



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

Indirizzo: Banche e Mercati

**PMI: dalle fonti di finanziamento tradizionali
a quelle alternative**

**SME: from traditional to alternative
sources of financing**

Relatrice:

Prof.ssa Caterina Lucarelli

Rapporto Finale di:

Martina Lanari

Anno Accademico 2019/2020

*A Fabio,
alla mia famiglia
e ai miei amici.*

Indice

| | |
|--|-----------|
| INTRODUZIONE | 6 |
| CAPITOLO 1. LE PMI | 9 |
| 1.1. Definizione PMI | 9 |
| 1.2. Le PMI nel mondo | 12 |
| 1.3. Le PMI in Europa | 15 |
| 1.4. Le PMI in Italia | 28 |
| 1.4.1. <i>Differenze territoriali</i> | 31 |
| 1.4.2. <i>Il territorio marchigiano</i> | 35 |
| CAPITOLO 2. FONTI DI FINANZIAMENTO TRADIZIONALI | 37 |
| 2.1. L'evoluzione delle fonti di finanziamento tradizionali in Europa | 37 |
| 2.2. Autofinanziamento | 49 |
| 2.2.1. <i>L'autofinanziamento delle PMI</i> | 50 |
| 2.3. Il credito bancario | 52 |
| 2.3.1. <i>Il rapporto tra banche e PMI</i> | 56 |
| 2.4. L'accesso al mercato dei capitali | 60 |
| 2.4.1. <i>Il mercato azionario</i> | 63 |
| 2.4.2. <i>Il segmento Alternative Investment Market Italia</i> | 66 |
| 2.4.3. <i>Il mercato obbligazionario</i> | 71 |
| 2.5. Gli effetti del Covid-19 sulle fonti di finanziamento tradizionali | 74 |
| CAPITOLO 3. FONTI DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVE DELLE PMI | 76 |

| | | |
|-------------|--|------------|
| 3.1. | L'introduzione delle fonti di finanziamento alternative | 76 |
| 3.2. | Crowdfunding | 77 |
| 3.2.1. | <i>Disciplina generale</i> | 77 |
| 3.2.2. | <i>I gestori e i partecipanti</i> | 80 |
| 3.2.3. | <i>Equity crowdfunding e Lending crowdfunding</i> | 84 |
| 3.2.4. | <i>L'espansione del crowdfunding e le conseguenze per le PMI</i> | 87 |
| 3.3. | Mini bond | 92 |
| 3.3.1. | <i>Disciplina generale</i> | 92 |
| 3.3.2. | <i>L'evoluzione dei minibond e le conseguenze per le PMI</i> | 93 |
| 3.3.3. | <i>I minibond e le piattaforme di crowdfunding</i> | 96 |
| 3.4. | Private equity e venture capital | 96 |
| 3.4.1. | <i>Disciplina generale</i> | 96 |
| 3.4.2. | <i>L'aumento delle partecipazioni esterne e le conseguenze per le PMI</i> | 99 |
| 3.5. | SIS (Società di investimento semplice) | 101 |
| 3.5.1. | <i>Disciplina generale</i> | 101 |
| 3.5.2. | <i>La limitata crescita delle SIS e le conseguenze attese per le PMI</i> | 104 |
| 3.6. | Gli effetti del Covid-19 sulle fonti di finanziamento alternative delle PMI | 106 |
| | CAPITOLO 4. CASO STUDIO | 110 |
| 4.1. | Tecnosystem Refrigerazione S.r.l. | 110 |
| 4.2. | Analisi del settore | 114 |
| 4.2.1. | <i>Il settore della refrigerazione industriale nel Centro Italia</i> | 115 |
| 4.3. | Zone con più richiesta di lavoro | 115 |
| 4.4. | Fonti di finanziamento attuali e possibili | 116 |
| 4.5. | Prospettive di crescita future | 117 |

| | |
|---------------------|------------|
| CONCLUSIONI | 118 |
| BIBLIOGRAFIA | 122 |
| SITOGRAFIA | 123 |

Introduzione

Si sente sempre parlare di “piccole e medie imprese”, ribadendo quanto queste siano rischiose e soggette al fallimento, senza considerare la loro importanza per l’economia mondiale. Dunque, è interessante capire che cosa siano effettivamente queste PMI e quanto producono per il mondo.

La redazione di quest’elaborato nasce dalla volontà di analizzare la struttura dell’economia nazionale, caratterizzata prevalentemente da piccole imprese, molto spesso a conduzione familiare, o da imprese individuali.

