamente il proprio fabbisogno facendo ricorso a debito. Infatti, stanti i presupposti alla base della teoria, si rileva come tanto più aumenterà il grado di *leverage* di una impresa, tanto più il valore della stessa tenderà a crescere e tanto più il rendimento del capitale sociale tenderà ad incrementarsi. Pertanto, in presenza di manager ed investitori razionali, l'impresa dovrà massimizzare il ricorso al debito al fine di massimizzare la ricchezza dei propri *stakeholder*.

*Introduzione di imposte personali nel modello di Modigliani e Miller*

Compiute le analisi sulla teoria di Modigliani e Miller in presenza di imposte, è interessante osservare altresì quali sono gli effetti che l'introduzione di imposte personali (*personal tax*) generano sulle scelte compiute da una società in termini di struttura finanziaria. A tal proposito è necessario analizzare due *paper* prodotti da Miller[15] e Graham[16] che analizzano il predetto fenomeno.

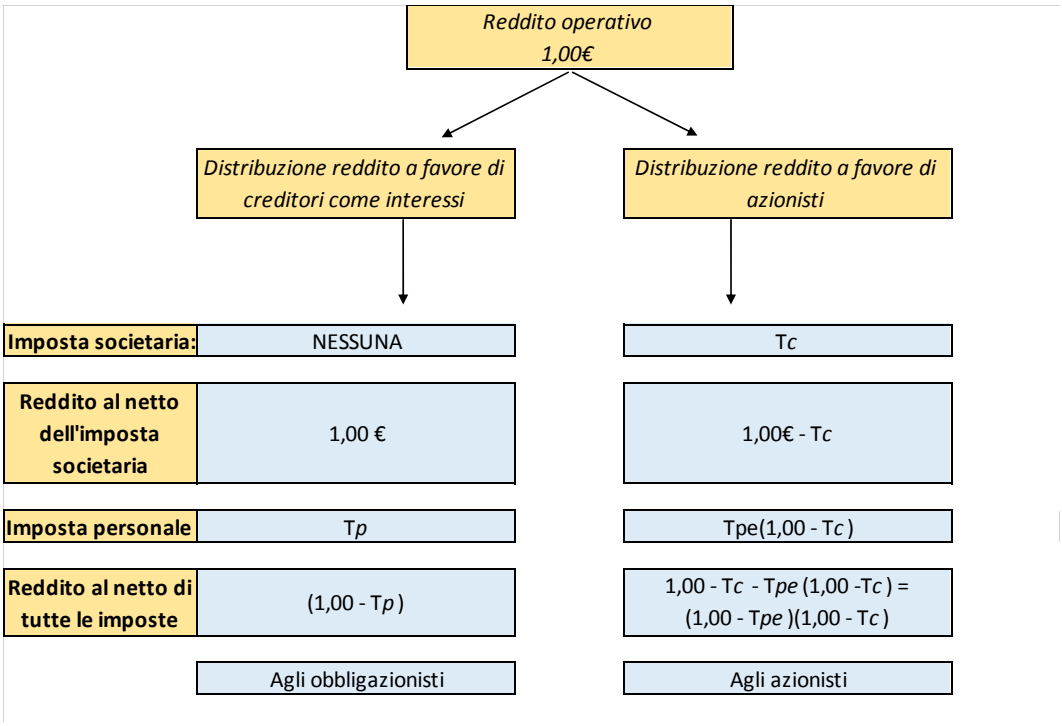
Di fatto, l'obiettivo di una società, nell'ottica di soddisfazione degli stakeholder, deve essere quello di minimizzare tutte le imposte, includendo dunque anche le imposte personali sostenute da obbligazionisti e azionisti.

Nel grafico che segue viene indicata la distinzione fra T*p*, indicante l'aliquota di imposta personale sugli interessi, e T*pe,* indicante l'aliquota effettiva personale sul reddito da azioni. È opportuno, a titolo di esempio, osservare che in Italia l'aliquota impositiva a livello personale di interessi, dividendi e capital gain è la medesima. Sembrerebbe dunque non esserci differenza tra T*p* e T*pe*; considerando, però, che i capital gain sono tassati nel momento in cui si realizzano e non quando si maturano, allora l'imposta gravante sugli azionisti che ottengono capital gain sarà inferiore rispetto a quella gravante sugli obbligazionisti, remunerati mediante

[15] Cfr. Miller M.H., *"Debt and taxes"*, Journal of Finance, 32, 1977, p. 261-276.
[16] Cfr. Graham J., *"How big are the tax benefits or debts?"*, Journal of Finance, 55, 2000, p. 1901-1941.

interessi, in termini di valore attuale e pertanto non è indifferente remunerare gli *stakeholders* tramite interessi o capital gain[17].

**Figura 1.6 –** *Introduzione di imposte personali – differenze tra obbligazionisti e azionisti*




*Fonte: Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., Op. cit., 2014, con modifiche marginali*

Facendo salve le considerazioni predette, osserviamo come l'assunzione di debito da parte di una società è vantaggiosa soltanto se il reddito residuo dopo la tassazione è superiore rispetto a quello che si avrebbe prediligendo una

[17] Cfr. Brealey R.A., Myers S.C.., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw Hill, 2014.

distribuzione a favore di azionisti; in caso contrario, invece, l'aumento di *leverage* è svantaggioso.

Algebricamente, l'aumento del grado di indebitamento sarà vantaggioso rispetto all'equity solo se:

$$1 - Tp > (1 - Tpe)(1 - Tc)$$

### 1.2.4. Bankruptcy cost e la trade-off theory

Nonostante l'indiscutibile valenza teorica dei risultati raggiunti con la teoria di Modigliani e Miller, è pacifico osservare come la stessa non consideri nelle conclusioni raggiunte i costi del dissesto finanziario, ossia i costi che una società è chiamata a sostenere in virtù dell'aumento del livello di *leverage*.

Di fatto, prima di passare all'analisi della teoria del *trade-off*, è necessario esaminare la natura e l'entità dei costi derivanti dall'eccesivo indebitamento o *bankruptcy cost*. Si rileva, infatti, come numerosi sono gli studi che hanno cercato di analizzare queste tipologie di costi e l'impatto che questi generano sul valore e sulle performance aziendali.

In primo luogo, si rileva che i costi del debito possono essere distinti tra:

1) *direct cost,* riconducili alle spese sostenute dalla società per remunerare consulenti legali, commercialisti, consulenti finanziari, ecc… che intervengono nelle procedure concorsuali eventualmente apertesi in virtù dello stato di dissesto di una impresa.

2) *indirect cost*, che aumentano al crescere del grado di *leverage*, risultano di difficile misurazione ma il loro impatto è notevole sia in termini di valore che di performance societarie. Tali costi sono in primo luogo generati dal deterioramento dei rapporti tra impresa e i suoi stakeholder[18]. Infatti, all'aumentare del grado di indebitamento tende a diminuire il merito creditizio di una società e ciò determina un peggioramento delle condizioni applicate dai finanziatori nei confronti della società in termini di tassi di interesse passivi. Ancora, l'aumento del debito fa sorgere in capo all'impresa maggiori difficoltà nel rintracciare fornitori disposti a concedere dilazioni di pagamento, stante il deterioramento del grado di affidabilità della società. Per finire, si rileva come l'aumento del debito spesso si traduce in una perdita di clienti; infatti, spesso accade che le società in una situazione di criticità finanziaria decidono di tagliare tutti quei costi connessi alla cura del cliente e all'assistenza post-vendita e ciò porta ad un allontanamento dei potenziali clienti.

Fatta questa prima disamina sulla natura dei costi di fallimento, è interessante ora analizzare quelli che sono stati in contributi della letteratura accademica volti a misurare l'impatto di tali costi sul valore e sulle performance societarie.

[18] Cfr. Manelli A., *Finanza di impresa*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009.

Un primo studio interessante da analizzare è quello di Altman[19],il quale, analizzando un campione di società fallite, stima i costi del fallimento come differenza tra i guadagni realizzati dalle stesse società rispetto a quelli realizzati dalle imprese competitor di settore, sane, nei tre anni antecedenti il fallimento. L'evidenza empirica di questo studio, di fatto, evidenzia come in media la differenza negativa dei guadagni, e dunque l'entità dei costi indiretti del fallimento, è pari circa al 10% delle vendite societarie.

Ulteriore studio interessante in materia è quello redatto da Bisogno e De Luca[20], i quali analizzano 40 PMI italiane al fine di evidenziare l'entità e gli effetti prodotti dai costi di fallimento. L'analisi in parola prende a riferimento il momento in cui le imprese sono fallite e i cinque anni antecedenti la stessa data. I rilievi derivanti dall'analisi empirica sono interessanti, infatti emerge come nei cinque anni antecedenti il fallimento delle società non si rilevano evidenti decrementi delle vendite a differenza dell'EBITDA[21] che mostra un'importante flessione. Pertanto, gli autori rilevano come le imprese che entrano in una fase di declino tendono a "nascondere" le loro difficoltà finanziarie mediante politiche che privilegiano l'aumento delle vendite attraverso operazioni di vendita "sotto-costo", le quali

[19] Altman E.I., "*A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question"*, Journal of Finance, 32, 1984, p. 1067-1089.
[20] Bisogno M., De Luca R., "*Indirect costs of bankruptcy: evidence from Italian Sme's*", Journal of Accounting and Finance, 2, 2012, p. 20-30.
[21] L'EBITDA è un margine di bilancio che viene definito come "utile prima delle imposte, tasse, svalutazioni e ammortamenti".

aggravano il bilancio in termini di minori marginalità positive il cui impatto si riflette negativamente sull'EBITDA. Detto ciò, la ricerca in parola ha osservato che, mentre il rapporto *ΔEBITDA/Total asset* per le imprese non soggette a stress di natura finanziaria è pari a -23,57%, per le imprese in una situazione di dissesto finanziaria lo stesso rapporto segna una variazione nei cinque anni considerati pari a -112,42% e da questo dato sembra emergere bene quella che può essere l'entità dei costi indiretti di fallimento (magnitude of indirect bankruptcy cost).

Passando ora all'analisi della teoria del *trade-off*, si osserva come il considerare in uno stesso modello teorico sia i benefici fiscali del debito che i costi del dissesto permette di ottenere una nuova equazione espressiva del valore dell'impresa; infatti, il valore di una impresa indebitata (*VL*) sarà pari al valore di una impresa priva di debito (*VU*), a cui va aggiunto il valore attuale del beneficio fiscale del debito (*VARFD*) e sottratto il valore attuale dei costi del dissesto (*VACD*). In formula:

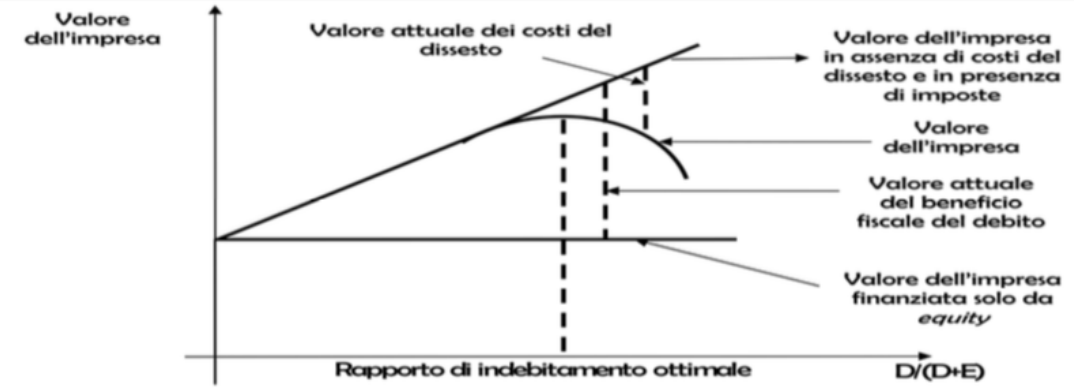
$$VL = VU + VARFD - VACD$$

Detto ciò, dunque, secondo gli autori[22] della teoria in parola è possibile individuare una struttura finanziaria ottimale delle imprese. Tale struttura la si rinviene laddove i benefici fiscali derivanti dall'aumento del grado di *leverage* sono

[22] Kraus A., Litzenberger R. H., *"A state-preference model of optimal financial leverage"* Journal of Finance, 33, 1973, p. 911-922.

compensati perfettamente, fino all'ultima unità marginale, dai costi del dissesto. Ciò può essere facilmente tradotto con il seguente grafico:

**Figura 1.7 –** *La teoria del trade-off e struttura finanziaria ottimale di una impresa*




*Fonte: Domenichelli O., Op. cit., 2013*

### 1.2.5. Costi di agenzia e struttura finanziaria delle imprese

Un altro filone teorico di riferimento che analizza la struttura finanziaria delle imprese è quello che si riferisce ai conflitti di agenzia i quali, a loro volta, generano i c.d. costi di agenzia.

Tra i fautori di questo filone rinveniamo Jensen e Meckling[23] i quali definiscono il rapporto di agenzia come quel contratto ove un soggetto (principale) delega ad un altro soggetto (agente) il compimento di una determinata attività per suo conto. Di fatto, tra agente e principale si formano dei conflitti di agenzia quando gli interessi perseguiti da entrambi non coincidono ma, bensì, divergono. In tali

[23] Jensen M.C., Meckling W.H., "*Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure*", Journal of Financial Management, 3, 1976, p. 305-360.

casi, il principale può smussare i conflitti di interesse sorti nei confronti dell'agente prevedendo l'implementazione di sistemi di incentivo oppure sostenendo costi di monitoraggio per controllare l'operato dello stesso agente. Altresì, può essere lo stesso agente a sostenere dei *bonding cost* per dimostrare al principale la bontà del proprio operato. Ovviamente tutti questi costi di agenzia sono onerosi ed impattano in modo significativo sul valore di una società.

Detto ciò, possiamo distinguere le seguenti tipologie di conflitti di agenzia:

- conflitti di agenzia del capitale proprio,
- conflitti di agenzia del capitale di debito,
- conflitti di agenzia tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

*I conflitti di agenzia del capitale proprio*

I conflitti di agenzia del capitale proprio vedono coinvolti gli azionisti (principali) da una parte e i manager (agenti) dall'altra laddove vi sia separazione tra la funzione di proprietà, affidata come noto agli azionisti in virtù del loro status di soci dell'impresa, e quella di controllo sulla gestione che viene, invece, riservata ai manager.

L'entità dei conflitti di agenzia del capitale proprio dipende in primo luogo dal fatto che il valore generato dai manager attraverso la loro attività, una volta soddisfatti i creditori sociali, non viene riconosciuto agli stessi ma viene destinato a favore dei soci. Altresì, tali conflitti sono alimentati da un'altra serie di fattori

che spesso spingono i manager a prendere decisioni in contrasto con l'interesse degli azionisti e a porre in essere comportamenti opportunistici. In primo luogo, si rileva spesso l'incapacità della proprietà di apprezzare l'impegno profuso dal management nel porre in essere le sue funzioni. In secondo luogo, si rileva la presenza di asimmetrie informative tra proprietà e manager. Inoltre, è fonte generativa di conflitti di agenzia la previsione di compensi fissi o legati a misure contabili a favore dei manager; infatti, si è dimostrato empiricamente come in questi casi i manager tendano a prediligere la realizzazione di politiche di breve periodo inadatte a creare valore. In particolar modo, ancorando parte della remunerazione di un manager a misure contabili, si rileva come gli stessi tenderanno a porre in essere "politiche di bilancio" opportunistiche di breve termine volte esclusivamente a migliorare il reddito contabile, attraverso operazioni di riduzione dei coefficienti di ammortamento, mancate svalutazioni di crediti, riduzione dei costi fissi, etc…, e dunque a far aumentare la retribuzione per gli stessi manager senza però, di fatto, generare alcun valore per la società. Per finire, un altro elemento che incide sull'entità dei conflitti di agenzia del capitale proprio è sicuramente rappresentato dal rischio di impiego non diversificabile gravante sui manager che questi tendono a minimizzare con comportamenti opportunistici. Tale rischio di impiego non diversificabile è composto da tre elementi: il rischio di perdere il lavoro, la

reputazione professionale e la ricchezza investita nell'impresa in cui essi lavorano[24].

Il combinato disposto di tutti questi fattori genera delle perdite di valore in capo agli azionisti che consistono, essenzialmente, nella rinuncia di progetti con VAN positivi da parte dei manager (perché, magari, ritenuti rischiosi) o in comportamenti opportunistici che possono addirittura portare all'accettazione di progetti con VAN negativi inidonei a produrre valore per la società ma, bensì, a distruggerlo.

Detto ciò, gli azionisti posso promuovere delle attività volte in primo luogo a contrastare questi comportamenti opportunistici avanzati dai manager e, di conseguenza, a ridurre le perdite sopportate. Un primo intervento è rappresentato dall'implementazione di *sistemi di monitoraggio* da parte degli azionisti i quali, nominando gli amministratori, delegano il controllo dei manager a quest'ultimi. Infatti, l'organo amministrativo sarà chiamato a selezionare i manager, delegando a questi l'attività di gestione societaria, valutarli periodicamente e decidere periodicamente se confermarli o sostituirli.

Un'altra leva di cui dispongono gli azionisti per contrastare i conflitti di agenzia del capitale proprio è rappresentata dai c.d. *sistemi di incentivo*. Infatti, essendo stato dimostrato empiricamente che l'entità dei conflitti di agenzia del

[24] Cfr. Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Giappichelli editore, Torino, 2013

capitale proprio tende a diminuire all'aumentare del grado di partecipazione al capitale degli stessi manager, gli azionisti possono prevedere l'assegnazione di azioni a favore dei manager oppure la pianificazione di piani di stock option, le quali possono essere definite come opzioni *call* che permettono ai manager, previo esercizio dell'opzione, di acquisire un determinato ammontare di titoli azionari, entro una certa data, ad un prezzo prefissato (si capisce, dunque, che ci sarà convenienza ad esercitare l'opzione solo nel momento in cui il valore di mercato dei titoli sarà superiore al prezzo di acquisto prefissato degli stessi). È evidente che, mediante tali politiche, i manager saranno maggiormente incentivati a generare valore nel tempo a favore della società; infatti, tanto maggiore sarà la crescita del valore di mercato dei titoli societari e tanto maggiore sarà il guadagno ottenuto dagli stessi manager.