Ciò può annunciare che, essendo piccole, probabilmente queste siano presenti solo nei piccoli stati e che vi siano in maniera residuale nei grandi Paesi, ad esempio, negli Stati Uniti o in Cina, ma in realtà non è così.

Il lavoro seguente cercherà di evidenziare quanto le PMI siano alla base dell’economia e siano fondamentali per la sopravvivenza di molte famiglie.

Di fronte alle grandi imprese, le quali riescono a far fronte più facilmente alle proprie esigenze, le PMI necessitano inevitabilmente di maggiori incentivi ed aiuti. Quindi, uno degli obiettivi di questo elaborato è proprio quello di capire come si finanziano le imprese e se le decisioni imprenditoriali si sono modificate negli anni, data l’introduzione di nuove fonti di finanziamento, soprattutto finalizzate alle PMI. Nel primo capitolo si è ritenuto opportuno fornire la definizione di “piccole e medie imprese”, così da avere un quadro più chiaro delle imprese di cui si tratterà nell’elaborato. Successivamente, vengono mostrati i dati relativi a paesi dell’OCSE non europei, per analizzare la presenza delle PMI nelle più importanti economie mondiali, in termini percentuali e assoluti.

I paragrafi di questo capitolo verranno ordinati partendo dal territorio più esteso geograficamente, per giungere alla realtà più piccola regionale, per cui si analizzeranno inizialmente gli stati del resto del mondo, poi l'Europa, arrivando all'Italia e infine al territorio marchigiano.

Saranno riportate le percentuali relative alla presenza di PMI e microimprese nel Paese esaminato; all'incidenza del fatturato e del valore aggiunto prodotto dalle PMI e dalle microimprese; alla percentuale di addetti occupati.

Nel secondo capitolo verranno illustrate le caratteristiche e l'evoluzione delle fonti di finanziamento tradizionali.

Inizialmente verrà fornito un quadro generale sull'andamento della richiesta di risorse da parte delle imprese europee, così da poter fin da subito fare un confronto, e in seguito verranno inserite dettagliatamente le fonti tradizionali, ovvero: autofinanziamento, credito bancario, mercato azionario e obbligazionario.

In ogni paragrafo verranno fornite la definizione della forma di finanziamento analizzata, l'andamento nel tempo e in che misura vi usufruiscono le PMI.

In ultima analisi, si è deciso di inserire anche le conseguenze del Covid-19 per quanto concerne queste risorse, nonostante i pochi dati che si sono riusciti a reperire data la vicinanza dell'evento.

Nel capitolo successivo verrà fatto riferimento alle fonti alternative a cui le PMI possono accedere. Si percorre lo schema del secondo capitolo, per cui sarà presentato un quadro generale di queste e poi le singole tipologie verranno suddivise in ogni paragrafo.

Saranno inserite le forme alternative più rappresentative, ossia: il crowdfunding, i mini-bond, il private equity e il venture capital, le SIS. Per ognuna di queste verrà descritta la disciplina generale, con i vari dettagli in base a ciò di cui si sta trattando e infine l'andamento temporale, per analizzare se una fonte ha o sta avendo successo.

Da ultimo, saranno riportati dei dati concerne le conseguenze della pandemia attuale sulle fonti di finanziamento alternative.

In conclusione, verrà svolta un'analisi su una microimpresa. Dapprima si stimerà un quadro generale sull'azienda e sul settore in cui opera. In seguito, verranno valutate le fonti di finanziamento utilizzate attualmente e quelle che potrebbero nel lungo periodo entrare a far parte delle risorse aziendali.

L'obiettivo di quest'ultima parte è analizzare se le caratteristiche della società presa in esame risultano coerenti con quanto detto a livello aggregato nei precedenti capitoli.

Capitolo 1. Le PMI

1.1. Definizione PMI

Negli anni 90, con l'obiettivo di un mercato unico, privo di barriere interne, si iniziò a sentire l'esigenza di avere regole comuni e un'unica definizione di piccole e medie imprese. La Raccomandazione 96/280/CE della Commissione del 3 aprile 1996 introdusse una definizione di piccole e medie imprese comune a livello comunitario, sostituita dalla Raccomandazione n. 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003, entrata in vigore dal 1° gennaio 2005.

In base a quest'ultima raccomandazione, viene considerata impresa ogni entità che esercita un'attività economica, a prescindere dalla forma giuridica, quindi le attività artigianali, individuali o familiari, le società di persone o le associazioni.¹

In particolare, viene considerata microimpresa, un'impresa che ha meno di dieci dipendenti e il totale di bilancio annuo o il fatturato annuo realizzato non superiore a due milioni di euro. Viene definita piccola impresa, se l'impresa occupa meno di cinquanta dipendenti e ha un fatturato annuo o un totale di bilancio inferiore a dieci milioni di euro. Infine, viene compresa nella categoria delle PMI, l'impresa che ha un numero di dipendenti che non supera 250 e un fatturato annuo inferiore a cinquanta milioni di euro o un totale di bilancio minore di 43 milioni di euro.²

In base all'articolo 5 della Raccomandazione, per il calcolo dei dipendenti effettivi, non bisogna tener conto degli apprendisti, degli studenti con contratto di formazione professionale, i dipendenti in congedo di maternità o in congedo parentale.

¹ Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, Titolo I, Articolo 1.

² Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, Titolo I, Articolo 2.

La scelta di non prevedere solo il criterio del numero degli occupati è legata al fatto che questo numero non indicherebbe realmente l'importanza dell'impresa. Per questo motivo è stato aggiunto un criterio finanziario, il quale non è basato solo sul fatturato, dato che alcune tipologie di attività tendenzialmente lo hanno più elevato rispetto ad altre, ma anche sul totale di bilancio, così da tenere in considerazione l'insieme degli averi di un'impresa.

Per fatturato si intende il volume degli affari dell'impresa, al netto di sconti e abbuoni e di tutte le imposte connesse con le vendite, mentre per il totale di bilancio viene considerato il totale dell'attivo patrimoniale.

Queste soglie rappresentano dei limiti massimi, per cui gli Stati membri possono decidere di stabilirli più bassi.

Per valutare nel miglior modo le PMI ed escludere i gruppi di imprese che hanno delle capacità superiori, viene previsto anche il requisito di indipendenza, quindi nella Raccomandazione è contenuta una distinzione tra imprese autonome, associate e collegate.

Si considera autonoma qualsiasi impresa che non rientra nelle altre due categorie.

Per impresa associata si intende un'impresa non collegata in cui, almeno il 25% del capitale o dei diritti di voto, è detenuto da una sola impresa o più imprese collegate, qualora non facciano parte delle categorie di investitori elencate, poiché altrimenti verrebbero considerate autonome. Gli investitori a cui ci si riferisce sono: *“società pubbliche di partecipazione, società di capitale di rischio, persone fisiche o gruppi di persone fisiche, esercitanti regolare attività di investimento in capitali di rischio (“business angels”) che investono fondi propri in imprese non quotate, a condizione che il totale investito non superi € 1.250.000; università o centri di ricerca*

senza scopo di lucro; investitori istituzionali, compresi i fondi di sviluppo regionale; autorità locali autonome aventi un budget annuale inferiore a 10 milioni di euro e meno di 5.000 abitanti.”³

Invece, per impresa collegata, si considerano le imprese fra le quali sussiste una delle relazioni previste nella Raccomandazione, ovvero il caso in cui un’impresa detiene la maggioranza dei diritti di voto esercitabili, per diritto o in virtù di un accordo con gli azionisti o i soci dell’impresa, oppure se un’impresa ha diritto di nominare o revocare la maggior parte degli amministratori e dei membri del consiglio di direzione e sorveglianza di un’altra impresa. Altrimenti, il caso in cui un’impresa può esercitare un’influenza dominante nei confronti di un’altra, sulla base di un contratto o di una clausola statutaria.

In questo caso, sono considerate collegate, anche se gli investitori rientrano nelle tipologie elencate precedentemente.

Se almeno il 25% del capitale o dei diritti di voto di un’impresa è controllato, direttamente o indirettamente, da uno o più organismi collettivi pubblici o enti pubblici, a titolo individuale o congiuntamente, non viene considerata PMI.

La dichiarazione dello status di impresa autonoma, associata o collegata può essere fatta anche se la dispersione del capitale non permette di individuare perfettamente le percentuali dei detentori, poiché può supporre, in buona fede, di non essere detenuta al 25% da imprese collegate fra loro o persone fisiche o gruppi di persone fisiche. La dichiarazione conterrà anche le soglie previste nell’articolo 2 della Raccomandazione.⁴

I dati utilizzati saranno quelli dell’ultimo esercizio contabile e se un’impresa, per due esercizi consecutivi, rientra in un’altra categoria, verrà considerata come tale,

³ Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, Titolo I, Articolo 3, paragrafo 2.