Per finire, possono essere previste delle attività di *bonding* con l'intento di ridurre la perdita di valore azionario attraverso la formazione di clausole contrattuali che prevedano delle penalizzazioni in capo ai manager in caso di promozione di comportamenti opportunistici o attività illecite.

In virtù di quanto predetto, si capisce come tutte queste attività di monitoraggio, incentivo e *bonding* generano in primo luogo dei costi in capo alla società e, in secondo luogo, si rileva come i conflitti di agenzia del capitale proprio non vengono mai completamente annullati in quanto si genera sempre una perdita residuale di valore a danno della società.

Terminata l'analisi dei costi di agenzia del capitale proprio, è necessario ora capire come la scelta di una struttura finanziaria più o meno *levered* incida sull'entità di tali costi. A tal fine, Jensen e Meckling rilevano come un aumento del grado di indebitamento riduce il *free cash flow* di cui i manager possono fruire liberamente per porre in essere comportamenti opportunistici a danno degli azionisti. Infatti, l'aumento del debito obbliga i manager a generare flussi positivi di cassa al fine di remunerare i creditori sociali e, dunque, riduce la tendenza dei manager a promuovere politiche inadatte alla generazione di valore.

Per finire, è interessante analizzare, tra gli studi accademici che si sono sviluppati nel tempo volti ad analizzare i conflitti di agenzia del capitale proprio, lo studio realizzato di *Berger et al*[25]. i quali rilevano come vi sia una relazione positiva tra grado di partecipazione al capitale dei manager, entità dei conflitti di agenzia del capitale proprio e grado di *leverage* di una impresa. Gli autori, inoltre, osservano come i manager hanno convenienza ad incrementare il debito al fine di mantenere saldo il loro grado di partecipazione al capitale e il loro peso in termini di voto in assemblea. Altro studio interessante in materia, ma con riferimento alle *family firms*, è quello realizzato da Chrisman *et al*[26]. i quali osservano come nelle imprese familiari i conflitti di agenzia del capitale proprio tendono ad essere irrilevanti in

[25] Berger P.G., Ofek E., Yermack D.L., "*Managerial entrenchment and Capital Structure Decision*", Journal of Finance, 52, 1997, p. 1411-1438.
[26] Chrisman J.J., Chua J.H., Litz R., "*Comparing the Agency Cost of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*", Enterpreneurship Theory and Practice, 2004, p.335-354.

virtù dell'accentramento dei poteri di proprietà, gestione e controllo. Ancora, sempre in materia di *family firms*, Blanco-Mezagatos *et al*[27]. rilevano come nella prima generazione dell'impresa familiare tali costi tendono ad essere bassi in virtù della coincidenza tra proprietà e gestione ed in virtù della presenza di relazioni familiare solide. Quando avvengono, poi, i passaggi generazionali si rileva come i conflitti di agenzia del capitale proprio tendono ad accentuarsi in quanto proprietà e gestione vengono ripartiti su un sempre maggior numero di soggetti.

*I conflitti di agenzia del capitale di debito*

I conflitti di agenzia del capitale di debito sono quelli che sorgono tra creditori (principali) ed azionisti (agenti). Tali conflitti sorgono qualora gli azionisti pongono in essere politiche volte a ledere gli interessi dei creditori sociali e tali azioni sono tanto più frequenti quanto maggiore è il rischio di fallimento della società.

Una prima tipologia di questi conflitti è rappresentata dalle c.d. "decisioni di sovra-investimento" le quali sono tanto più probabili quanto maggiore è la probabilità di dissesto di una società. Infatti, in tal caso, gli azionisti saranno più propensi a porre in essere progetti di investimento particolarmente rischiosi in quanto in caso di successo della strategia tutti i guadagni si rifletteranno pressoché

[27] Blanco-Mezagatos V., De Quevedo-Puente E., Castrillo L.A., "*The trade-off between financial resources and agency cost in the family business: an exploratory study*", Family Business Review, 20, 2007, p.199-213.

in capo agli azionisti mentre, in caso di cattivo esito dell'investimento, le perdite maggiori si produrranno in capo ai creditori sociali che vedranno ridursi ancor di più il valore del patrimonio societario su cui potersi rivalere. Al fine di spiegare meglio il fenomeno, ipotizziamo la presenza di una società che ha "in pancia" un debito di 1.000.000€ la cui scadenza avverrà nell'anno successivo. Altresì, si rileva come alla data di scadenza del debito il valore degli investimenti aziendali sarà pari ad 800.000€ e dunque la società, non potendo onorare le proprie obbligazioni, andrà incontro a fallimento. Detto ciò, però, i manager potrebbero rintracciare progetti di investimento particolarmente rischiosi in grado di generare, in caso di buon esito, 500.000€ di nuova ricchezza o, in caso di cattivo esito, ridurre la ricchezza aziendale a 600.000€. Si comprende come manager e azionisti avranno tutto l'interesse a porre in essere tali strategie, infatti, in caso di buon esito, i vantaggi si produrranno esclusivamente in capo agli azionisti che avranno a disposizione 300.000€ di nuova ricchezza; mentre, in caso di cattivo esito, non avendo già gli azionisti nulla da perdere essendo l'impresa proiettata al fallimento, tutte le perdite si produrranno esclusivamente in capo ai creditori che potranno essere soddisfatti solo per un valore pari a 600.000€.

Un altro fenomeno che contribuisce ad alimentare i conflitti di agenzia del capitale di debito è rappresentato dalle c.d. "decisioni di sotto-investimento" che si manifestano quando i manager, in linea con gli azionisti, decidono di non realizzare progetti di investimento in grado di generare VAN positivi i cui vantaggi, però, si

producono principalmente in capo ai creditori. Al fine di comprendere meglio, si ipotizzi la stessa situazione aziendale prima descritta, ma si rilevi come i manager siano in grado di rintracciare progetti di investimento che richiedono, per essere finanziati, un nuovo conferimento da parte degli azionisti pari a 150.000€ ed in grado di produrre un flusso positivo dopo un anno pari a 200.000€. In tale evenienza probabilmente i manager decideranno di non effettuare l'investimento in quanto il flusso generato, al netto dei 150.000€ investiti inizialmente, andrebbe ai creditori privando di qualsiasi beneficio gli azionisti.

Si rileva, poi, come anche altri comportamenti opportunistici possono essere adottati da parte degli azionisti nei confronti dei creditori. Infatti, gli azionisti potrebbero prevedere l'acquisizione di nuovo debito garantito con un peggioramento delle condizioni dei creditori non privilegiati oppure gli stessi azionisti potrebbero adottare delle politiche di distribuzioni di dividendi molto spinte a danno della ricchezza disponibile per gli azionisti in caso di fallimento societario.

Tutti questi comportamenti opportunistici sviluppati dagli azionisti generano si dei costi in capo ai creditori ma anche costi in capo agli stessi azionisti. Infatti, i creditori, essendo consci di questi rischi sopportati, nel momento in cui concedono prestiti a favore della società richiederanno degli extra-rendimenti superiori rispetto a quelli di equilibrio sotto forma di maggiori tassi di interesse o, in caso di emissione

obbligazionaria, pretendo di pagare il titolo un valore inferiore rispetto al suo stesso valore nominale.

Altresì, i creditori possono tutelarsi nei confronti degli azionisti attraverso:

. *attività di monitoraggio*: mediante la quale prevedere la predisposizione di clausole contrattuali che impongano vincoli all'impresa riguardanti l'ammontare di debito futuro assumibile, la politica degli investimenti o la politica dei dividendi da adottare[28].

. *attività di bonding*: richiedendo alla società la predisposizione di documentazione finanziaria attestata da auditors indipendenti.

Anche in tal caso si rileva, però, come queste attività non sono in grado di abbattere completamente i conflitti di agenzia del capitale di debito, in quanto vi è sempre una perdita residuale di valore, e si rileva, altresì, come tali attività generano costi in capo alla società che vanno ad abbattere il valore della stessa.

Detto ciò, è necessario quindi capire qual è il ruolo che la struttura finanziaria di una impresa può giocare sull'entità di tali conflitti. In tal caso, si rileva come un aumento del debito tende ad incrementare questi costi; infatti, tanto più aumenta il grado di *leverage* e tanto maggiori saranno le risorse a disposizione di azionisti e manager per porre in essere operazioni opportunistiche di sovra-investimento, sotto-investimento o erogazione massiccia di dividendi.

[28] Cfr. Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Giappichelli editore, Torino, 2013

Passando alla ricerca empirica in materia di conflitti di agenzia del capitale di debito, è interessante analizzare il *paper* di Long e Malitz[29] i quali evidenziano come i creditori possono ridurre il rischio di sotto-investimento attraverso la costituzione di laboriose clausole contrattuali inserite all'interno dei contratti di prestito, solo quando i progetti di investimento sono identificabili a priori. Gli stessi autori rilevano, però, come il limite di questa interpretazione risiede nel fatto di non poter prevedere l'apposizione di tali clausole qualora i progetti di investimento sono indirizzati a beni intangibili o ad attività di ricerca e sviluppo. Con riferimento alle *family firms*, la letteratura prevalente sembra rilevare come i conflitti di agenzia del capitale di debito risultano essere rilevanti. Ciò si spiega nel fatto che gli azionisti-manager delle imprese familiari tendono sempre ad anteporre l'interesse aziendale e familiare. Interessante, sempre in materia di *family firms*, sono gli studi di Croci et al[30]. e Dìaz-Dìaz et al[31]. i quali, invece, rilevano come i conflitti di agenzia del capitale di debito nelle imprese familiari tendono ad essere irrilevanti. Ciò si spiega con la volontà degli azionisti-manager di volersi comportare lealmente nei confronti dei finanziatori al fine di preservare aspetti etici, come lealtà della società e

[29] Long M.S., Malitz I.B., "*Investment patterns and financial leverage, Friedman B.M.*", Corporate Capital Structures in the United States, 1985, p. 325-352.
[30] Croci E., Doukas J.A., Gonenc H., "*Family control and financial decision*", European Financial Management, 17, 2011, p. 860-897.
[31] Dìaz-Dìaz N.L., Garcia-Teruel P.J., Martinez-Solano P., "*Debt maturity structure in private firms: Does the family control matter?*", Journal of Corporate Finance, 37, 2016, p. 393-411.

onorabilità della stessa, (*socioemotional wealth*) che si rispecchiano anche in valori familiari.

*I conflitti di agenzia tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza*

L'ultima tipologia di conflitti di agenzia è quella che vede contrapposti gli azionisti di minoranza (principali) e azionisti di maggioranza (agenti). Tali conflitti si producono quando gli azionisti di maggioranza pongono in essere attività di *tunnelling* volte ad erodere la ricchezza degli azionisti di minoranza.

Di fatto, è possibile distinguere due differenti tipologie di attività di *tunnelling*[32]:

1) la prima riguarda il trasferimento di valore aziendale a favore degli azionisti di maggioranza mediante pratiche illecite come furto e truffa o mediante la stipulazione di contratti i cui vantaggi si generano principalmente a favore degli azionisti di maggioranza, come ad esempio la previsione di remunerazioni dirigenziali eccessive;
2) la seconda afferisce ad alcune politiche che permettano l'aumento della quota di proprietà degli azionisti di controllo. Tra queste si annoverano le attività che spingono gli azionisti di minoranza ad alienare le proprie quote (*minority freeze-outs*) oppure le attività di insider trading.

[32] Cfr. Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Giappichelli editore, Torino, 2013

Con riferimento ai conflitti di agenzia tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, si rileva come tanto più è concentrato il grado di *ownership* e tanto più marcati sono tali conflitti.

Analizzando la letteratura in merito a tali conflitti di agenzia, è importante citare lo studio di La Porta et al[33]. i quali rilevano come i conflitti di agenzia tra azionisti di maggioranza e di minoranza aumentano quanto maggiori sono i diritti di controllo sull'impresa degli azionisti di maggioranza rispetto ai loro diritti sui flussi di cassa societari, quanto maggiore è la presenza di azionisti di maggioranza nel management e quanto minore è il grado di protezione riservato dal legislatore a favore degli azionisti di minoranza.

Terminata l'analisi dei conflitti di agenzia, osserviamo come l'introduzione di questi permetta di ottenere una nuova formulazione identificativa del valore di una impresa *levered*, infatti:

$$VL = VU + VARFD - VACD + VABCE - VACAD$$

Dove:

VL = valore impresa levered

VU = valore impresa unlevered

VARFD= valore attuale del beneficio fiscale del debito

[33] La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., "*Corporate Ownership Around the World*", The Journal of Finance, 54, 1999, p.471-517.

VACD = il valore attuale dei costi del dissesto

VABCE = valore attuale dei benefici derivanti dall'indebitamento in termini di diminuzione dei conflitti di agenzia dell'equity

VACAD = valore attuale dei costi derivanti dall'indebitamento in termini di aumento dei conflitti di agenzia del debito e degli azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza

Di fatto, è possibile, in tal caso, individuare una struttura finanziaria ottimale delle imprese che permetta di massimizzarne il valore. Tale struttura finanziaria si rinviene nel punto in cui i benefici derivanti da un aumento del grado di *leverage* sono perfettamente compensati, fino all'ultima unità marginale, dai costi derivanti da un aumento dello stesso indebitamento. Graficamente:

**Figura 1.8 –** *La struttura finanziaria ottimale*

*Fonte: Domenichelli O., Op. cit., 2013*

### 1.2.6. La teoria del Pecking Order

La teoria del pecking order origina da un lavoro di Myers del 1984[34] il quale, nel descrivere il suo studio, assume l'esistenza di mercati perfetti eccetto che per un fattore, rappresentato dalla presenza di asimmetrie informative tra investitori esterni alla società e azionisti.

Tale asimmetria informativa, di fatto, non permette agli investitori esterni di comprendere quali siano le reali potenzialità ed il reale valore di una società e, pertanto, non permette loro di capire se le azioni sono emesse dalla società ad un valore di equilibrio oppure no. In virtù di ciò, qualora una società decidesse di emettere nuovi titoli azionari, gli investitori esterni, stante tali asimmetrie informative, tendono ad interpretare tale segnale come indicazione di sopravvalutazione dei titoli azionari e, dunque, come un tentativo da parte dei manager di trasferire ricchezza da parte dei nuovi azionisti a favore dei vecchi azionisti.

In linea con quanto predetto, dunque, per la società non sarà facile emettere nuovo *equity* al valore di mercato dei titoli ma, più probabilmente, sarà chiamata ad emettere gli stessi titoli ad un valore inferiore, a volte molto inferiore, rispetto a

[34] Myers S.C., "The Capital Structure Puzzle", Journal of Finance, 39, 1984, p. 575-592.

quello di mercato e ciò può causare pesanti riduzioni di ricchezza in capo ai vecchi azionisti e uno spostamento di valore a favore dei nuovi *shareholders*[35].

Pertanto, stante la problematica delle asimmetrie informative tra vecchi e nuovi azionisti che, logicamente, disincentiva l'emissione di equity perché si rischia di trasferire ricchezza a favore dei nuovi a danno dei vecchi azionisti, Myers individua il seguente ordine gerarchico di preferenza delle fonti di finanziamento adottate dalle società:

1) le imprese preferiscono il finanziamento interno;
2) esse adattano il rapporto di distribuzione degli utili alle loro opportunità di investimento, evitando contemporaneamente brusche variazioni dei dividendi;
3) questa rigidità nella politica di distribuzione degli utili implica che i flussi di cassa generati internamente siano superiore o inferiori alle necessità di investimento. Se essi sono superiori, l'impresa rimborsa il debito o investe in titoli negoziabili; se essi sono inferiori l'impresa utilizza prima la sua liquidità o vende i suoi titoli negoziabili;
4) se è richiesto finanziamento esterno, le imprese emettono i titoli più sicuri. Si inizia pertanto con il debito, poi forse proseguono con forme ibride di titoli come le obbligazioni convertibili e poi con l'equity come ultima soluzione.

[35] Domenichelli O., "*The pecking order theory in the context of small and medium-sized enterprise: a note*", Rivista Piccola Impresa, Small Business, 2, 2008.

Terminata l'analisi della teoria del Pecking Order nella sua versione originaria, è necessario rilevare come la stessa soffre di alcuni limiti. Infatti, in primo luogo, la teoria del PO come definita da Myers descrive l'ordine di scelta delle fonti di finanziamento di generiche imprese quotate senza tenere in considerazione le varie tipologie di imprese in virtù della loro dimensione, ciclo di vita o tasso di innovatività. Inoltre, il PO tradizionale si applica a mercati ad elevata efficienza come quello statunitense o UK.

Stanti queste "imperfezioni", numerosi accademici si sono prodigati in studi volti a rilevare empiricamente quali sono, in ordine gerarchico, le fonti di finanziamento utilizzate dalle imprese predette, definendo così la "teoria del PO allargato".

Con riferimento alle imprese innovative, uno studio importante da analizzare è quello di Hogan e Hutson[36] i quali rilevano come le asimmetrie informative tra queste e le banche risultano essere molto accentuate (si pensi ai minori obblighi in termini di relazioni periodiche da produrre e in termini di assenza di asseverazione da parte di *audit* esterni dalla società), mentre tali asimmetrie sono molto basse tra impresa e fondi di *venture capital*[37], stante l'elevata specializzazione ed il business

[36] Hogan T., Hutson E., "*Capital structure in new technology-based firms: evidence from the Irish software sector*", Global Finance Journal, 15, 2005.
[37] La *mission* dei fondi di venture capital è quella di investire nel capitale di rischio di imprese che si trovano nella loro fase iniziale (fase di start up) con l'obiettivo di farle crescere e far aumentare il loro valore di mercato nel medio/lungo periodo. Una volta raggiunto l'obiettivo, gli stessi fondi alienano la loro quota di capitale ottenendo ingenti capital gain.

core di quest'ultimi. Per tali imprese, l'ordine gerarchico di scelta è il seguente: autofinanziamento, equity e debito.

Passando alle PMI, numerosi sono gli studi che hanno dimostrato empiricamente l'ordine di preferenza adottato dalle stesse per finanziarsi e le determinanti della loro struttura finanziaria[38]. Di fatto, si è rilevato come la struttura finanziaria delle PMI è influenzata dai seguenti fattori:

- problematica delle PMI ad accedere a fonti di finanziamento alternative. Tale difficoltà è dovuta da due componenti: *supply gap*, afferente gli elevati costi che le PMI devono sostenere per finanziarsi (scontano elevato *risk premium*), e *knowledge gap*, afferente la scarsa conoscenza da parte delle PMI di tutti i canali di finanziamento che possono essere sfruttati;
- coincidenza, nella maggioranza dei casi, tra azionisti e manager;
- avversione da parte degli azionisti delle PMI di concedere a terzi l'ingresso nel capitale sociale.

---

Per maggiori informazioni riguardanti il venture capital consultare: Manelli A., *Finanza di impresa*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009, p. 272-280.
Per maggiori informazioni sull'impatto dei fondi di venture capital in Italia consultare: *"Terzo osservatorio open innovation e corporate venture capital"*, a cura di Assolombarda, Italia start up e Smau.

[38] Tra gli altri, si consultino: Hall G.C., Hutchinson P.J., Michaelas N, "*Determinant of the capital structure of European Sme's*", Journal of Business Finance & Accounting, 31, 2004; Ou C., Haynes G.W., "*Acquisition of additional equity capital by small firms – Findings from the National Survey of Small Business Finance*", Small Business Economics, 27, 2006.

Stanti questi fattori, si rileva come l'ordine di scelta delle fonti di finanziamento adottato dalle PMI è il seguente: autofinanziamento, debito ed infine equity.

## *Capitolo 2*

## *Le PMI italiane: struttura finanziaria e fonti di finanziamento alternative*

### 2.1. Introduzione

In questo capitolo si passerà, in primo luogo, ad effettuare un'analisi degli studi e delle ricerche più importanti in materia di struttura finanziaria delle imprese italiane ed in particolar modo delle PMI italiane.

Successivamente, si passerà ad analizzare qual è l'impatto delle PMI sul sistema produttivo italiano e l'importanza che queste rivestono nella stessa economia italiana.

Per finire, si analizzeranno le fonti di finanziamento alternative di cui le PMI italiane possono avvalersi al fine di diversificare la propria struttura finanziaria, divenire meno "*bancocentriche*" ed abbandonare il concetto che per troppo tempo ha pervaso l'economia italiano del "piccolo è bello".

### 2.2. La struttura finanziaria delle imprese italiane: rassegna della letteratura

Numerosi sono gli accademici e ricercatori che hanno focalizzato la loro attenzione sull'analisi della struttura finanziaria delle imprese italiane. Tra questi, un primo lavoro interessante è sicuramente rappresentato dal *paper* di Bonato e Faini[39] i quali osservano in primo luogo come le imprese italiane tendono a far

[39] Bonato L., Faini R., "*Le scelte di indebitamento delle imprese italiane*", in Conti V. e Hamaui R. (a cura di), Operatori e mercato nel processo di liberalizzazione, Il Mulino, 1990, p. 139-182.

diminuire il loro grado di indebitamento all'aumentare della rischiosità percepita sulle stesse, avvalorando di fatto l'aderenza della teoria del *trade-off* sulle stesse imprese italiane. Gli stessi autori, poi, spostando l'attenzione sull'ordine gerarchico di selezione delle fonti di finanziamento adottate da parte delle imprese italiane, rilevano come la *pecking order theory* sia in grado di spiegare in modo adeguato tali scelte; infatti, gli autori rilevano come vi sia correlazione negativa tra redditività delle imprese italiane e ricorso al debito (avvalorando, dunque, l'ipotesi secondo cui le imprese prediligono in primo luogo il ricorso all'autofinanziamento per finanziarie il proprio fabbisogno finanziario).

Altro studio interessante è poi rappresentato dal *paper* di Bonato, Hamaui e Ratti[40] i quali rilevano come le imprese italiane, al fine di finanziare il loro fabbisogno, tendano in primo luogo ad accantonare e reinvestire gli utili prodotti nel tempo. Altresì, dallo studio si rileva come sembra esservi una correlazione negativa tra margine operativo lordo (MOL) prodotto dalle società e ricorso all'indebitamento. Anche in tale caso, entrambe le rilevazioni confermano empiricamente come la teoria del *pecking order* sia in grado di spiegare in modo sufficientemente adeguato l'ordine di scelta delle fonti di finanziamento assunte e la struttura finanziaria adottata delle imprese italiane.

[40] Bonato L., Hamaui R., Ratti M., "*Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*", Banca Commerciale Italiana - Collana Ricerche, 1991.

Un ultimo studio molto interessante da analizzare è quello prodotto da Bigelli, Mengoli e Sandri[41] i quali, analizzando un campione di 402 osservazioni per anno nel periodo 1992-1996, si focalizzano sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese italiane. I risultati di tale *paper* mostrano, in primo luogo, la maggiore importanza che il fattore fiscale ricopre sulle scelte e sulla struttura finanziaria delle imprese italiane rispetto a quelle di altri paesi. Gli autori infatti, con riferimento alla questione fiscale, hanno dimostrato come in Italia il livello delle imposte pagate e il *tax shield* risultano statisticamente significativi nel determinare il grado di leverage societario. Altresì, dallo studio in parola emerge che il settore di appartenenza delle singole imprese influenza in modo significativo la struttura finanziaria adottata dalle stesse e spicca come la *pecking order theory* sia in grado di ben spiegare l'ordine di scelta delle fonti di finanziamento assunte dalle stesse imprese italiane. Infine, gli autori, analizzando il grado di indebitamento delle società italiane, rilevano che le imprese con bassi (alti) livelli di asset tangibili o con scarse (elevate) opportunità di sviluppo tendono a fare maggiore (minore) affidamento sui debiti verso fornitori piuttosto che sui debiti finanziari. Tale ultima rilevazione, a ben vedere, ben si sposa anche con quanto affermato da Biais e Gollier[42] e Chiesa *et al*[43]. I primi, infatti, rilevano come i debiti di tipo commerciale

[41] Bigelli M., Mengoli S., Sandri S., "*I fattori determinanti la struttura finanziaria delle imprese italiane: una verifica empirica sulle società quotate*", Finanza, marketing e produzione, 2001.
[42] Biais B., Gollier C., "*Trade Credit and credit rationing*", Review of Financial Studies, 10, 1997.
[43] Chiesa G., Palmucci F., Pirocchi I., "*La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà*", Rapporto CREDIF, Osservatorio sui Servizi Finanziari Evoluti per le PMI, 2009.

risultino cruciali, soprattutto per le PMI, in quanto utilizzabili anche durante fasi di restrizione del credito bancario. I secondi, invece, mediante il loro *paper* rilevano primariamente che il credito commerciale tende a sostituire fortemente il debito bancario a breve termine in periodi in cui vengono promosse fasi di politica monetaria restrittiva. In secondo luogo, gli autori rilevano come l'indebitamento di tipo funzionale sia altresì importante per sincronizzare i termini delle entrate e delle uscite finanziarie delle società.

*La struttura finanziaria delle PMI italiane*

Prima di analizzare quanto è stato scritto in letteratura in merito alle PMI italiane, è necessario capire quali, tra le varie tipologie di imprese, possono essere definite in questo modo. A tal fine, è doveroso far riferimento all'art. 2 dell'allegato della raccomandazione 2003/361/CE secondo cui "*la categoria delle PMI è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro*".

Fatta questa doverosa precisazione, passiamo ora ad analizzare un primo *paper* molto interessante in materia prodotto dalla Venanzi[44], nel quale rileva che i

[44] Venanzi D., "*Specificità finanziarie delle medie imprese italiane: un'analisi del campione Mediobanca*" – Unioncamere, in Argomenti, 2005, pp. 79-105.

contenuti della teoria del *pecking order* ben si associano con la realtà delle PMI italiane. Infatti, le stesse società presentano i seguenti tratti distintivi:

- privilegiano l'autofinanziamento e legano tra loro la strategia di crescita alla capacità di generare risorse interne per finanziarla;
- l'autofinanziamento generato non è sufficiente per coprire l'intero fabbisogno finanziario societario, però il suo apporto rimane costante nel tempo;
- hanno necessità di ricorrere al debito stante la mancata predisposizione degli imprenditori ad affacciarsi nei mercati e stante l'opposizione degli stessi a far entrare nuovi soggetti nel capitale sociale;
- tendono a scegliere un certo grado di indebitamento finanziario anche per sfruttare il vantaggio fiscale.

Altro studio interessante che analizza le PMI italiane è quello condotto da Monteforte e La Rocca[45], i quali, studiando un campione di 72 PMI calabresi dei settori manifattura, servizi e commercio, rilevano come l'entità del *leverage* sia correlata positivamente con le dimensioni aziendali e, a sorpresa, che c'è invece legame negativo tra età delle società e livello di indebitamento. Quindi lo studio rileva come il grado di indebitamento delle PMI tenda a diminuire all'aumentare della loro anzianità. Gli autori hanno altresì rilevato la propensione delle stesse PMI a ricorrere al debito bancario, in particolar modo durante la prima fase di vita,

[45] La Rocca M., Monteforte D., "*La struttura finanziaria delle PMI calabresi*", 2003.

nonostante la possibilità di ricorrere all'autofinanziamento per poter soddisfare il proprio fabbisogno finanziario. Nel momento in cui, però, l'entità degli utili accantonati diviene rilevante e, dunque, si detiene un buon livello di autofinanziamento, allora le stesse imprese tendono ad iniziare un percorso di riduzione della loro esposizione debitoria nei confronti delle banche.

Per finire, un ultimo studio che va citato è quello prodotto da Guiso[46] il quale, analizzando un campione di circa 5000 PMI, ha rilevato come le imprese più grandi, meno profittevoli, più innovative e con proprietà meno concentrata risultano avere, in media, un livello di indebitamento superiore alle altre. Un'altra interessante rilevazione dell'autore è quella secondo cui il 50% delle imprese più piccole (con meno di 30 addetti) non fa ricorso in alcun modo al debito bancario stante l'elevato livello di capitalizzazione di cui godono.

### 2.3. L'impatto del PMI nel sistema economico italiano: osservazioni

Passando ora ad analizzare l'impatto delle PMI all'interno del tessuto economico italiano, si rileva come le stesse ricoprano sicuramente una posizione di rilievo. Infatti, come mostrato dal recente rapporto della Commissione Europea[47], le PMI italiane rappresentano il 99,9% del totale delle imprese, assorbono il 78,5% dei lavoratori totali e contribuiscono alla produzione del 67,1% del valore aggiunto

[46] Guiso L., "*Small business finance in Italy*", BBpaper, 8, 2003.
[47] European Commission, "*2018-SBA Fact Sheet – Italy*".

complessivamente prodotto. Come si può vedere dalla seguente tabella, che confronta i dati italiani con quelli delle PMI europee, ci accorgiamo come l'entità dei lavoratori e l'apporto in termini di valore aggiunto prodotto dalle PMI nostrane sia decisamente maggiore rispetto a quello del panorama europeo.

**Figura 2.1 –** *Confronto PMI tra Italia e UE*

| Class size | Number of enterprises | | | Number of persons employed | | | Value added | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Italy | | EU-28 | Italy | | EU-28 | Italy | | EU-28 |
| | Number | Share | Share | Number | Share | Share | Billion € | Share | Share |
| Micro | 3 565 046 | 95.1 % | 93.1 % | 6 661 193 | 45.9 % | 29.4 % | 201.2 | 28.6 % | 20.7 % |
| Small | 162 598 | 4.3 % | 5.8 % | 2 921 184 | 20.1 % | 20.0 % | 144.9 | 20.6 % | 17.8 % |
| Medium-sized | 18 465 | 0.5 % | 0.9 % | 1 808 802 | 12.5 % | 17.0 % | 125.3 | 17.8 % | 18.3 % |
| **SMEs** | **3 746 109** | **99.9 %** | **99.8 %** | **11 391 179** | **78.5 %** | **66.4 %** | **471.5** | **67.1 %** | **56.8 %** |
| Large | 3 221 | 0.1 % | 0.2 % | 3 125 454 | 21.5 % | 33.6 % | 231.7 | 32.9 % | 43.2 % |
| Total | **3 749 330** | **100.0 %** | **100.0 %** | **14 516 633** | **100.0 %** | **100.0 %** | **703.1** | **100.0 %** | **100.0 %** |

*Fonte: 2018-SBA Fact Sheet – Italy*

Proseguendo con l'analisi di tipo qualitativo dei dati afferenti le PMI italiane, osserviamo come le stesse abbiano avviato un processo virtuoso volto ad "alleggerire" il grado di indebitamento di tipo finanziario a favore di una maggiore capitalizzazione[48]. Questo processo, come osservabile dalla serie storica presente nel grafico che segue, si è generato in seguito allo sviluppo della crisi economico-finanziaria e dei correlati effetti che il c.d. "*credit crunch*", ossia la stretta sulla concessione dei finanziamenti da parte delle banche a favore delle imprese, hanno prodotto sull'economia italiana e sulla sopravvivenza delle imprese stesse. Infatti, come noto, le imprese italiane, ed in particolar modo le PMI, presentavano, in modo

[48] Rapporto Cerved PMI 2019.

maggiore rispetto alle competitor europee, un elevato grado di indebitamento finanziario, rappresentato in particolar modo da esposizioni a breve verso le banche, ed uno scarso grado di capitalizzazione. Questa peculiarità italiana, conseguentemente alla stretta sui finanziamenti praticata dalle banche, ha portato ad un incremento vertiginoso del tasso di mortalità delle imprese, le quali, non riuscendo più a rinnovare le loro linee di credito, non riuscivano più a finanziare il loro fabbisogno, stante la loro estrema dipendenza dal sistema bancario (*bancocentrismo*), e ad onorare le obbligazioni assunte.

Questa situazione di stallo ha quindi spinto le PMI a ristrutturarsi finanziariamente e, dunque, a ridurre il livello di esposizione verso le banche a favore di una maggiore capitalizzazione.

**Figura 2.2 –** *Serie storica indebitamento finanziario e capitalizzazione PMI*

*Fonte: Rapporto Cerved PMI 2019*

Nonostante l'avvio di questo processo virtuoso, è necessario sottolineare come ancor oggi le PMI italiane risultino eccessivamente esposte nei confronti del sistema bancario, in particolar modo sotto forma di indebitamento a breve termine; infatti, l'incidenza media del debito bancario sul totale dei debiti finanziari delle PMI sfiora il 60% (valore più elevato all'interno del contesto europeo e, addirittura, superiore di 25/30 punti percentuali rispetto al contesto UK e USA)[49].

Questo dato va letto ed interpretato in modo sistemico con le novità normative che si sono e si stanno producendo in ambito economico-finanziario, in particolar modo con il nuovo accordo di *Basilea 3*[50] e con il nuovo principio contabile *IFRS 9*, entrato già in vigore con l'esercizio 2018.

Il primo, infatti, stabilisce requisiti patrimoniali sempre più severi e una gestione del credito sempre più prudente da parte degli istituti bancari; il secondo, invece, prevede l'adozione di un approccio *forward looking* non solo sulle perdite già verificatesi ma anche su quelle prospettiche, che potrebbero verificarsi in un'ottica futura, il che produrrà conseguenze da un punto di vista contabile che incideranno sia sul patrimonio netto contabile che sui principali *ratio* bancari come il CET1.

[49] Rapporto Cerved 2018.
[50] L'entrata in vigore definitiva, dopo una fase transitoria di "*phase in*", è prevista per il primo di gennaio del 2022.

Queste novità comporteranno presumibilmente nel tempo una sempre maggior difficoltà per le imprese, in particolar modo per quelle che non godono di un equilibrio finanziario, nell'accedere al credito bancario e, in caso di ottenimento, nel godere di condizioni di finanziamento favorevoli. Tutto ciò avverrà in virtù del fatto che le banche, nel rispetto delle norme predette, saranno sempre più chiamate ad accrescere le riserve patrimoniali e a sottrarre liquidità ai propri asset. Pertanto, le imprese, ed in particolar modo le PMI, sono chiamate non solo a proseguire il percorso già avviatosi di ricapitalizzazione ma, altresì, a rivoluzionare il loro *modus operandi* per soddisfare il fabbisogno finanziario, riducendo il ricorso al debito bancario ed andando a ricercare nuove fonti di finanziamento esterne che possano sostituirlo in modo adeguato.

Proprio questo punto verrà affrontato ed approfondito nel paragrafo seguente ove verranno illustrati alcuni tra i vari strumenti di finanziamento "alternativi" al debito bancario di cui le PMI possono godere al fine di diversificare le proprie fonti di finanziamento.