⁴ Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, Titolo I, Articolo 3.

quindi come media, piccola o microimpresa. Se l'impresa è di nuova costituzione verranno utilizzati dei dati calcolati in buona fede.⁵

Per quanto riguarda le imprese autonome, i dati sono quelli dei conti dell'impresa, mentre per le imprese associate o collegate, vengono dedotti dai conti consolidati, se vi sono. Altrimenti, per quanto concerne le imprese associate, vengono aggregati in proporzione alla percentuale di partecipazione (la più alta tra quella relativa al capitale e quella relativa ai diritti di voto). Invece, per le imprese collegate, viene aggiunto il 100% dei dati relativi alle imprese collegate direttamente o indirettamente.⁶

1.2. Le PMI nel mondo

Facendo riferimento ai paesi OCSE, dei quali è possibile reperire delle informazioni attendibili, escludendo quelli appartenenti all'Unione Europea, può essere facilmente dimostrato quanto le piccole e medie imprese siano importanti per l'economia. In seguito, si riportano i dati di otto Stati tra i più importanti nel mondo.

Per quanto riguarda il continente americano, negli Stati Uniti, le piccole e medie imprese sono 28 milioni e occupano il 49% degli addetti, producendo il 46% del valore aggiunto.⁷

Mentre in Colombia la forza produttiva si basa sulle PMI e il 94% delle aziende registrate vi rientrano, assorbendo il 50% della manodopera colombiana, anche se contribuiscono alla formazione del PIL solo per il 25%.⁸

⁵ Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, Titolo I, Articolo 4.

⁶ Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, Titolo I, Articolo 6

⁷ Ricostruzione di: AFME-Finance for Europe e Boston Consulting (2018)

⁸ Fonte: World Bank - Aggiornamento 1/02/2017

Tra i Paesi europei non appartenenti all'Unione europea, nel Regno Unito la percentuale di PMI è pari al 99,7%, di cui il 90,1% sono microimprese. Rispetto agli altri Stati del continente europeo, l'occupazione offerta risulta più bassa con un valore pari al 53,6% nelle PMI e al 19% nelle microimprese. Di conseguenza, anche il valore aggiunto è il più basso tra i paesi europei ed è del 47,9%, per quanto riguarda le PMI, e del 19,3%, per le microimprese.⁹

In Svizzera, le PMI sono più del 99% e vi lavorano il 67% dei dipendenti totali. La percentuale più elevata di PMI è occupata nel settore primario.¹⁰

Per quanto riguarda il continente asiatico, in Israele il 96% di tutte le aziende è rappresentato dalle PMI, la quali producono il 50% del PIL.¹¹

Le PMI coreane rappresentano il 99,9% delle aziende, coprono l'87,7% dell'occupazione e concorrono alla produzione nazionale per il 47,6%.¹²

Anche l'economia giapponese è basata per il 99% sulle PMI, in particolare il 95% sono microimprese, il 4,5% hanno da dieci a 49 dipendenti e il restante 0,5% sono leggermente più grandi. Queste imprese hanno una percentuale maggiore nel settore dell'industria edile.¹³

Infine, l'Australia ha il 98% della propria economia rappresentata da imprese di piccola dimensione, le quali contribuiscono al 56% del PIL. Infatti, sono in fase di avvio molti incentivi per le PMI, con l'obiettivo di aiutare la crescita e stimolare gli investimenti.¹⁴

I dati precedenti vengono riportati in maniera schematica nella seguente tabella:

⁹ Fonte: Eurostat 2016

¹⁰ Fonte: Statistica strutturale delle imprese STATENT – Aggiornamento 28/08/2020

¹¹ Fonte: Farnesina, Info MercatiEsteri Israele – Aggiornamento 29/03/2013

¹² Italian Chamber of Commerce in Korea (Marzo 2014)

¹³ Intervista a Michio Aoki (Presidente della Asia Pacific Management Co). (25/05/2019)

¹⁴ Italian Trade Agency – Trade promotion section of the Italian Embassy, Profilo Paese Australia 2019 (Marzo 2020)

1.1 Le PMI nei Paesi OCSE

| <i>Paese</i> | <i>% PMI sul totale nazionale</i> | <i>% incidenza PMI sul PIL nazionale</i> |
|--------------|-----------------------------------|--|
| USA | - | 46% |
| Colombia | 94% | 25% |
| Regno Unito | 99,7%, di cui 90,1% micro | 47,9% |
| Svizzera | 99% | - |
| Israele | 96% | 50% |
| Corea | 99,9% | 47,6% |
| Giappone | 99%, di cui 95% micro | - |
| Australia | 98% | 56% |

Nostre elaborazioni

Fonti dati: AFME 2018, World Bank 2017, Eurostat 2016, STATENT 2020, Farnesina 2013, Italian Trade Agency 2019

È di immediata comprensione il fatto che questi Paesi hanno gran parte dell'economia basata sulle piccole imprese, dato che le PMI rappresentano sempre più del 94% delle imprese totali.

L'aspetto che potrebbe risultare contraddittorio è il fatto che, nonostante quasi tutte le imprese siano di piccole dimensioni, concorrono mediamente solo a circa metà del prodotto interno nazionale.

Questo significa che le grandi imprese, nonostante siano numericamente inferiori, producono molto di più di quelle piccole.

Quindi, poiché quest'ultime rappresentano un numero significativo, ma hanno un indice di produttività relativamente basso, è importante incentivare l'innovazione affinché riescano a performare in maniera migliore e aumentare la produttività.

1.3. Le PMI in Europa

A livello europeo le percentuali stimate delle PMI sono elevate, analogamente a quanto riscontrato a livello globale.

Dopo la crisi del 2008, le PMI sono diminuite del 2,1% e il valore aggiunto prodotto è diminuito del 6,4%, ma quelle che hanno registrato le conseguenze più negative sono state le grandi imprese, le quali sono diminuite del 3,1% con una riduzione del 7,9% in termini di valore aggiunto prodotto.¹⁵

Nel 2011, le imprese con meno di 250 addetti, rappresentano circa il 99% del totale delle imprese europee, contribuendo al 59% del valore aggiunto creato dall'economia e occupano l'85% di tutti i posti di lavoro.¹⁶

In base a un report dell'Eurostat del 2015, il 92,8% delle PMI è costituito da meno di dieci dipendenti¹⁷ le quali occupano in media il 28,7% degli occupati totali, contro il 37,3% delle PMI, escluse le microimprese.¹⁸

Attualmente, in base ai dati dell'Eurostat, le PMI rappresentano il 99,8% delle imprese, di cui 92,4% sono microimprese,¹⁹ per cui, le imprese con meno di dieci dipendenti sono diminuite di pochissimo, ma l'economia dell'Ue continua ad essere costituita non da PMI, bensì da microimprese.²⁰

Il fatturato medio delle PMI europee è, in termini relativi, pari al 63,83%, di cui solo il 20,8% è riconducibile alle microimprese, per cui nonostante queste siano la maggior parte delle PMI, non riescono a contribuire in maniera preponderante al fatturato totale delle imprese con meno di 250 dipendenti.

¹⁵ Annual Report on EU Small and Medium sized Enterprises 2010/2011

¹⁶ Fonte: Eurostat (2011)

¹⁷ Il Sole 24 ore, Piccolo è ancora bello? Il tessuto imprenditoriale europeo in numeri (28/11/2018)

¹⁸ Fonte Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati Eurostat (20/04/2019)

¹⁹ Fonte: Eurostat (2016)

²⁰ Giorgia Sali e Francesco Olivanti – Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI, Le PMI nell'ecosistema imprenditoriale italiano: un confronto con l'UE (9/03/2020)

Analogamente accade per quanto concerne il valore aggiunto creato, il quale è pari al 62,3% per le PMI e al 21,79% per le microimprese.

Ovviamente, queste imprese con al massimo 249 dipendenti, sono molto importanti per il tasso di occupazione dei Paesi, data la loro diffusione, infatti, in base ai dati del 2016, circa il 70% della forza lavoro è alle dipendenze delle PMI, di cui, circa la metà, sono addetti delle microimprese.²¹

Paragonando i dati storici è possibile vedere un aumento sia nel numero delle PMI sia nella percentuale del valore aggiunto negli anni, quindi le piccole e medie imprese nel tempo sono riuscite a migliorare l'efficienza, riuscendo a creare più ricchezza.

Invece, le grandi imprese rappresentano in media lo 0,19% delle imprese totali europee e la forza lavoro impiegata attualmente è in media circa il 33%.²²

Nell'elaborato sono state calcolate le medie europee senza considerare il Regno Unito, che con la Brexit è uscito dall'Unione Europea.

In particolare, vengono richiamati di seguito i singoli casi statali europei, facendo riferimento non ai valori assoluti, bensì a quelli relativi poiché ritenuti migliori per effettuare in conclusione dei paragoni.

Per agevolare l'analisi e renderla più immediata, saranno riportate le percentuali relative a: la presenza di PMI e microimprese nel Paese esaminato; l'incidenza del fatturato e del valore aggiunto prodotto dalle PMI e dalle microimprese, rispetto a quelli di tutte le imprese nazionali; il livello di addetti occupati nelle imprese con meno di 250 dipendenti.