## 2.4. La finanza alternativa per le PMI italiane

In questo paragrafo si analizzeranno alcuni tra gli strumenti di finanziamento "alternativi" attraverso i quali le imprese, ed in particolare le PMI, possono soddisfare il loro fabbisogno finanziario. La scelta è ricaduta esclusivamente sulle due tipologie di strumenti di seguito descritte, Mini-Bond e Crowdfunding, in virtù del fatto che, in primis, rappresentano le due forme di finanziamento di tipo alternativo il cui sviluppo è maggiormente marcato sia in Italia che in Europa e, in secondo luogo, in virtù del fatto che per altri strumenti non si è ancora in grado di reperire dati empirici di riferimento attendibili o soddisfacenti.

Si precisa, inoltre, che in questo paragrafo non verranno analizzati in modo analitico e tecnico le procedure e modalità con cui tali strumenti di finanza alternativa possono essere adottati dalle imprese; bensì l'obiettivo del paragrafo è piuttosto di tipo qualitativo, volto da un lato a dare evidenza dell'impatto che tali nuovi strumenti sono in grado di generare sulla struttura finanziaria dell'impresa e, dall'altro, a mostrare la sempre maggior importanza che gli stessi rivestono per l'economia italiana.

### 2.4.1. Mini-Bond

I mini-bond sono titoli di debito (obbligazioni o cambiali finanziarie) che vengono emessi sul mercato mobiliare (ExtraMOT PRO di Borsa Italiana) da società italiane non finanziarie, quotate o non quotate in Borsa, e che vengono

sottoscritti da investitori professionali e qualificati che, a fronte del prestito di capitale, ottengono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso la riscossione di cedole. Detto ciò, le norme che disciplinano i mini-bond si rinvengono nel D.L. del 22 giugno 2012 n. 83 (c.d. "Decreto Sviluppo"), nel D.L. del 18 ottobre 2012 n. 179 (c.d. "Decreto Sviluppo bis"), dal D.L. del 23 dicembre 2013 n. 145 (c.d. "piano Destinazione Italia") e dal D.L. del 24 giugno 2014 n. 91(c.d. "Decreto Competitività).

Definiti i mini-bond quali strumenti finanziari, è altresì necessario indicare, in modo sintetico, i passaggi e gli adempimenti specifici previsti dal legislatore per la quotazione dei titoli nel segmento ExtraMOT PRO.

Normalmente, il processo di emissione di mini-bond inizia con la programmazione di un *business plan* volto a illustrare le motivazioni sottostanti la raccolta di capitale, i progetti e le strategie di investimento a cui tali fondi saranno rivolti e i risultati ricercati. Sarà altresì necessario mostrare la capacità prospettica dell'impresa di saper generare futuri *cash flow* positivi che siano in grado di garantire in modo ragionevole agli investitori la sostenibilità finanziaria dell'eventuale nuovo debito assunto. Il secondo step è poi rappresentato dalla redazione del contratto di finanziamento, per la cui stesura e definizione è consigliabile il coinvolgimento di professionisti e legali esterni al fine di evitare contenziosi futuri. In questa fase va altresì accertato, per le Srl, se lo Statuto sociale contempli la possibilità di emissione di titoli di debito. In caso negativo, sarà

necessaria una modifica dello stesso Statuto mediante atto notarile. Lo step successivo è rappresentato dalla certificazione del bilancio da parte di auditor esterni al fine di garantire la veridicità e la correttezza del bilancio societario. Successivamente, si dovrà accedere alla procedura di dematerializzazione dei titoli e, dunque, all'assegnazione di un codice ISIN per gli stessi, nonché alla individuazione della banca che si prenderà carico della gestione dei pagamenti periodici a favore degli investitori.

Per finire, le imprese saranno chiamate a individuare degli *advisor* che le supportino nella ricerca ed individuazione degli investitori. Questi sono tipicamente rappresentati o da soggetti specializzati nel campo dei mini-bond (fondi di private-debt, SIM, banche) oppure da *arranger* che già dispongono di una rete di potenziali investitori[51].

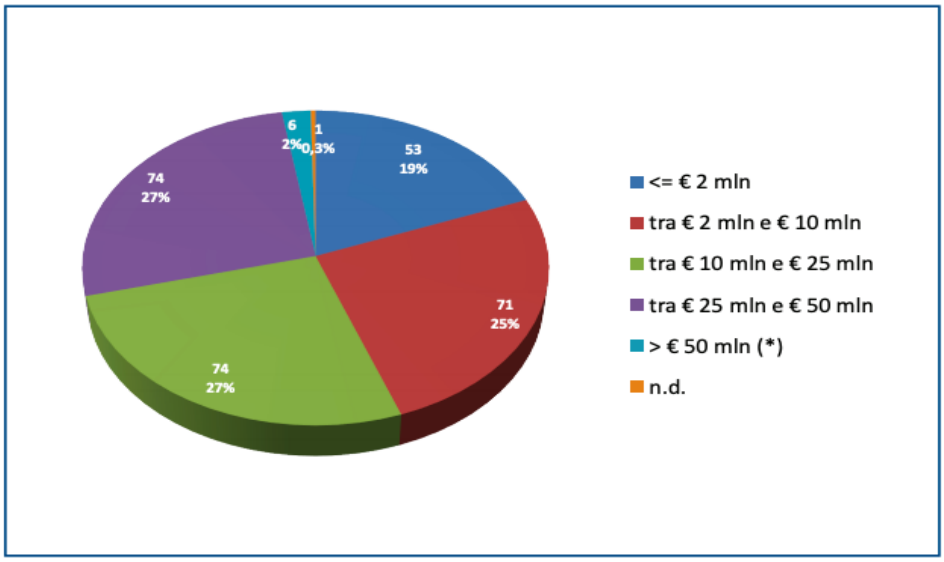
*Evidenze empiriche sullo sviluppo dei mini-bond*

Analizzando i dati forniti dall'Osservatorio mini-bond52, si rileva che le imprese italiane emittenti *mini-bond* dal 2012 al 31 dicembre del 2018 erano 498, di cui 279 PMI.

[51] "*Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia*", Osservatori Entrepreneurship & Finance, Politecnico di Milano, 2019.
[52] "*5° Report italiano sui mini-bond*", Osservatorio Mini-Bond, Politecnico di Milano, 2019.

La prima rilevazione interessante riguarda il fatturato delle imprese emittenti che risulta molto variegato: infatti, nel 2019, le imprese emittenti presentavano fatturati che si estendevano in una fascia da meno di 10 milioni a più di 100 milioni di euro. In particolar modo, considerando il solo mondo delle PMI, la ripartizione per fatturato è illustrata dal seguente grafico:

**Figura 2.3 –** *PMI emittenti mini-bond, suddivise per fasce di fatturato*




*Fonte: "Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia", 2019.*

Proseguendo, si rileva altresì che la durata media (*maturity*) dei titoli obbligazionari si aggira, al 2019, attorno ai 5 anni e che la cedola media garantita dalle PMI emittenti volta a remunerare gli investitori è pari a circa 5 punti percentuali.

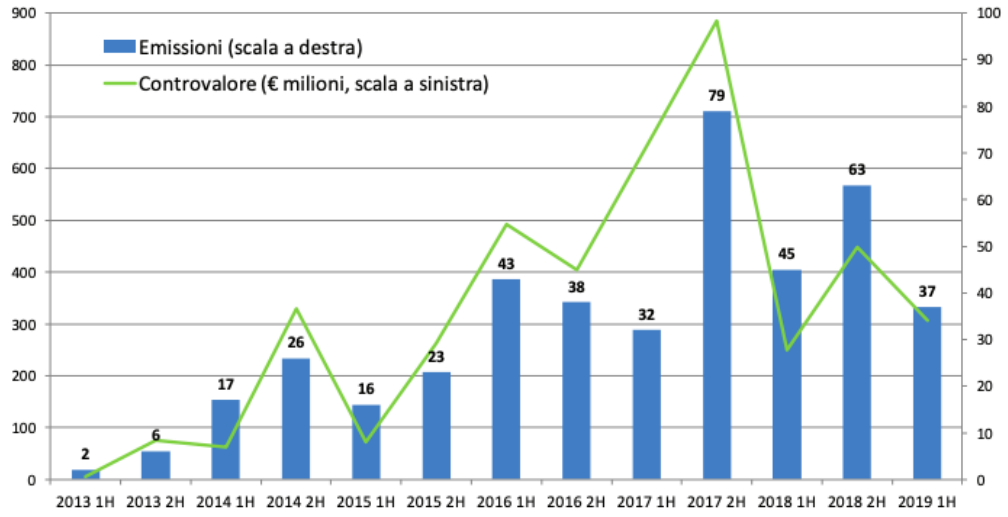
**Figura 2.4 –** *Statistiche relative alle PMI italiane emittenti mini-bond*

| Anno di emissione | Cedola media annuale | *Maturity* media (anni) | % titoli *bullet* | % quotati in Borsa | % con *rating* | % 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: "Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia", 2019.*

Si rilevano dati interessanti anche con riferimento allo sviluppo temporale del fenomeno mini-bond, come evidenziato dal grafico che segue. Infatti, al giugno del 2019 si contavano, complessivamente, ben 884 mini-bond collocati per un controvalore di 33.51 miliardi di euro. Spostando l'attenzione sulle sole PMI, al giugno 2019 erano censiti complessivamente 433 mini-bond per un controvalore di 5,29 miliardi di euro (il che ci permette di capire l'importanza sempre maggiore che tale fonte di finanziamento ricopre nel panorama delle PMI italiane).

**Figura 2.5 –** *Emissioni di mini-bond da parte di PMI italiane*




*Fonte: "Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia", 2019.*

Per finire, analizzando le motivazioni che spingono le PMI ad affacciarsi sui mercati per la collocazione di mini-bond, si rileva che le stesse sono in primo luogo interessate a sperimentare questo nuovo canale di finanziamento al fine di imparare ad interfacciarsi con investitori professionali sul mercato ed ottenere dunque maggiore visibilità e credibilità. Altresì, i manager delle società intervistate rilevano che il reperimento di nuova finanza attraverso il canale bancario, soprattutto di medio e lungo termine, non risulta facilmente accessibile; pertanto, attraverso i mini-bond, si riesce ad ottenere un certo grado di certezza e stabilità della disponibilità di un determinato ammontare di risorse per un determinato periodo di tempo. Ancora, i manager affermano che i mini-bond si prestano come ottimo

strumento volto a diversificare le fonti di finanziamento e a limitare l'eccessiva dipendenza dal circuito bancario. Per finire, l'emissione di mini-bond viene spesso considerata come un primo step in vista di possibili operazioni successive di quotazione o di private equity.

*Analisi dei bilanci ed effetti delle emissioni di mini-bond*

L'evidenza empirica permette altresì di rilevare quali siano gli effetti che le emissioni di mini-bond, da parte di PMI, hanno prodotto sui bilanci delle stesse. In particolar modo, analizzando il rapporto *EBITDA/fatturato*, si rileva come la marginalità risultasse già in crescendo nei periodi antecedenti la data dell'emissione. Nei periodi successivi, invece, l'evidenza non permette di confermare la presenza di una correlazione positiva tra collocamento e aumento delle marginalità prodotte dalle PMI.

Spostando poi il focus sull'analisi del grado di *leverage*, si rilevano valori decrescenti all'avvicinarsi della data di emissione, a testimonianza che nella maggior parte dei casi il mini-bond non va ad aggravare una situazione finanziaria già pesante, ma è volto a sostituire le *liabilities* già presenti. Anche in tal caso, non c'è evidenza degli effetti che si producono post emissione; infatti, in alcuni casi il grado di leverage complessivo delle società tende a diminuire (stante, ad esempio, la bontà delle scelte di investimento realizzate), mentre in altri ad aumentare.

Per finire, l'evidenza empirica non permette di affermare che vi sia correlazione positiva tra emissione di mini-bond e crescita di fatturato delle PMI emittenti.

### 2.4.2. Crowdfunding

Tra le varie innovazioni legate al mondo finanziario va sicuramente citata l'economia collaborativa (*sharing economy*) il cui elemento portante è rappresentato dal *crowdfunding*, forma di finanziamento attraverso cui le persone (*crowd*), mediante conferimenti di qualsiasi entità, partecipano al finanziamento di progetti di investimento promossi da società private[53]. Tali società, infatti, avvalendosi di portali online specializzati in *crowdfunding,* che mettono in contatto domanda e offerta, promuovono i loro progetti di investimento che sono intenzionate a realizzare demandando il finanziamento totale o parziale degli stessi alle persone utilizzatrici delle piattaforme o ad altri investitori che gravano nella medesima orbita. A fronte di tali conferimenti sono previsti, a favore degli investitori, dei *reward*, delle quote di partecipazione al capitale oppure interessi attivi come forma di remunerazione.

Di fatto, stante l'enorme carattere innovativo di cui gode, si ritiene che il *crowdfunding*, inteso come forma di finanziamento alternativo, rappresenti

[53] "*L'equity crowdfunding: analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*", Position paper, Consob, 2016.

un'interessante opportunità sia per le imprese che intendano finanziare la propria attività sia per gli investitori interessati ad ottenere buoni rendimenti.

Terminata l'analisi descrittiva dello strumento in parola, passiamo ora ad analizzare le varie forme in cui si articola il *crowdfunding*.

*Reward-based crowdfunding*

Una prima forma in cui si articola il *crowdfunding* è rappresentata dal *reward-based crowdfunding,* le cui campagne prevedono che, a fronte di un conferimento di capitale, vengano previste delle ricompense (*reward*) a favore degli investitori.

Tali ricompense sono spesso rappresentate dai prodotti sviluppati dalle stesse imprese per il cui sviluppo hanno richiesto il finanziamento; oppure, possono essere rappresentate da altri oggetti o servizi.

Analizzando il mercato italiano delle PMI, si stima che la raccolta di capitali raggiunta attraverso operazioni di *reward-based crowdfunding* ammonta a 8,5 milioni di euro con un tasso di crescita annuo costante di circa 1,5 milioni di euro[54].

*Equity crowdfunding*

Lo strumento dell'*equity crowdfunding* è stato introdotto in Italia mediante il D.L. 179/2012 (Decreto Sviluppo bis) con l'intento da una parte di superare la

[54] "*Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia*", Osservatori Entrepreneurship & Finance, Politecnico di Milano, 2019.

scarsa propensione delle PMI al ricorso al finanziamento in equity e dall'altra di incentivare la nascita e lo sviluppo di PMI e start-up innovative. In sintesi, dunque, attraverso lo strumento in parola le imprese sono chiamate ad attuare un aumento di capitale a pagamento, mediante emissione di nuove partecipazioni (quote, ma anche azioni) da offrire in sottoscrizione a terzi (*crowd*) per mezzo di internet[55].

Detto ciò, le normative che regolano l'*equity crowdfunding* prevedono delle regole e dei limiti ben precisi, infatti:

- la raccolta può essere realizzata esclusivamente attraverso portali Internet gestiti da imprese di investimento, banche autorizzate e altri soggetti autorizzati dalla CONSOB;
- le campagne di raccolta possono esclusivamente essere proposte da start-up innovative e PMI;
- l'ammontare dell'offerta di raccolta non può superare il limite di 8 milioni di euro;
- i gestori dei portali autorizzati devono possedere requisiti di onorabilità e professionalità;
- i portali sono chiamati a rilasciare adeguate informazioni relative alla tipologia di investimento ed ai correlati profili di rischio;

[55] "*L'equity crowdfunding: analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*", Position paper, Consob, 2016.

- una quota pari ad almeno il 5% degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta devono essere sottoscritti da investitori "professionali, con l'obiettivo di fornire ai piccoli investitori un segnale, seppur minimo, della qualità dell'emittente. È stato altresì previsto l'abbassamento della soglia dal 5% al 3% per le offerte promosse da PMI che godono di certificazione di bilancio per gli ultimi due bilanci antecedenti la data di offerta;
- inserimento obbligatorio in statuto o atto costitutivo, da parte delle emittenti, di clausole di uscita a favore dell'investitore nel caso in cui venga ceduto il controllo della società;
- previsione del diritto di revoca dell'ordine di sottoscrizione per gli investitori, nel caso di fatti nuovi avvenuti durante il periodo di offerta, da esercitarsi entro 7 giorni.

Per finire l'analisi della disciplina relativa agli equity *crowdfunding*, si rileva come il legislatore abbia altresì disposto importanti incentivi di natura fiscale per favorire il successo dell'operazione in parola. Infatti, dal 2019, è prevista la detraibilità al 40% (per le persone fisiche) e la deducibilità al 40% (per le persone giuridiche) delle somme investite in operazioni di *equity crowdfunding*.

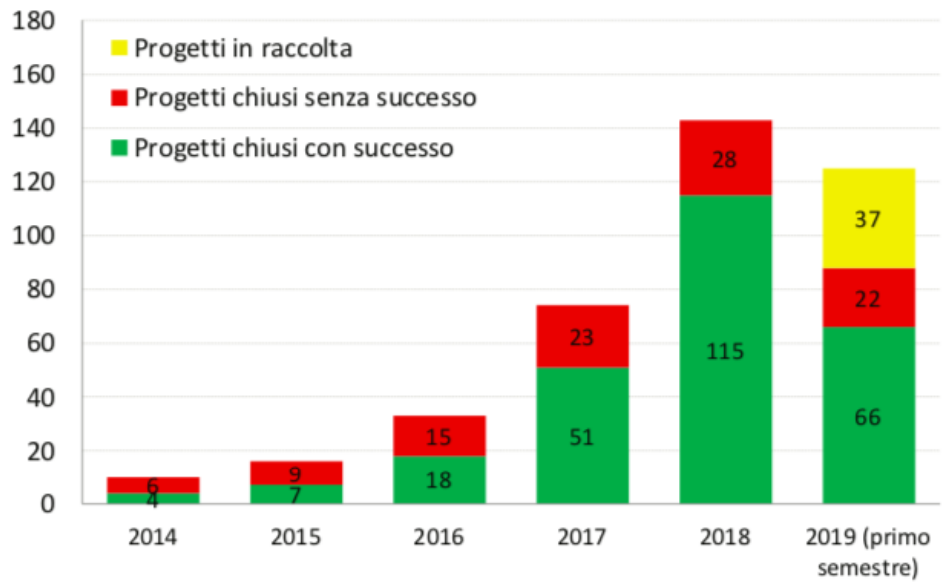
*Evidenze empiriche sullo sviluppo dell'equity crowdfunding*

Al termine del primo semestre del 2019 si contavano 401 campagne di *equity crowdfunding* promosse, capaci di generare complessivamente 82,27 milioni di

euro a favore delle imprese. Va altresì rilevato che delle 401 campagne promosse, 364 sono state concluse, di cui il 25% senza successo, e che la finanza media raccolta con campagne di *equity crowdfunding* da parte delle imprese si attesta mediamente sui 200.000€.