Queste ultime tre informazioni saranno segnalate solo nel caso in cui siano rilevanti ai fini dell'indagine o se il Paese abbia delle percentuali tra le più o tra le meno elevate a livello europeo.

²¹ Fonte: Eurostat (2016)

²² Giorgia Sali e Francesco Olivanti – Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI, Le PMI nell'ecosistema imprenditoriale italiano: un confronto con l'UE (9/03/2020)

In Austria la percentuale delle PMI è pari al 99,7%, di cui l'87% ha meno di dieci dipendenti, classificandosi tra uno degli Stati a livello europeo con le percentuali minori.²³

In Belgio le PMI sono il 99,9% e il 94,7% sono microimprese. La percentuale del valore aggiunto creato dalle microimprese rispetto a quello totale del Paese, è tra i più elevati a livello europeo, pari al 24,4%.²⁴

In Bulgaria, il 99,8% delle imprese è rappresentato da PMI e sono molto importanti per l'occupazione, dato che vi lavorano circa il 75% dei dipendenti totali.²⁵ Tra le più alte percentuali europee dell'incidenza delle PMI sul fatturato, c'è quella relativa alle imprese bulgare (70,2%),²⁶ le quali principalmente operano nel settore terziario, mentre nel settore secondario la maggioranza sono grandi imprese.²⁷

Il 99,7% delle imprese croate sono PMI, tra le quali sono microimprese il 91,2%.²⁸ Anche in Danimarca il 99,7% sono PMI, di cui però solo l'88,8% sono microimprese, per cui è uno degli Stati europei, a livello percentuale, con meno imprese con al massimo nove addetti.²⁹

Per quanto riguarda la Finlandia, poiché l'economia è basata per lo più sull'industria del legno, sull'industria metallurgica e vi è una preponderante proprietà statale, la percentuale di microimprese è leggermente inferiore a quella media europea.³⁰ Il 99,7% sono PMI, ma il 91,2% sono microimprese.³¹

La Francia presenta un'alta percentuale di microimprese, infatti il 95,1%, su 99,9% delle PMI registrate, sono microimprese, una tra le percentuali più elevate a livello

²³ Marco Di Blas, Un paese di medie, piccole e piccolissime aziende, *Messaggero Veneto* (16/08/2011)

²⁴ Fonte: Eurostat (2016)

²⁵ Ibidem

²⁶ Ibidem

²⁷ Fonte: Asme, "Report on SMEs in Bulgaria 2001-2002"

²⁸ Fonte: Eurostat (2016)

²⁹ Ibidem

³⁰ MISEP, *Employment Observatory*, No 51, 1995

³¹ Fonte: Eurostat (2016)

europeo. Anche se la percentuale di fatturato di tutte le PMI francesi è del 54,7% sul totale, quindi una percentuale abbastanza bassa rispetto alle altre europee. Inoltre, è tra le più basse anche la percentuale del valore aggiunto prodotto dalle PMI, pari al 55,5% del totale francese.³² Il 30% dei lavoratori è occupato nelle microimprese, ma solo il 63,3% del totale è impiegato nelle PMI, la percentuale più bassa a livello europeo, insieme alla Spagna. Invece, lo 0,10% circa sono grandi imprese e occupano il 33% dei dipendenti totali.³³

La Germania ha le percentuali più basse tra tutti i Paesi dell'UE per quanto riguarda la presenza di PMI e di microimprese, rispettivamente pari a 99,5% e 81,9%. Questo fa sì che anche i dati relativi al fatturato e al valore aggiunto prodotto dalle microimprese tedesche, sul totale di quello prodotto dalle imprese in Germania, sono le più basse, pari a 11,4% e 15,3%.³⁴ Il 63,4% dei dipendenti è occupato nelle PMI, dei quali il 19% è nelle microimprese. Anche in questo caso, la percentuale per le imprese tedesche con meno di dieci dipendenti, è la più bassa. Le imprese con più di 249 dipendenti sono lo 0,48% con una percentuale di occupati elevata.³⁵

In Grecia vi è una presenza elevata di microimprese e questo potrebbe aiutare per la ripresa economica dall'enorme recessione greca degli ultimi anni. Queste ultime contribuiscono in maniera preponderante alla produttività, infatti, si è registrata una percentuale pari a 35,3%, una tra le più elevate a livello europeo. Le grandi imprese occupano solo il 14% dei lavoratori e creano il 28% del valore aggiunto totale.³⁶

³² Fonte: Eurostat (2016)