Detto ciò, è infine importante osservare, come intuibile dal grafico che segue, che il fenomeno dell'*equity crowdfunding* sta sempre più acquistando vigore, stante la sua crescita progressiva nel tempo.

**Figura 2.6 –** *Progetti di equity crowdfunding promossi in Italia*




*Fonte: "Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia", 2019.*

Analizzando invece gli aspetti qualitativi che caratterizzano l'operazione in parola, essendo questa una operazione che prevede la delibera di aumento di capitale sociale, si rileva che:

- nel 27% dei casi l'offerta prevedeva l'emissione di titoli azionari ordinari (che garantiscono diritti patrimoniali ed amministrativi);
- nel 10% dei casi l'offerta garantiva azioni senza diritto di voto annesso;
- nel 59% dei casi l'offerta garantiva azioni senza diritto di voto, in caso di investimenti marginali, e con diritto di voto in caso di investimenti rilevanti;
- nel residuale 4% dei casi erano previste formule articolate.

Passando infine all'analisi delle imprese che si avvalgono di *equity crowdfunding* quale strumento di finanziamento, rileviamo, in primo luogo, che il 79% delle imprese promotrici di campagne sono start-up innovative, il 10% PMI innovative, l'8% PMI e il residuale 2% sono veicoli di investimento. Analizzando invece i dati contabili delle società che ricorrono a operazioni di *equity crowdfunding*, si rileva che il valore medio del Patrimonio Netto ante-offerta si aggirava sui 115.000€ e che l'età media delle imprese era pari a 3 anni.

**Figura 2.7 –** *Statistiche delle imprese che ricorrono a equity-crowdfunding*

| | Valore medio | Valore mediano | Valore minimo | Valore massimo |
|---|---|---|---|---|
| Patrimonio netto pre-offerta | € 115.804 | € 25.000 | - € 555.372 | € 4.521.847 |
| Età | 3,0 | 2,0 | Zero | 30,0 |
| Fatturato da ultimo bilancio disponibile | € 346.955 | € 43.875 | Zero | € 50.214.561 |
| Utile netto da ultimo bilancio disponibile | - € 51.320 | - € 20.003 | - € 3.115.804 | € 4.076.692 |
| Numero di soci pre-offerta | 6,2 | 4,0 | 1,0 | 79,0 |
| Valutazione *pre-money* implicita | € 1.509.098 | € 1.500.015 | € 10.000 | € 43.478.261 |

*Fonte: "Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia", 2019.*

*Lending-based crowdfunding*

Il *lending-based crowdfunding* è un canale di finanziamento alternativo attraverso il quale si mettono in comunicazione diretta le imprese o famiglie richiedenti nuova finanza e la "folla" (*crowd*) disposta a finanziare le stesse[56].

Incentrando l'analisi sulle imprese, tale sistema - che prevede la stipula di un contratto tra finanziatori e prenditori ove i primi forniscono nuova finanza ed i secondi si impegnano a restituirla, maggiorata da interessi, entro un determinato periodo di riferimento - è garantito dalla presenza di portali specializzati che mecciano domanda e offerta raccogliendo da una parte le richieste di finanziamento derivanti dalle imprese e, dall'altra, la disponibilità delle persone disposte a finanziare le stesse imprese a determinate condizioni.

Definito ciò, è altresì opportuno osservare che nel *lending-based crowdfunding* il ruolo ricoperto dalla piattaforma che gestisce l'intero processo risulta probabilmente più importante rispetto a quello ricoperto nelle altre forme di *crowdfunding*. Infatti, nel caso di specie, la piattaforma non solo è chiamata ad organizzare l'incontro tra domanda ed offerta e a gestire i flussi finanziari scambiati tra le parti, ma è altresì chiamata a selezionare, tra le tante, le richieste di credito da ammettere al servizio. Tale selezione, di fatto, avviene attraverso un processo di attribuzione di un rating score (basandosi su dati ottenuti attraverso Cerved, Crif,

[56] Cfr. Bofondi M., "*Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*", Questioni di economia e finanza - Occasional Papers, Banca d'Italia, 2017.

Agenzia delle Entrate, Ministero dell'Interno, etc…) per verificare l'affidabilità e la solvibilità delle imprese richiedenti nuova finanza.

*Evidenze empiriche sullo sviluppo del lending-based crowdfunding*

Ciò che primariamente colpisce analizzando l'evidenza empirica derivante dai *paper*[57] incentrati sul *lending-based crowdfunding* è il fatto che le condizioni di finanziamento ottenute dalle imprese utilizzatrici di questa forma di finanziamento sono mediamente migliori rispetto a quelle applicate dagli intermediari bancari.

Altresì, analizzando il successo progressivo del lending-based crowdfunding, si rileva che al 2018 l'ammontare totale dei prestiti ottenuti da PMI italiane ammonta a 60,27 milioni di euro[58] (+74% rispetto ad anno precedente). Facendo invece riferimento alle prospettive future riguardati lo strumento di finanziamento in parola, si rileva come questi sembrano sono molto promettenti, stanti gli alti tassi di crescita registrati nel tempo e la maggior organizzazione e regolamentazione dei portali che garantiscono l'erogazione di tale servizio.

---

[57] Si confrontino: Demyanyk Y., Kolliner D., "*Peer-to-Peer Lending Is Poised to Grow*", Economic trends, Federal Reseve of Cleveland, 2014; Deloitte, "*Marketplace Lending. A Temporary Phenomenon?*".

[58] "*Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia*", Osservatori Entrepreneurship & Finance, Politecnico di Milano, 2018.

## *Capitolo 3*

## *Segmento AIM Italia: processo e motivazioni che spingono alla quotazione*

### 3.1. Introduzione

Il presente capitolo si pone come introduzione dello studio empirico, cuore del presente scritto, che verrà successivamente sviluppato.

Pertanto, verrà qui in primo luogo descritto, senza la presunzione di essere esaustivi, il processo che permette alle PMI di quotarsi ed approdare nel segmento AIM di Borsa Italiana.

Successivamente, verrà realizzata una rassegna degli studi volti ad investigare le motivazioni, nonché i vantaggi e gli svantaggi, che il processo di quotazione produce in capo alle imprese.

### 3.2. Il processo di quotazione all'AIM

L'AIM Italia, nato nel 2012, rappresenta il segmento di Borsa Italiana appositamente pensato e strutturato per la quotazione delle PMI italiane.

Chiarito ciò, è pacifico osservare come tale segmento rappresenti sempre più un obiettivo cui le PMI aspirano al fine di aprirsi ai mercati e sfruttare i vantaggi correlati ad un più elevato grado di internazionalizzazione. A conferma di ciò, si rileva che ad oggi si contano ben 134 imprese quotate (dato in continuo crescendo)

la cui capitalizzazione varia all'interno di un range compreso tra i 2.000.000€ e 600.000.000€[59].

Passando all'analisi del processo che conduce alla quotazione di una PMI presso il segmento AIM, rileviamo come lo stesso risulti essere appositamente semplificato al fine di incentivare le stesse società ad intraprendere il percorso di quotazione.

A tal fine, è necessario in primo luogo definire quali siano i requisiti[60] di cui le PMI devono essere in possesso. Da un punto di vista *formale*, viene richiesto alle imprese di presentare l'ultimo bilancio approvato e certificato da *auditors*, di redigere il bilancio attraverso l'utilizzo dei principi contabili nazionali (*OIC*) o internazionali (*IAS/IFRS*), di possedere un sito web, di presentare il documento di ammissione e di prevedere, al momento della quotazione, un flottante minimo del 10% da destinare ad almeno 5 investitori istituzionali.

Con riferimento ai *requisiti sostanziali*, viene invece richiesto alle imprese di avere un orientamento volto alla creazione di valore, di definire una strategia chiara e sostenibile, di garantire trasparenza contabile, di godere di un buon posizionamento competitivo e di un *track record* positivo, di possedere un management preparato e, per finire, di godere di una struttura finanziaria solida.

[59] Borsa Italiana, "*AIM Italia Statistics*", Novembre 2019.
[60] Borsa Italiana – requisiti AIM Italia.

Descritti i requisiti, passiamo ora a definire chi sono i soggetti che vengono coinvolti al fine di controllare e supportare le imprese in tale *iter* di quotazione.

Il primo soggetto da analizzare è rappresentato dal *nominated adviser* (NOMAD), il quale rappresenta una figura fondamentale per il funzionamento del mercato AIM Italia, essendo infatti un punto di incontro tra Borsa Italiana e la società emittente. Di fatto, l'importanza ricoperta dal NOMAD è tale che solo il rilascio della sua certificazione autorizza l'impresa a procedere con il processo che conduce all'*impact day*, ossia alla quotazione ufficiale[61].

Chiarito ciò, la figura del NOMAD può essere ricoperta esclusivamente da società di capitali ed associazioni professionali, note al mercato, che abbiano esperienza nel campo della *corporate finance* quali banche d'affari, intermediari finanziari ed associazioni professionali specializzate.

Tali soggetti, nello svolgere le loro mansioni di "garanti" dell'integrità del mercato, sono chiamati a valutare l'idoneità e la compostezza dell'impresa intenzionata ad intraprendere il processo di quotazione, nonché ad assistere l'emittente nella fase ante e post-quotazione. In particolar modo, il NOMAD è chiamato a pianificare e gestire adeguatamente l'intero processo di ammissione dell'impresa quotanda e ad implementare l'attività di *due diligence* volta ad accertare la fattibilità dell'operazione, la preparazione dell'impresa a quotarsi, il

[61] Cfr. Ferragina F., Mancaruso M., Palmas L., "*AIM Italia e quotazione delle PMI*", Contabilità finanza e controllo, 12, 2008.

rispetto dei regolamenti di mercato da parte della società nonché l'adeguatezza del management sociale[62].

Altri soggetti che vengono poi coinvolti nel processo di quotazione di una PMI sono i consulenti legali, che hanno il compito di assistere il loro cliente con riguardo agli aspetti normativi e contrattualistici legati all'operazione di quotazione, nonché a quelli di natura societaria, mediante operazioni di ristrutturazione od operazioni volte ad ottimizzare la struttura della stessa impresa.

Anche gli *auditors* e le rispettive società di revisione vengono coinvolti nel processo che porta alla quotazione presso l'AIM. Infatti, quest'ultimi sono chiamati non solo a certificare il bilancio della PMI quotanda, ma altresì ad assistere lo stesso NOMAD nel realizzare l'attività di *due diligence* finalizzata alla valutazione dell'impresa e al rilascio dell'autorizzazione relativa al buon esito dei controlli realizzati e, dunque, alla fattibilità dell'operazione.

Ultimo soggetto che tipicamente partecipa al processo oggetto di esame è il c.d. *advisor finanziario,* che viene scelto nella fase precedente l'inizio del processo di quotazione ed il cui compito è quello di promuovere, all'interno della realtà aziendale, un processo di rivoluzione culturale volto a spingere l'impresa ad operare ed organizzarsi in modo adeguato in vista dell'operazione di quotazione. Di fatto, l'*advisor finanziario* è chiamato ad implementare e migliorare il sistema di

[62] Cfr. Ferragina F., Mancaruso M., La Ferla L., "*AIM Italia: i protagonisti esterni del processo di quotazione*", Contabilità finanza e controllo, 8-9, 2009.

controllo interno societario, ad aiutare l'impresa nella redazione del piano industriale, ad avviare i contatti con Borsa Italiana, ad assistere l'imprenditore nella scelta del NOMAD e a supportare il management nella redazione del documento di ammissione.

Terminata l'analisi dei soggetti che tipicamente sono coinvolti nel processo di quotazione, passiamo ora ad analizzare le tempistiche afferenti la realizzazione del medesimo processo. A tal fine, si rileva che l'iter volto alla quotazione di una PMI ha una durata media di 3-4 mesi[63] che si articola nelle differenti fasi di seguito descritte.

1) durante la fase preparatoria, la società è chiamata a programmare un'attività di ristrutturazione interna al fine di per prepararsi in modo adeguato alla quotazione, a selezionare il team di consulenti, il NOMAD, a provvedere alla certificazione del bilancio, a definire il piano industriale da perseguire negli anni successivi e ad avviare i contatti con Borsa Italiana;
2) si passa così alla seconda fase, che precede mediamente di circa 6-7 settimane la data di ammissione, durante la quale l'impresa è chiamata a superare l'intera attività di *due diligence* promossa dal NOMAD, ad iniziare la predisposizione del documento di ammissione, a condividere le prime ipotesi

[63] Borsa Italiana, "*AIM Italia – gli attori del processo di quotazione*".

di valutazione dei titoli e ad avviare attività di marketing nei confronti degli investitori;

3) nella terza ed ultima fase la società è chiamata a realizzare il *financial road show* per presentare al mercato e agli investitori l'imminente quotazione, ad ottenere la comunicazione di ammissione al listino (10 giorni prima dell'IPO), a pubblicare i documenti di ammissione e collocamento dell'offerta (3 giorni prima dell'IPO) e, per finire, a definire il prezzo dei titoli.

Per ultimo, è altresì necessario rilevare quelli che sono gli adempimenti e i requisiti che le PMI, una volta ammesse al segmento AIM, sono chiamate a rispettare nel futuro. Di fatto, è previsto in primo luogo l'obbligo di presenza di uno *specialist* chiamato a garantire la liquidità dei titoli attraverso la sollecitazione continua del mercato per l'acquisto e la vendita dei titoli. La società è chiamata altresì ad adempiere alla pubblicazione della *relazione semestrale* relativa ai dati semestrali ottenuti, nonché a rilasciare le informative di mercato *price sensitive* richieste dal regolamento di Borsa Italiana. Per finire, la società è ovviamente chiamata alla redazione, pubblicazione e certificazione del bilancio annuale entro 180 giorni dalla data di chiusura dell'esercizio.

## 3.3. Effetti e motivazioni che spingono le imprese a quotarsi: una rassegna della letteratura

La decisione di quotarsi è una delle sfide più importanti che un'impresa, nell'arco della sua vita, è chiamata ad intraprendere. Infatti, la quotazione non contribuisce solamente alla crescita del prestigio aziendale, ma ha un significativo impatto su tutte le dimensioni di tipo organizzativo, amministrativo e finanziario.

Detto ciò, è necessario procedere ad una analisi della numerosa letteratura al fine di capire quali siano le motivazioni che spingono le società a quotarsi, nonché i vantaggi e gli svantaggi che tale processo tende a produrre.

Partendo dall'analisi degli svantaggi, se ne possono sicuramente evidenziare tre tipologie.

*Selezione avversa*

Come noto, gli investitori sono tipicamente meno informati rispetto agli *insider* societari in merito a quello che è il reale valore di una impresa. Di fatto, tali asimmetrie informative, a parere di Leland e Pyle[64], impattano negativamente sul *sentiment* che il mercato ha nei confronti delle imprese che intendono quotarsi e, dunque, sul prezzo che gli investitori saranno disposti a pagare per l'acquisizione dei titoli azionari.

[64] Leland H. E., Pyle D. H., "*Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation*", Journal of Finance, 32, 1977.

Anche Chemmanur e Fulghieri[65] si sono espressi a tal proposito affermando che i costi derivanti dalla selezione avversa rappresentano tipicamente il maggior ostacolo alla quotazione delle giovani e piccole imprese che godono di un breve *track record* e di scarsa visibilità.

*Costi della quotazione*

La scelta di quotarsi implica il sostenimento di ingenti costi da parte delle società. Di fatto, come stimato da IR Consulting[66], il costo medio per l'ammissione all'AIM da parte di una PMI si attesta sui 700.000€ e pesa circa per il 6-8% dell'intero capitale raccolto. È qui il caso di precisare che i costi sostenuti dalle PMI per la quotazione risultano comunque inferiori rispetto a quelli sostenuti da imprese che si quotano in altri segmenti di Borsa Italiana, stante il processo semplificato previsto per l'ingresso all'AIM e i minori costi che questo comporta.

*Maggiore trasparenza ed earning management*

È inoltre opportuno osservare come il processo di quotazione, stanti i vari regolamenti previsti, tenda a forzare le imprese al rispetto del principio della trasparenza e, dunque, a rivelare molte informazioni riservate e cruciali per il loro

[65] Chemmanur T., Fulghieri P., "*Information production, private equity financing, anf the going public decision*", Working Paper, Columbia University, 1995.
[66] IR Consulting, *comunicato stampa*, Gennaio 2018.

"vantaggio competitivo", nonché alla perdita di ampi margini di flessibilità afferenti manovre di natura contabile e fiscale[67].

A sostegno di quest'ultimo punto, Pagano et al.[68] mostrano che, dopo la quotazione, il rapporto *tasse/fatturato* tende a crescere di circa due punti percentuali. Tale risultato sembra giustificato dal fatto che le imprese non quotate, godendo di maggiore discrezionalità nell'effettuare pratiche elusive o evasive, possono ottenere significativi risparmi di imposta. La tesi dei predetti autori trova supporto anche nel *paper* di Poli[69], il quale esaminando un vasto campione di piccole aziende italiane, conferma l'attitudine di queste a sfruttare pratiche di *earnings management* al fine di riportare risultati di esercizio positivi, ma contenuti, e di evitare variazioni di performance significative nel tempo.