³³ Giorgia Sali e Francesco Olivanti – Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI, Le PMI nell'ecosistema imprenditoriale italiano: un confronto con l'UE (9/03/2020)

³⁴ Fonte: Eurostat (2016)

³⁵ Op. cit. Sali e Olivanti (9/03/2020)

³⁶ Fonte: Commissione Europea, MEMO/12/261 – Bruxelles, 19/04/2012

Per quanto riguarda l'Estonia, la Lettonia e la Lituania, le percentuali delle PMI ammontano al 99,8%, di cui le microimprese sono rispettivamente pari a 90,6%, 92,1% e 92,7%.³⁷

Le PMI di questi tre piccoli Paesi incidono in maniera importante sul fatturato totale e sul valore aggiunto totale con delle percentuali che sono tra le più elevate in Europa, seconde solo a Malta.

Da sottolineare il fatto che la Lettonia è lo Stato con la percentuale di dipendenti occupati nelle PMI più elevata, pari a 79,1%.³⁸

Il Lussemburgo, analogamente alla Germania, ha la percentuale di PMI più bassa a livello europeo. Si registra che il 99,5% delle imprese sono PMI e, per quanto riguarda le imprese con meno di dieci dipendenti, queste sono l'86,9% del totale. È il secondo Paese dell'Ue, dopo la Germania, con la percentuale più bassa di microimprese e, logicamente, con la percentuale di occupati in queste ultime più bassa (17,6%). Nonostante il Lussemburgo, per quanto concerne gli aspetti presi a riferimento, sia sempre classificato tra gli ultimi Paesi, è uno di quelli con la percentuale più elevata di incidenza del valore aggiunto creato dalle PMI sul totale nazionale.³⁹

Malta ha delle caratteristiche particolari relative alle PMI. Su 21 mld € totali di fatturato, 18 mld € derivano dalle PMI, di cui 8 mld € vengono prodotti dalle microimprese. Difatti la percentuale dell'incidenza del fatturato delle PMI è pari all'85,3%, la più elevata tra tutti i Paesi dell'UE, ma meno della metà è attribuibile alle microimprese (37,4% sul totale), nonostante sia comunque anche questa la percentuale più elevata tra quelle relative alle microimprese europee. Le PMI però rappresentano il 99,8%, di cui il 92,9% sono microimprese, percentuali che rispecchiano la media europea, per cui è evidente che le PMI sono, in termini relativi,

³⁷ Fonte: Eurostat (2016)

³⁸ Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati Eurostat (20/04/2019)

³⁹ Ibidem

analoghe agli altri Paesi, ma sono più performanti e incidono molto di più sull'economia nazionale.⁴⁰

La Polonia e i Paesi Bassi hanno le stesse percentuali relative alle PMI e alle microimprese, pari a 99,9% e a 95,6%. Quest'ultima, relativa alle microimprese, è una delle più elevate tra quelle registrate a livello europeo, ma evidentemente sono poco efficienti perché, le imprese con meno di dieci dipendenti, nei Paesi Bassi, hanno un'incidenza molto bassa sul fatturato, inferiore di 5 punti percentuali rispetto alla media europea, infatti è uno tra i Paesi con la percentuale di addetti più bassa. Inoltre, le PMI polacche hanno la percentuale più bassa, dopo la Germania e Francia, riguardo il peso sul fatturato prodotto totale. Quindi le imprese con meno di 250 dipendenti della Polonia e dei Paesi Bassi sono molte numericamente, ma poco prestanti.

Anche le microimprese portoghesi sono tra le percentuali più elevate registrando una percentuale pari al 95,3%.⁴¹

Nondimeno la Repubblica Ceca ha una delle percentuali più alte di microimprese, uguale a 96,1%, la seconda più elevata a livello europeo. Invece, le PMI hanno delle percentuali tra le più basse per quanto concerne l'incidenza sul fatturato e sul valore aggiunto.⁴²

La Romania ha il 99,6% di PMI, ma la percentuale di microimprese è tra meno rilevanti a livello europeo, infatti si registra che l'88,5% del totale sono microimprese. Le percentuali di occupati sono: 65,4% per le PMI e 22,6% per le microimprese, per cui è istantaneo vedere che sono cifre modeste rispetto alle altre.⁴³

⁴⁰ Fonte: Eurostat (2016)