Terminata l'analisi degli svantaggi individuati dalla letteratura, analizziamo ora i vantaggi che derivano dalla procedura di quotazione.

[67] Giordano L., Modena M., "*Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*", Discussion Paper, Consob, 2017.
[68] Pagano M., Panetta F., Zingales L., "*Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*", Journal of Finance, 53, 1998.
[69] Poli S., "*Small-sized companies earnings management: evidence from Italy*", International Journal of Accounting and Financial reporting, 2013.

*Maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento*

Uno dei maggiori vantaggi che si generano a favore delle imprese in seguito alla quotazione è sicuramente rappresentato dalla diversificazione delle fonti di finanziamento. Infatti, tale processo, oltre a generare nuova finanza per le imprese, concorre a rendere più agevole il riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese.

*Rafforzamento della struttura organizzativa dell'impresa*

Stanti gli obblighi che la quotazione richiede di rispettare, le imprese sono chiamate ad implementare un processo di riorganizzazione volto a migliorare i processi di controllo interni, alla creazione di valore, allo sviluppo di nuove tecniche di *budgeting* e alla separazione del potere tra proprietà e gestione, privilegiando l'ingresso di figure manageriali con un elevato tasso di *know-how*[70].

*Consolidamento della posizione aziendale*

Il processo di quotazione permette altresì alle imprese di godere di maggiore credibilità all'interno dei mercati e di consolidare la loro posizione di *leadership*. Tale affermazione viene avvalorata, tra gli altri, da Pagano et al.[71] che rilevano

[70] Cfr. Ferragina F., Mancaruso M., Palmas L., "*AIM Italia e quotazione delle PMI*", Contabilità finanza e controllo, 12, 2008.
[71] Pagano M., Panetta F., Zingales L., "*Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*", Journal of Finance, 53, 1998.

come l'ingresso all'interno dei mercati permetta all'impresa di godere di una riduzione del costo del credito e, dunque, di un miglioramento del *rating* societario. Con riferimento a ciò, però, gli autori rilevano che tali miglioramenti non possono essere esclusivamente imputati al miglioramento dello *standing creditizio*, rendendo probabile che gli stessi effetti siano agevolati dalla maggiore trasparenza dell'impresa e, dunque, dalla riduzione delle asimmetrie informative che coinvolgono società e intermediari finanziari.

*Vantaggi a favore degli azionisti*

È infine opportuno rilevare che il processo di quotazione genera importanti cambiamenti anche a favore degli azionisti. Infatti, attraverso tale iter gli stessi azionisti vantano maggiore consapevolezza riguardo il valore dei titoli detenuti, stante la presenza di un valore di quotazione aggiornato in tempo reale, godono di una potenziale maggiore liquidità e possono godere di un più agevole passaggio generazionale futuro.

Terminata la disanima dei vantaggi e degli svantaggi che si producono in seguito al processo di quotazione, è ora necessario analizzare le motivazioni che possono indurre le stesse imprese ad intraprendere tale processo. Sul punto numerosi accademici e ricercatori si sono espressi producendo interessanti rilievi ed evidenze empiriche atte ad indagare il fenomeno in parola.

Una prima ipotesi interessante è quella secondo cui la scelta di quotarsi non viene assunta con l'obiettivo primario di raccogliere nuovi fondi da destinare a nuovi investimenti[72], quanto piuttosto come leva mediante cui produrre maggiori informazioni sull'impresa, atte a ridurre le asimmetrie tra *insider* ed investitori/finanziatori esterni[73]. Il vantaggio economico di ciò si traduce nell'accrescimento del grado di liquidità dei titoli dei soci, nel miglioramento della credibilità societaria e, dunque, nel miglioramento delle condizioni di credito contratte dalla stessa società.

Interessanti sono anche le conclusioni raggiunte da Pagano et al.[74] laddove confermano l'ipotesi secondo cui le imprese decidono di quotarsi non tanto per finanziare nuovi investimenti, quanto piuttosto per riequilibrare la loro struttura finanziaria e godere di migliori condizioni finanziarie applicate da terzi finanziatori.

Infine, sono altrettanto interessanti le conclusioni raggiunte da Paleari et al.[75] che, confrontando le motivazioni che spingono le imprese italiane a quotarsi rispetto a quelle inglesi, confermano i rilievi già emersi da altri studi, appurando che le società italiane tendono a quotarsi con l'obiettivo di ridurre la loro

---

[72] A tal proposito consultare: Allen F., Gale D., "*A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Market in Germany and the US*", European Economic Review, 39, 1995; Carlin W., Mayer C., "*Finance, investment, and growth*", Journal of Financial Economics, 69, 2003.

[73] Confrontare con: Boot A.W.A., Thakor A.V., "*Financial system architecture*", Review of Financial Studies, 10, 1997; Subrahmanyiam A., Titman S., "The going-public decision and the development of financial markets", Journal of Finance, 54, 1999.

[74] Pagano M., Panetta F., Zingales L., "*Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*", Journal of Finance, 53, 1998.

[75] Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S., "*The going public decision: evidence from the IPOs in Italy and in the UK*", Int J. Applied Decision Sciences, 1, 2008.

esposizione debitoria e godere, dunque, di un accesso facilitato all'acquisizione di nuovo debito bancario come fonte di finanziamento. Oltre ciò, però, gli stessi autori rilevano che in seguito al processo di quotazione le performance societarie tendono a peggiorare in modo significativo e permanente.

## *Capitolo 4*

## *Quotazione all'AIM: una analisi empirica degli effetti prodotti sulla struttura finanziaria delle PMI*

### 4.1. Metodologia e ipotesi di ricerca

Come già anticipato, il fenomeno della quotazione in borsa è stato già oggetto di numerosi studi volti ad interrogarsi sul perché le imprese decidano di intraprendere tale percorso e su quali siano i vantaggi e gli svantaggi derivanti dallo stesso.

Pochi, invece, sono gli studi che si sono interrogati sugli effetti che il processo di quotazione produce sulla struttura finanziaria e sulle *performance* delle PMI italiane. Proprio su tale filone, pertanto, si inserisce il presente documento che è volto a verificare e dimostrare quale sia l'impatto che il processo di quotazione all'AIM produce sulla *capital structure* delle imprese.

A tale fine, verrà utilizzato per lo sviluppo dello studio un campione di venti società quotate al mercato AIM Italia, di cui verranno analizzati sia il bilancio antecedente la data di quotazione, sia i due bilanci successivi la stessa data. Il campione che verrà utilizzato comprenderà le dieci società a maggiore capitalizzazione e le dieci società a minore capitalizzazione presenti nel listino AIM nel Gennaio 2015[76]. Si precisa che si è preferito selezionare il campione in tale

[76] Fonte: "*AIM Italia Statistics – January 2015"*.

modo in quanto si è ritenuto opportuno utilizzare un filtro di classificazione "ragionato", che permettesse di ottenere una evidenza empirica afferente le società "*high cap*" e "*low cap*" del listino, piuttosto che prevedere l'utilizzo di un campione puramente casuale.

Proseguendo, con riferimento alle fonti di reperimento, i bilanci delle imprese oggetto di analisi sono stati ottenuti mediante i *siti web* delle stesse, stanti gli obblighi di trasparenza ed informativa cui le medesime società sono chiamate ad adempiere.

Passando alla descrizione della metodologia utilizzata per la ricerca, si precisa che i bilanci oggetto di studio sono stati analizzati attraverso l'utilizzo di un programma autonomamente costituito mediante l'utilizzo della piattaforma Excel. Il predetto programma, in seguito all'inserimento dei dati di bilancio relativi alle venti società analizzate, permette di riclassificare lo stato patrimoniale dei bilanci in forma "finanziaria" e il conto economico in forma "a valore aggiunto". Tali riclassificazioni permettono di ottenere un primo raffronto della situazione della società nei tre differenti anni considerati.

Successivamente, il programma permette di ottenere il calcolo di indicatori di bilancio idonei a verificare se la struttura finanziaria e le *performance* finanziarie di una impresa siano migliorate in seguito al processo di quotazione. Di fatto, l'analisi verrà sviluppata analizzando, in primo luogo, la struttura finanziaria e le *performance* economiche delle imprese nel periodo ante-quotazione.

Successivamente, l'analisi si focalizzerà sul biennio successivo la data di quotazione al fine di verificare se, effettivamente, in seguito all'ingresso nei mercati, le società abbiano goduto complessivamente di miglioramenti nelle loro *performance* economiche e nella loro struttura finanziaria.

In particolare, per perseguire il predetto obiettivo, si è ritenuto opportuno analizzare le variazioni degli indicatori descritti in tabella.

**Tabella 4.1 –** *Variabili selezionate ai fini dello studio*

| Indicatori | Motivazione della scelta |
|---|---|
| *Leverage* | Il leverage è un indicatore che mostra il grado di indebitamento di una società e si ottiene facendo il rapporto tra il totale dell'attivo e il patrimonio netto. Si ritiene che il processo di quotazione contribuisca ad una riduzione dell'indebitamento societario (*Pagano et al.* ) i cui riflessi concorrono ad una riduzione del costo medio del debito. |
| *EBITDA/Oneri finanziari* | Il rapporto in esame permette di capire la capacità dell'impresa di saper adeguatamente remunerare gli oneri finanziari derivanti dall'indebitamento. Essendo un indicatore che misura la performance finanziaria di una impresa, ci si attende un peggioramento dello stesso (*Paleari et al.* ) |
| *EBITDA/Total Asset* | Il rapporto in esame confronta la capacità dell'impresa di saper produrre flussi finanziari positivi con il totale di bilancio. Essendo un indicatore che misura la performance finanziaria di una impresa, ci si attende un peggioramento dello stesso (*Paleari et al.* ) |
| *Current ratio* | Il current ratio è un indicatore che si ottiene dal rapporto tra attività e passività a breve termine. Tale indicatore permette di osservare se la struttura finanziaria dell'impresa è in equilibrio e di rilevare la capacità della stessa di saper adempiere le proprie obbligazioni di breve termine. Dal processo di quotazione ci si attende un miglioramento complessivo del presente indicatore. |
| *ROD* | Il ROD rappresenta il costo medio che l'impresa sostiene sul proprio debito in termini di oneri finanziari. In tale sede, il ROD verrà calcolato come rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari al fine di confrontare due grandezze omogenee. Ci si attende una riduzione dell'indicatore in parola in virtù del miglioramento complessivo della struttura finanziaria dell'impresa che dovrebbe contribuire ad un miglioramento del *rating* societario (*Pagano et al., Paleari et al.* ) |

*Fonte: elaborazione propria.*

Si precisa che la scelta degli indicatori è in buona parte supportata dai rilievi emersi in differenti studi[77] volti ad individuare un modello predittivo della "*default probability*" aziendale. Tali modelli, infatti, si fondano sull'analisi di alcune variabili di bilancio, utilizzate per il calcolo di appositi indicatori, che permettono di ottenere uno *score* idoneo a misurare il rating societario e, dunque, a definire, da una parte, la probabilità futura di *default* della stessa impresa e, dall'altra, l'affidabilità e la bontà della struttura finanziaria di una impresa.

Di fatto, si è ritenuto che l'analisi di tali indicatori fosse prodromica a rilevare se il processo di quotazione intrapreso da una PMI producesse variazioni sulla struttura finanziaria societaria (*leverage* e *current ratio*) e sulle *performance* economiche della stessa (*EBITDA/Oneri finanziari*, *EBITDA/Total Asset* e *ROD*).

In conclusione, stante quanto sopra analizzato, il presente studio si focalizzerà sui seguenti campi di indagine:

*a) variazioni relative la struttura finanziaria delle imprese;*

*b) variazioni relative il grado di indebitamento finanziario e il grado di indebitamento complessivo delle imprese;*

*c) variazioni relative il costo medio sostenuto sul debito da parte delle imprese.*

---

[77] A tale fine confrontare con: Altman E., Sabato G., "*Modelling Credit Risk for SMEs: Evidence from the US Market*", Abacus, 43, 2007; Gordini N., "*A genetic algorithm approach for SMEs bankruptcy prediction: Empirical Evidence from Italy*", Expert Systems with Application, 2014; Bottani P., Cipriani L., Serao F., "*Il modello di analisi Z-Score applicato alle PMI*", Amministrazione e Finanza, 1, 2004; Pierri F., Burchi A., Stanghellini E., "*La capacità predittiva degli indicatori di bilancio: un metodo per le PMI*", Rivista piccola impresa/Small Business, 1, 2013.

*d) variazioni relative le performance finanziarie delle imprese;*

## 4.2. Data set

Come già anticipato, il campione oggetto di studio è formato dal bilancio antecedente e dai due bilanci successivi la data di quotazione di venti società quotate al listino AIM, per un totale di 60 bilanci.

Le società sono state selezionate utilizzando un criterio di ricerca che prevede la scelta delle dieci società aventi maggiore e minore capitalizzazione all'interno del listino AIM al gennaio 2015. Si precisa che si è intenzionalmente deciso di selezionare, nel rispetto del filtro prima descritto, le società che al novembre 2019 risultano ancora attive e quotate sul listino.

Come emerge dalla tabella che segue, alcune società sono state escluse per mancanza oggettiva di dati da analizzare o perché appartenenti a settori finanziari. In tali casi, si è proceduto ad inserire all'interno del campione l'impresa successiva con capitalizzazione idonea per la selezione.

Fatte le dovute precisazioni, i bilanci e le imprese selezionate sono quelle di seguito descritte.

**Tabella 4.2 –** *Composizione del campione oggetto di studio*

| Società High Cap. | Market cap. | IPO | Bilancio T0 | Bilancio T1 | Bilancio T2 |
|---|---|---|---|---|---|
| ROSETTI MARINO | 143.600.000 | 2010 | 2009 | 2010 | 2011 |
| NET INSURANCE | 136.868.371 | ESCLUSA DAL CAMPIONE PERCHE' FINANZIARIA | | | |
| FINTEL ENERGIA GROUP | 92.818.221 | 2010 | 2009 | 2010 | 2011 |
| INIZIATIVE BRESCIANE | 90.223.480 | 2014 | 2013 | 2014 | 2015 |
| ITALIA INDEPENDENT | 71.009.840 | 2013 | 2012 | 2013 | 2014 |
| ITALIAN WINE BRANDS | 57.371.602 | 2015 | 2014 | 2015 | 2016 |
| NOTORIUS PICTURES | 56.397.386 | 2014 | 2013 | 2014 | 2015 |
| FRENDY ENERGY | 43.158.006 | 2012 | 2011 | 2012 | 2013 |
| EXPERT SYSTEM | 39.573.078 | 2014 | 2013 | 2014 | 2015 |
| NEUROSOFT | 38.000.000 | ESCLUSA DAL CAMPIONE PER IMPOSSIBILITA' REPERIMENTO DATI | | | |
| LEONE FILM GROUP | 36.419.937 | 2013 | 2012 | 2013 | 2014 |
| LUCISANO MEDIA GROUP | 27.166.936 | 2014 | 2013 | 2014 | 2015 |
| **Società Small Cap.** | | | | | |
| VISIBILIA EDITORE | 1.956.232 | 2010 | 2009 | 2010 | 2011 |
| POLIGRAFICI PRINTING | 4.458.529 | 2010 | 2009 | 2010 | 2011 |
| SOFTEC | 5.593.166 | 2012 | 2011 | 2012 | 2013 |
| INNOVATEC | 6.179.411 | 2013 | 2013 | 2014 | 2015 |
| WM CAPITAL | 10.849.629 | 2013 | 2012 | 2013 | 2014 |
| ENERTRONICA SANTERNO | 11.763.680 | ESCLUSA DAL CAMPIONE PER IMPOSSIBILITA' REPERIMENTO DATI | | | |
| AMBROMOBILIARE | 13.503.543 | 2011 | 2010 | 2011 | 2012 |
| KI GROUP | 14.027.888 | ESCLUSA DAL CAMPIONE PER IMPOSSIBILITA' REPERIMENTO DATI | | | |
| GIORGIO FEDON | 14.869.176 | 2014 | 2013 | 2014 | 2015 |
| DIGITAL MAGICS | 16.672.249 | 2013 | 2012 | 2013 | 2014 |
| IMVEST | 16.870.443 | 2010 | 2009 | 2010 | 2011 |
| GRUPPO GREEN POWER | 16.882.054 | 2014 | 2013 | 2014 | 2015 |

*Fonte: elaborazione propria sulla base dei dati di "AIM Italia Statistics – November 2019 e January 2015".*

Con riferimento alla società "Innovatec SpA", si rileva che il bilancio di esercizio pre-quotazione era stato chiuso in data 30/09/2013, mentre l'IPO è avvenuta in data 18/12/2013. Pertanto, è corretto prevedere l'utilizzo del bilancio di esercizio 2013 per l'analisi afferente il periodo ante-quotazione e i bilanci 2014 e 2015 per il periodo post-quotazione.

## 4.3 Risultati dello studio

Dallo studio oggetto del presente scritto emergono numerose ed interessanti evidenze empiriche che permettono di chiarire maggiormente quali siano gli effetti che il processo di quotazione produce sulla *struttura finanziaria* e sulle *performance economiche* delle imprese.

*Effetti sulla struttura finanziaria delle imprese*

Il primo aspetto analizzato riguarda gli effetti che il processo di quotazione all'AIM ha prodotto sulla *capital structure* delle imprese. A tal fine, sono state monitorate le variazioni che si sono prodotte sul grado di *leverage* e sul *current ratio* delle società oggetto di studio nel biennio successivo la data di quotazione. I dati sono riassunti dalle tabelle che seguono.

**Tabella 4.3** – *Variazione della struttura finanziaria delle imprese*

| Società High Cap. | Leverage | Current ratio |
|---|---|---|
| ROSETTI MARINO | + | + |
| FINTEL ENERGIA GROUP | + | - |
| INIZIATIVE BRESCIANE | + | + |
| ITALIA INDEPENDENT | + | + |
| ITALIAN WINE BRANDS | + | + |
| NOTORIUS PICTURES | + | + |
| FRENDY ENERGY | + | + |
| EXPERT SYSTEM | + | + |
| LEONE FILM GROUP | + | + |
| LUCISANO MEDIA GROUP | + | + |
| **Società Small Cap.** | | |
| VISIBILIA EDITORE | - | - |
| POLIGRAFICI PRINTING | + | + |
| SOFTEC | + | + |
| INNOVATEC | + | + |
| WM CAPITAL | + | + |
| AMBROMOBILIARE | + | + |
| GIORGIO FEDON | - | + |
| DIGITAL MAGIC | + | + |
| IMVEST | + | + |
| GRUPPO GREEN POWER | + | - |

*Legenda: "+" c'è stato miglioramento nel periodo considerato; "-" c'è stato peggioramento nel periodo considerato.*

*Fonte: elaborazione propria*

**Tabella 4.4** – *Variazione della struttura finanziaria delle imprese*

| *Variazioni medie degli indicatori nel periodo T0 - T2* | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | **Leverage** | | **Current ratio** | |
| | *Imprese che hanno goduto di miglioramenti* | *Variazione media aggregata* | *Imprese che hanno goduto di miglioramenti* | *Variazione media aggregata* |
| **Società High Cap.** | 100% | 42% | 90% | 142% |
| **Società Small Cap.** | 80% | 27% | 80% | 76% |
| **Totale** | 90% | 35% | 85% | 109% |

*Fonte: elaborazione propria*

La prima evidenza interessante relativa agli effetti del processo di quotazione, ed in linea con i risultati raggiunti da *Pagano et al.*[78], è rappresentata da un miglioramento pressoché totalitario della struttura finanziaria delle imprese campionate, intesa come miglioramento del grado di *leverage* e del *current ratio* delle stesse imprese.

Infatti, l'evidenza mostra come ben il 90% delle imprese campionate ha goduto di un miglioramento del grado di *leverage* e come l'85% ha visto migliorare il proprio grado di solvibilità di breve termine attraverso un miglioramento del *current ratio*.

Aumentando il grado di analiticità dei rilievi, si osserva come tutte le imprese *high-cap* presenti all'interno del listino abbiano goduto di un miglioramento del grado di *leverage*. A differenza delle prime, invece, le *small-cap* hanno visto miglioramenti del medesimo indicatore solamente nella misura dell'80%.

Medesima osservazione può essere effettuata con riferimento al *current ratio,* in quanto le società *high-cap* hanno mostrato una maggior propensione al miglioramento del loro grado di solvibilità di breve periodo (90%) rispetto al gruppo *small-cap* (80%).

Per finire, ragionando per dati e variazioni aggregate, si evidenzia che il *leverage* ha subìto un miglioramento medio del 42% per le società *high-cap*, del

[78] Pagano M., Panetta F., Zingales L., "*Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*", Journal of Finance, 53, 1998.

27% per le *small-cap* mentre, complessivamente, si registra una variazione media positiva per l'intero campione selezionato del 35%.

Analizzando il *current ratio*, invece, si rileva che le società *high-cap* hanno goduto di un rilevante miglioramento del loro grado di solvibilità in seguito al processo di quotazione, segnando una variazione media positiva del 142%. Le società *small-cap*, invece, pur godendo di una variazione media positiva, dimostrano di non riuscire a tener il passo delle *high-cap* segnando una variazione del 76%. Per finire, la variazione aggregata positiva dell'intero campione, considerando il solo *current ratio,* è del 109%.

Per concludere, dunque, si può sicuramente affermare che il processo di quotazione genera un miglioramento complessivo della struttura finanziaria delle imprese. Tali dati afferenti la struttura finanziaria delle imprese, però, vanno letti di concerto con le evidenze afferenti la capacità delle imprese di ridurre la loro esposizione debitoria finanziaria e, in generale, la loro esposizione debitoria complessiva che verranno di seguito illustrati.

*Variazione del livello di indebitamento delle imprese e movimentazione del costo del debito*

Come detto, al fine di poter trarre idonee conclusioni in merito agli effetti che il processo di quotazione all'AIM genera sulla struttura finanziaria delle società, è necessario affiancare all'analisi degli indicatori quelle relative alle movimentazioni

delle esposizioni debitorie delle società campionate. I dati sono riassunti nelle tabelle che seguono.

**Tabella 4.5** – *Variazione delle esposizioni debitorie verso banche nel biennio post-quotazione*

| *Andamento del debito verso banche nel periodo analizzato* | | | |
|---|---|---|---|
| **Società High Cap.** | **Δ Debito banche T0 - T1** | **Δ Debito banche T1 - T2** | **Δ Debito banche T0 - T2** |
| ROSETTI MARINO | Assenza indebitamento verso banche | | |
| FINTEL ENERGIA GROUP | + | - | + |
| INIZIATIVE BRESCIANE | - | + | - |
| ITALIA INDEPENDENT | - | A | - |
| ITALIAN WINE BRANDS | - | - | - |
| NOTORIUS PICTURES | Assenza indebitamento verso banche | | |
| FRENDY ENERGY | - | - | - |
| EXPERT SYSTEM | - | + | + |
| LEONE FILM GROUP | - | + | - |
| LUCISANO MEDIA GROUP | + | - | - |
| **Società Small Cap.** | | | |
| VISIBILIA EDITORE | - | + | + |
| POLIGRAFICI PRINTING | Assenza indebitamento verso banche | | |
| SOFTEC | - | + | + |
| INNOVATEC | + | + | + |
| WM CAPITAL | - | + | + |
| AMBROMOBILIARE | + | - | + |
| GIORGIO FEDON | + | - | + |
| DIGITAL MAGIC | - | + | + |
| IMVEST | + | + | + |
| GRUPPO GREEN POWER | - | + | + |

*Legenda: "+" c'è stato aumento nel periodo considerato; "-" c'è stato decremento nel periodo considerato; "A" valore assente.*

*Fonte: elaborazione propria*

**Tabella 4.6** – *Variazione delle esposizioni debitorie complessive nel biennio post-quotazione*

| *Andamento del debito complessivo nel periodo analizzato* | | | |
|---|---|---|---|
| **Società High Cap.** | **Δ Debito T0 - T1** | **Δ Debito T1 - T2** | **Δ Debito T0 - T2** |
| ROSETTI MARINO | - | + | - |
| FINTEL ENERGIA GROUP | - | - | - |
| INIZIATIVE BRESCIANE | - | + | - |
| ITALIA INDEPENDENT | + | - | + |
| ITALIAN WINE BRANDS | - | + | - |
| NOTORIUS PICTURES | + | - | + |
| FRENDY ENERGY | - | + | + |
| EXPERT SYSTEM | - | + | + |
| LEONE FILM GROUP | - | - | - |
| LUCISANO MEDIA GROUP | - | - | - |
| **Società Small Cap.** | | | |
| VISIBILIA EDITORE | - | - | - |
| POLIGRAFICI PRINTING | - | - | - |
| SOFTEC | + | + | + |
| INNOVATEC | + | + | + |
| WM CAPITAL | + | - | + |
| AMBROMOBILIARE | + | - | + |
| GIORGIO FEDON | + | - | + |
| DIGITAL MAGIC | - | + | + |
| IMVEST | + | + | + |
| GRUPPO GREEN POWER | + | + | + |
| *Legenda: "+" c'è stato aumento nel periodo considerato; "-" c'è stato decremento nel periodo considerato.* | | | |

*Fonte: elaborazione propria*

Il primo dato che emerge è quello che evidenzia l'elevata contrapposizione tra le strategie adottate dalle società *high-cap* e da quelle *small-cap* in termini di riduzione del debito nella fase post-quotazione.

Infatti, partendo dall'analisi del debito bancario, osserviamo come il 60% delle società *high-cap* abbia deciso di ridurre tale esposizione nell'immediato periodo post-quotazione, a dispetto del rimanente 20% che ha deciso di aumentarla (si badi che il 20% delle high-cap non presentava indebitamento verso banche). Analizzando le *small-cap*, invece, osserviamo come ben il 40% delle stesse abbia

deciso di aumentare, nel periodo immediatamente successivo la quotazione, la loro esposizione debitoria verso banche. Se, invece, analizziamo le strategie adottate dalle imprese nell'intero biennio post-quotazione, osserviamo importanti differenze. Infatti, nel gruppo delle *high-cap* solamente due imprese su dieci (20%) hanno deciso di aumentare la loro esposizione nei confronti delle banche, mentre in quello delle *small-cap* tutte le imprese, al termine del biennio, hanno aumentato la loro esposizione nei confronti delle banche.

Le differenze diventano ancor più tangibili se si analizzano le variazioni dell'indebitamento complessivo delle società.

Infatti, l'evidenza mostra come l'80% delle società *high-cap* abbia deciso, nel periodo immediatamente successivo la quotazione (T1), di ridurre il grado di indebitamento complessivo. Se si osservano le *small-cap*, invece, si rileva come solamente il 30% di queste ha deciso di intraprendere il medesimo percorso virtuoso nel periodo T1.

Analizzando l'intero biennio, invece, si osserva come le società *high-cap* abbiano deciso nel 60% dei casi di ridurre l'indebitamento complessivo a differenza delle *small-cap* dove solamente il 20% delle imprese è riuscita in tale intento. Questi rilievi ci permettono di fare una prima interessante considerazione.

Infatti, sembrerebbe che le imprese più virtuose, che nel periodo immediatamente successivo la data di quotazione abbiano deciso di ridurre la loro esposizione debitoria mediante la nuova finanza ottenuta dalla quotazione, siano

state mediamente "premiate" dal mercato, attraverso la spinta al rialzo della quotazione dei titoli azionari.

Infatti, sembrerebbe esserci una buona evidenza a supporto di tale affermazione, in quanto le imprese a maggiore capitalizzazione del campione (*high-cap*), a differenza delle *small-cap*, risultano aver ridotto nell'80% dei casi l'esposizione debitoria complessiva e finanziaria nel periodo immediatamente successivo la quotazione.

*Variazione degli indicatori relativi la struttura finanziaria e il costo dell'indebitamento*

Passiamo ora ad analizzare le variazioni subite dal *ROD*, identificativo del costo medio sostenuto dalle società sui finanziamenti di tipo finanziario. Di seguito la tabella relativa alle movimentazioni dell'indicatore in parola.

**Tabella 4.6** – *Variazione struttura finanziaria e costo del debito nel biennio post-quotazione*

| *Variazione indicatori nella fase post-quotazione* | | | |
|---|---|---|---|
| **Società High Cap.** | **Leverage** | **Current ratio** | **ROD** |
| ROSETTI MARINO | + | + | + |
| FINTEL ENERGIA GROUP | + | - | + |
| INIZIATIVE BRESCIANE | + | + | + |
| ITALIA INDEPENDENT | + | + | - |
| ITALIAN WINE BRANDS | + | + | + |
| NOTORIUS PICTURES | + | + | + |
| FRENDY ENERGY | + | + | + |
| EXPERT SYSTEM | + | + | + |
| LEONE FILM GROUP | + | + | + |
| LUCISANO MEDIA GROUP | + | + | - |
| **Società Small Cap.** | | | |
| VISIBILIA EDITORE | - | - | + |
| POLIGRAFICI PRINTING | + | + | - |
| SOFTEC | + | + | - |
| INNOVATEC | + | + | - |
| WM CAPITAL | + | + | - |
| AMBROMOBILIARE | + | + | - |
| GIORGIO FEDON | - | + | + |
| DIGITAL MAGIC | + | + | + |
| IMVEST | + | + | - |
| GRUPPO GREEN POWER | + | - | + |

*Legenda: "+" c'è stato miglioramento nel periodo considerato; "-" c'è stato peggioramento nel periodo considerato.*

*Fonte: elaborazione propria*

Come emerge dalla tabella, in seguito al processo di quotazione ben dodici società, pari al 60% del campione, hanno goduto di un miglioramento delle condizioni praticate dai finanziatori in termini di minori oneri finanziari sostenuti.

Se questi dati si confrontano con i precedenti relativi alle strategie perseguite in termini di riduzione del grado di indebitamento, osserviamo come nell'83% dei casi le imprese che hanno goduto di un miglioramento del *ROD* hanno allo stesso momento ridotto al periodo T1 l'indebitamento finanziario nei confronti delle

banche (ricordando che "Rossetti Marino" e "Notorius Pictures" non mostravano indebitamento verso banche).

Risultati simili si ottengono se i dati relativi alle variazioni del *ROD* si confrontano con i precedenti rilievi afferenti le strategie perseguite dalle società in termini di riduzione del grado di indebitamento complessivo. Infatti, si rileva che delle dodici società che hanno goduto di una variazione positiva del *ROD*, ben il 75% ha provveduto a diminuire il grado di indebitamento complessivo nel periodo immediatamente successivo alla data di quotazione.

Pertanto, queste evidenze ci spingono a dedurre che il mero processo di quotazione, nonostante la maggiore "credibilità", il maggiore "grado di visibilità", la maggiore "trasparenza" e il miglior livello di struttura finanziaria che garantisce, non è di per sé sufficiente ad assicurare una riduzione del costo del debito.

Infatti, l'evidenza, in linea con quanto osservato da *Pagano et al.* e *Paleari et al.*, ci spinge ad osservare che in gran parte dei casi la riduzione del *ROD* è collegata alle strategie finanziarie applicate dalle società e, dunque, alla capacità delle stesse di aver saputo intraprendere un percorso virtuoso attraverso il quale prevedere la riduzione delle esposizioni debitorie in seguito al processo di quotazione, propedeutico a migliorare ancor di più la struttura finanziaria societaria (prevedendo l'utilizzo, in sostituzione al debito, delle nuove risorse ottenute in seguito al processo di quotazione al fine di soddisfare il fabbisogno finanziario). Successivamente, poi, nel momento in cui le società sono state chiamate ad

effettuare il c.d. "*roll-over*" del debito, queste hanno potuto beneficiare dei vantaggi derivanti dal miglioramento della struttura finanziaria e dai vantaggi di immagine derivanti dal processo di quotazione. Infatti, tale combinato disposto, ha permesso alle società in parola di godere di un miglior trattamento da parte dei finanziatori, in termini di minori oneri finanziari sostenuti, e, dunque, di un miglioramento del *ROD*.

*Variazione degli indicatori relativi le performance economiche delle imprese*

Altre evidenze interessanti che emergono dallo studio realizzato sono quelle afferenti le variazioni che le *performance economiche* delle società campionate hanno registrato nel biennio post-quotazione.

**Tabella 4.7** – *Variazione delle performance economiche societarie nel biennio post-quotazione*

| *Variazione indicatori al termine del biennio post-quotazione* | | | |
|---|---|---|---|
| **Società High Cap.** | **EBITDA/Oneri** | **EBITDA/Total Asset** | **Δ EBITDA** |
| ROSETTI MARINO | + | - | - |
| FINTEL ENERGIA GROUP | - | - | - |
| INIZIATIVE BRESCIANE | + | - | - |
| ITALIA INDEPENDENT | - | - | - |
| ITALIAN WINE BRANDS | + | - | - |
| NOTORIUS PICTURES | + | + | + |
| FRENDY ENERGY | + | - | + |
| EXPERT SYSTEM | - | - | - |
| LEONE FILM GROUP | + | + | + |
| LUCISANO MEDIA GROUP | - | - | - |
| **Società Small Cap.** | | | |
| VISIBILIA EDITORE | - | - | - |
| POLIGRAFICI PRINTING | - | - | - |
| SOFTEC | - | - | + |
| INNOVATEC | + | + | + |
| WM CAPITAL | - | - | + |
| AMBROMOBILIARE | + | - | - |
| GIORGIO FEDON | + | - | - |
| DIGITAL MAGIC | - | - | - |
| IMVEST | - | - | - |
| GRUPPO GREEN POWER | - | - | - |
| *Legenda: "+" c'è stato miglioramento nel periodo considerato; "-" c'è stato peggioramento nel periodo considerato.* | | | |

*Fonte: elaborazione propria*

I dati rilevati confermano gli studi di *Paleari et al.*[79], evidenziando come in seguito al processo di quotazione le imprese tendano a veder peggiorare le loro *performance*.

In particolare, nel presente studio, al fine di monitorare le variazioni relative le performance societarie, ci si è focalizzati sull'analisi delle variazioni dell'*EBITDA*, indicatore questo che è in grado di approssimare la capacità delle

[79] Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S., "*The going public decision: evidence from the IPOs in Italy and in the UK*", Int J. Applied Decision Sciences, 1, 2008.

imprese di produrre flussi economici positivi mediante la loro attività caratteristica, e degli indicatori derivanti dal medesimo flusso.

Un primo rilievo importante da effettuare è quello secondo cui solamente il 30% delle imprese campionate, parimenti distribuite tra società *high-cap* e *small-cap*, ha mostrato una capacità di miglioramento dell'*EBITDA*. Questo dato, di fatto, conferma in modo sufficientemente chiaro il fatto che le società, in seguito al processo di quotazione, tendono a veder diminuire complessivamente le loro *performance*.

Passando all'analisi dell'indicatore *EBITDA/Total Asset*, si osserva come anche le variazioni di quest'ultimo confermano il peggioramento complessivo delle performance; infatti, solamente tre società (15%) dell'intero campione sono state capaci di produrre un miglioramento.

Per finire, passando all'analisi dell'indicatore *EBITDA/Oneri finanziari* si rileva come lo stesso, invece, sia migliorato nel 45% dei casi. Qua, però, è necessario rilevare come il miglioramento sia più marcato tra le imprese *high-cap* rispetto a quelle *small-cap*. Infatti, tra le prime il 60% delle società ha visto migliorare i propri standard, mentre tra le seconde solamente il 30% ha visto migliorare l'indicatore in parola.

## *Conclusioni*

Prima di procedere con le conclusioni è necessario introdurre un'ulteriore tabella riassuntiva dei risultati raggiunti e prodromica all'elaborazione delle evidenze finali.

*Variazione in termini relativi degli indicatori al termine del biennio post-quotazione*

| | Leverage | EBITDA/Oneri finanziari | EBITDA/Total Asset | Current ratio | ROD |
|---|---|---|---|---|---|
| **Società High Cap.** | -42% | 20% | -58% | 142% | -15% |
| **Società Small Cap.** | -27% | 8% | -28% | 76% | 28% |
| **Totale** | -35% | 14% | -43% | 109% | 7% |

Fonte: elaborazione propria

In conclusione, si può sicuramente affermare che il processo di quotazione concorre a produrre un miglioramento complessivo della struttura finanziaria delle imprese, definita dal miglioramento del *leverage* e del *current ratio*. Tale miglioramento, probabilmente, è dovuto dall'ingresso dei nuovi flussi finanziari che le società sono state in grado di "raccogliere" in seguito alla decisione di quotarsi ed i quali concorrono ad un miglioramento del grado di capitalizzazione (-*leverage*) e delle disponibilità liquide utilizzabili (+ *current ratio*).

A tale miglioramento della struttura finanziaria - e stante la crescita della credibilità societaria in seguito al processo di quotazione - non si correla in modo automatico un miglioramento delle condizioni praticate da finanziatori in termini di minori oneri finanziari (*ROD*).

Infatti, la questione dirimente che sembra incidere in modo significativo sull'andamento del *ROD* pare essere rappresentata dalle decisioni e dalle strategie che le imprese decidono di adottare nell'immediato periodo post-quotazione.

Di fatto, l'evidenza sembra suggerire che le imprese che decidono di sfruttare la nuova ricchezza ottenuta in seguito al processo di quotazione al fine di ridurre il grado complessivo di indebitamento, hanno poi una maggiore probabilità di vedersi migliorate le condizioni di finanziamento applicate dai prestatori di fondi nel momento in cui decidono di rifinanziare il loro fabbisogno attraverso il "*roll-over*" del debito. A ben vedere, ciò accade in virtù di una spirale positiva che il comportamento virtuoso di riduzione del grado di indebitamento permette di innescare.

Infatti, è in primo luogo plausibile supporre che il compimento di tali attività virtuose di riduzione del livello di indebitamento permetta alle imprese di migliorare ancor di più il loro grado di *leverage* e di *current ratio* (fattori che concorrono altresì al miglioramento del *rating creditizio* societario).

Questo fattore può concorrere ad alimentare un "*sentiment*" positivo di mercato, atto a premiare le società virtuose attraverso due differenti modalità.

La prima evidenza è rappresentata appunto dal fatto che le società virtuose, che hanno sfruttato la nuova finanza ottenuta dal processo di quotazione per ridurre il loro livello di indebitamento, hanno in larga parte goduto di un miglioramento del *ROD* al momento del "*roll-over*" dello stesso debito.

In secondo luogo, è stimolante chiedersi se tali comportamenti virtuosi innescati dalle società abbiano incentivato gli stessi mercati a "premiare" tali scelte societarie mediante un aumento della domanda dei titoli azionari delle medesime; infatti, è chiaro come molte delle imprese che hanno ridotto il loro debito nell'immediato periodo post-quotazione, unitamente alla riduzione del *ROD*, si trovino nel "basket" *high-cap* nel periodo oggetto di esame, a conferma del rialzo del valore della quotazione dei titoli azionari. A questo quesito, però, pur avendo degli indizi che spingono in tale direzione, non si riesce a dare risposta certa attraverso tale studio.

Detto ciò, è altresì bene domandarsi quali siano però le ragioni che spingono il mercato ed i finanziatori a penalizzare le imprese che decidono di non destinare la nuova finanza ricevuta, a seguito del processo di quotazione, alla riduzione del debito preesistente ma bensì a prevedere un aumento delle stesse *liabilities*.

A ben vedere i mercati ed i finanziatori, in seguito alla mancata adozione di politiche virtuose da parte delle società nel periodo post-quotazione, possono avvertire un rischio di azzardo morale (*moral hazard*) derivante dal fatto che le stesse società, a seguito dell'ottenimento di nuova finanza, invece di provvedere alla riduzione del livello di indebitamento hanno preferito aumentarne l'entità "scaricando" i maggiori rischi sui terzi finanziatori. Tutto ciò, dunque, potrebbe indurre i finanziatori ed il mercato ad assumere atteggiamenti prudenti e a prevedere un aumento del "risk premium" percepito, il quale impatterà negativamente sul

costo del debito delle società e, altresì, sulle scelte del mercato in termini di riduzione della domanda di titoli e di aumento delle vendite degli stessi.

Chiarito ciò, è infine opportuno cercare di individuare e definire alcune *policy* che possano aiutare le imprese a cavalcare in modo maggiormente proattivo il percorso virtuoso intrapreso a seguito del processo di quotazione con l'obiettivo di migliorare non solo la struttura finanziaria ma, altresì, le *performance economiche* societarie. Infatti, l'evidenza suggerisce che, nella maggioranza dei casi, le società coinvolte in processi di quotazione tendano a peggiorare le loro *performance economiche* in termini di deterioramento degli indicatori *EBITDA/Oneri Finanziari* e *EBITDA/Total Asset*.

In particolare, analizzando i dati relativi alla tabella 4.7, emerge come l'EBITDA faccia registrare miglioramenti solamente nel 30% dei casi nel periodo post-quotazione; mentre, analizzando le sole società (17/20) che fanno registrare la contrazione di almeno un indicatore nel periodo considerato, si osserva come tra queste si manifesti contemporaneamente una contrazione dell'EBITDA nell'82% dei casi.

Questi dati ci portano a concludere che una seria problematica che va affrontata dalle società nel periodo post-quotazione è quella rappresentata dalla contrazione delle *performance economiche* ed in particolare di quelle afferenti all'attività caratteristica delle imprese.

Cercando di individuare le cause che portano al peggioramento delle *performance economiche*, ed in particolar modo dell'EBITDA, si rileva come in otto casi su diciassette (47%) vi sia un peggioramento del margine "valore aggiunto", dovuto all'aumento dei costi relativi all'attività caratteristica, combinato quest'ultimo ad un aumento dei costi sostenuti dalle imprese per il personale.

Prendendo a riferimento la sola marginalità del "valore aggiunto", osserviamo come ben undici imprese su diciassette soffrano di un peggioramento del margine. Analizzando i soli costi del personale, invece, osserviamo come ben dodici imprese su diciassette vedano aumentare l'entità di tali costi.

*Variazione indicatori nel periodo T0 (pre-quotazione) - T2 (post-quotazione)*

| **Società High Cap.** | **Valore aggiunto** | **Costi personale** | **EBITDA** |
|---|---|---|---|
| ROSETTI MARINO | - | + | - |
| FINTEL ENERGIA GROUP | - | + | - |
| INIZIATIVE BRESCIANE | - | + | - |
| ITALIA INDEPENDENT | - | + | - |
| ITALIAN WINE BRANDS | + | + | - |
| FRENDY ENERGY | + | = | + |
| EXPERT SYSTEM | - | + | - |
| LUCISANO MEDIA GROUP | - | + | - |
| **Società Small Cap.** | | | |
| VISIBILIA EDITORE | - | - | - |
| POLIGRAFICI PRINTING | + | = | - |
| SOFTEC | + | + | + |
| WM CAPITAL | + | + | + |
| AMBROMOBILIARE | - | + | - |
| GIORGIO FEDON | + | + | - |
| DIGITAL MAGIC | - | - | - |
| IMVEST | - | + | - |
| GRUPPO GREEN POWER | - | - | - |

*Legenda: "+" c'è stato miglioramento nel periodo considerato; "-" c'è stato peggioramento nel periodo considerato.*

*NB: sono state eliminate dalla presente tabella le società che mostravano il miglioramento congiunto di tutti gli indicatori*

Stanti le evidenze sopra rappresentate, si ritiene che una prima *policy* da adottare al fine di migliorare le *performance economiche* societarie sia quella

attraverso cui prevedere un monitoraggio ed un contenimento dei costi legati al personale.

È necessario, però, constatare che in alcuni casi l'assunzione di nuovo personale è necessaria stante l'esigenza dell'impresa di aumentare la propria produzione al fine di soddisfare la crescente domanda del mercato e potenziare le proprie linee di business.

In tali casi, dunque, il focus si deve spostare sul monitoraggio del margine "valore aggiunto" attraverso due linee di azione.

Una prima linea è quella volta all'implementazione di attività di analisi volte a rilevare periodicamente le eventuali possibilità di ottimizzazione e diminuzione dei costi sostenuti per la realizzazione dell'attività caratteristica.

Una seconda linea, invece, è quella che si deve focalizzare sulle strategie che possano permettere alle imprese di migliorare il loro livello di produttività. A tal fine, stante le numerose evidenze empiriche emerse in letteratura[80], una *policy* che le imprese potrebbero adottare è quella di, una volta ridotto l'indebitamento attraverso le nuove risorse ottenute con la quotazione, ottenere nuova finanza (godendo, come già visto, di un minor costo del debito) e destinarla a progetti di investimento in R&S o in nuove tecnologie IT che permettano di aumentare la

[80] Schivardi F., Schmitz T., "*The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades*", EIEF, 2019; Baltrunaite A., Brodi E., Mucetti S., "*Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulle performance delle imprese*", Banca d'Italia, Occasional Paper, 2019.

produttività di impresa nel medio/lungo periodo e, dunque, di aumentare l'entità del margine del "valore aggiunto" e perseguire il l'obiettivo fondamentale della creazione di valore.

## *Bibliografia*

*"5° Report italiano sui mini-bond",* Osservatorio Mini-Bond, Politecnico di Milano, 2019.

*"L'equity crowdfunding: analisi sintetica della normativa e aspetti operativi",* Position paper, Consob, 2016.

"*Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia*", Osservatori Entrepreneurship & Finance, Politecnico di Milano, 2019.

AIM Italia Statistics – January 2015.

AIM Italia Statistics – November 2019.

Allen F., Gale D., "*A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Market in Germany and the US*", European Economic Review, 39, 1995.

Altman E., Sabato G., "*Modelling Credit Risk for SMEs: Evidence from the US Market*", Abacus, 43, 2007.

Altman E.I., "*A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*", Journal of Finance, 32, 1984, p. 1067-1089.

Baltrunaite A., Brodi E., Mucetti S., "*Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulle performance delle imprese*", Banca d'Italia, Occasional Paper, 2019.

Berger P.G., Ofek E., Yermack D.L., "*Managerial entrenchment and Capital Structure Decision*", Journal of Finance, 52, 1997, p. 1411-1438.

Biais B., Gollier C., "*Trade Credit and credit rationing*", Review of Financial Studies, 10, 1997.

Bigelli M., Mengoli S., Sandri S., "*I fattori determinanti la struttura finanziaria delle imprese italiane: una verifica empirica sulle società quotate*", Finanza, marketing e produzione, 2001.

Bisogno M., De Luca R., "*Indirect costs of bankruptcy: evidence from Italian Sme's*", Journal of Accounting and Finance, 2, 2012, p. 20-30.

Blanco-Mezagatos V., De Quevedo-Puente E., Castrillo L.A., "*The trade-off between financial resources and agency cost in the family business: an exploratory study*", Family Business Review, 20, 2007, p.199-213.

Bofondi M., "*Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi"*, Questioni di economia e finanza - Occasional Papers, Banca d'Italia, 2017.

Bonato L., Faini R., "*Le scelte di indebitamento delle imprese italiane*", in Conti V. e Hamaui R. (a cura di), Operatori e mercato nel processo di liberalizzazione, Il Mulino, 1990, p. 139-182.

Bonato L., Hamaui R., Ratti M., "*Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*", Banca Commerciale Italiana - Collana Ricerche, 1991.

Boot A.W.A., Thakor A.V., "*Financial system architecture*", Review of Financial Studies, 10, 1997.

Bottani P., Cipriani L., Serao F., "*Il modello di analisi Z-Score applicato alle PMI*", Amministrazione e Finanza, 1, 2004.

Brealey R.A., Myers S.C.., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw Hill, 2014.

Carlin W., Mayer C., "*Finance, investment, and growth*", Journal of Financial Economics, 69, 2003.

Chemmanur T., Fulghieri P., "*Information production, private equity financing, anf the going public decision*", Working Paper, Columbia University, 1995.

Chiesa G., Palmucci F., Pirocchi I., "*La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà*", Rapporto CREDIF, Osservatorio sui Servizi Finanziari Evoluti per le PMI, 2009.

Chrisman J.J., Chua J.H., Litz R., "*Comparing the Agency Cost of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*", Enterpreneurship Theory and Practice, 2004, p.335-354.

Croci E., Doukas J.A., Gonenc H., "*Family control and financial decision*", European Financial Management, 17, 2011, p. 860-897.

Damodaran A., *Finanza aziendale*, APOGEO S.r.l., Milano, 2006.

Deloitte, "*Marketplace Lending. A Temporary Phenomenon?*".

Demyanyk Y., Kolliner D., "*Peer-to-Peer Lending Is Poised to Grow*", Economic trends, Federal Reseve of Cleveland, 2014.

Dìaz-Dìaz N.L., Garcia-Teruel P.J., Martinez-Solano P., "*Debt maturity structure in private firms: Does the family control matter?",* Journal of Corporate Finance, 37, 2016, p. 393-411.

Domenichelli O., "*The pecking order theory in the context of small and medium-sized enterprise: a note*", Rivista Piccola Impresa, Small Business, 2, 2008.

Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 56 – 58.

European Commission, "*2018-SBA Fact Sheet – Italy*".

Ferragina F., Mancaruso M., La Ferla L., *"AIM Italia: i protagonisti esterni del processo di quotazione"*, Contabilità finanza e controllo, 8-9, 2009.

Ferragina F., Mancaruso M., Palmas L., "*AIM Italia e quotazione delle PMI",* Contabilità finanza e controllo, 12, 2008.

Giordano L., Modena M., "*Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*", Discussion Paper, Consob, 2017.

Gordini N., "*A genetic algorithm approach for SMEs bankruptcy prediction: Empirical Evidence from Italy*", Expert Systems with Application, 2014.

Graham J., "*How big are the tax benefits or debts?*", Journal of Finance, 55, 2000, p. 1901-1941.

Guiso L., "*Small business finance in Italy*", BBpaper, 8, 2003.

Hall G.C., Hutchinson P.J., Michaelas N, "*Determinant of the capital structure of European Sme's*", Journal of Business Finance & Accounting, 31, 2004.

Hogan T., Hutson E., "*Capital structure in new technology-based firms: evidence from the Irish software sector*", Global Finance Journal, 15, 2005.

IR Consulting, *Comunicato stampa*, Gennaio 2018.

Kraus A., Litzenberger R. H., "*A state-preference model of optimal financial leverage*" Journal of Finance, 33, 1973, p. 911-922.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., "*Corporate Ownership Around the World*", The Journal of Finance, 54, 1999, p.471-517.

La Rocca M., Monteforte D., "*La struttura finanziaria delle PMI calabresi*", 2003.

Leland H. E., Pyle D. H., "*Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation*", Journal of Finance, 32, 1977.

Litner J., "*Distribution of incomes of corporation among dividends*, *retained earnings, and taxes",* The American Economic Review, 46, 1956.

Long M.S., Malitz I.B., "*Investment patterns and financial leverage, Friedman B.M.*", Corporate Capital Structures in the United States, 1985, p. 325-352.

Manelli A., *Finanza di impresa*, Isedi, De Agostini Scuola SpA, Novara, 2009, p. 164.

Manelli A., *Il riacquisto di azioni proprie*, Pitagora Editrice S.r.l., Bologna, 2007.

Miller M.H., "*Debt and taxes*", Journal of Finance, 32, 1977, p. 261-276.

Modigliani F., Miller M.H., "*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction",* American Economic Review, 53, 1963, p. 433-443.

Modigliani F., Miller M.H., "*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares"*, Journal of Business, 34, 1961.

Modigliani F., Miller M.H., "*The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment"*, "American Economic Review", 48, 1958, p. 261-277.

Myers S.C., "*The Capital Structure Puzzle*", Journal of Finance, 39, 1984, p. 575-592.

Ou C., Haynes G.W., "*Acquisition of additional equity capital by small firms – Findings from the National Survey of Small Business Finance*", Small Business Economics, 27, 2006.

Pagano M., Panetta F., Zingales L., "*Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*", Journal of Finance, 53, 1998.

Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S., "*The going public decision: evidence from the IPOs in Italy and in the UK*", Int J. Applied Decision Sciences, 1, 2008.

Pierri F., Burchi A., Stanghellini E., "*La capacità predittiva degli indicatori di bilancio: un metodo per le PMI*", Rivista piccola impresa/Small Business, 1, 2013.

Poli S., "*Small-sized companies earnings management: evidence from Italy*", International Journal of Accounting and Financial reporting, 2013.

Rapporto Cerved 2018.

Rapporto Cerved 2019.

Schivardi F., Schmitz T., "*The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades*", EIEF, 2019.

Subrahmanyiam A., Titman S., "*The going-public decision and the development of financial markets*", Journal of Finance, 54, 1999.

Venanzi D., "*Specificità finanziarie delle medie imprese italiane: un'analisi del campione Mediobanca*" – Unioncamere, in Argomenti, 2005, pp. 79-105.