⁴¹ Ibidem

⁴² Ibidem

⁴³ Ibidem

La Slovacchia è il Paese europeo con la percentuale più elevata di microimprese, le quali rappresentano il 97% del totale, su un totale di 99,9% di PMI. Questo dovrebbe influenzare le altre percentuali, ma in realtà quelle relative al fatturato e valore aggiunto sono tra le più basse. All'opposto il livello degli occupati nelle microimprese è pari al 41,4%, quasi il doppio della percentuale media europea e seconda solo alla percentuale delle microimprese italiane.⁴⁴

Per quanto riguarda la Slovenia, le PMI sono il 99,8% del totale delle imprese e le microimprese rappresentano il 94,8%, come in Italia.⁴⁵

La PMI spagnole sono pari al 99,9%, di cui 94,6% sono microimprese, le quali hanno una delle percentuali più ingenti relative all'incidenza delle microimprese sul valore aggiunto, discostandosi dalla media europea di 2,31 punti percentuali. Il 41% circa dei lavoratori è occupato nelle microimprese e il 20% circa nelle PMI che hanno tra i 10 e i 49 addetti.⁴⁶

Anche in Svezia il 99,9% delle imprese sono PMI, di cui il 94,5% sono microimprese, con una percentuale di occupati, nelle imprese con al più 249 dipendenti, che è tra le meno significative a livello europeo (65%).⁴⁷

Infine, l'Ungheria ha il 99,8% delle imprese rappresentate da PMI, di cui il 94,1% sono microimprese.

Le PMI ungheresi hanno un'influenza sul valore aggiunto totale non molto elevata, pari al 53,5% del totale, di cui solo il 18,2% deriva dalle microimprese.⁴⁸

Per rendere più semplice l'analisi, viene riportato un grafico con le percentuali relative alla presenza delle PMI negli Stati considerati, in ordine decrescente.

⁴⁴ Fonte: Eurostat (2016)

⁴⁵ Ibidem

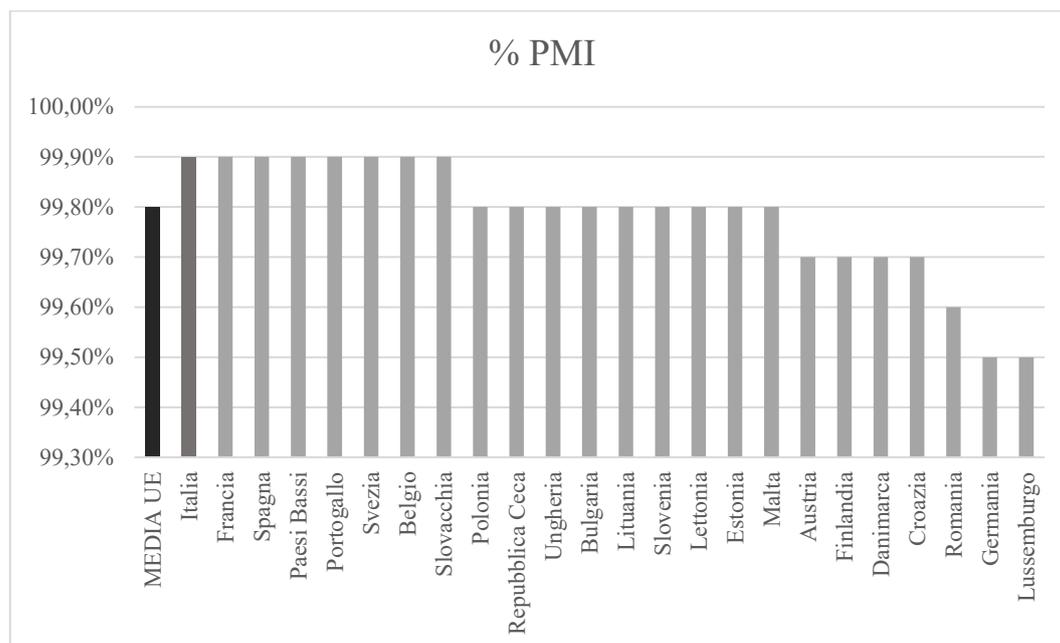
⁴⁶ Giorgia Sali e Francesco Olivanti – Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI, Le PMI nell'ecosistema imprenditoriale italiano: un confronto con l'UE (9/03/2020)

⁴⁷ Fonte: Eurostat (2016)

⁴⁸ Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati Eurostat (20/04/2019)

Se vi sono Paesi con la stessa percentuale, sono stati ordinati in base ai valori assoluti:

1.1 Percentuali delle PMI rispetto al totale delle imprese



Nostre elaborazioni

Fonte principale dati: Eurostat 2016

Non risulta semplice né immediato trovare “un minimo comun denominatore” in grado di spiegare la motivazione logica per cui vi siano queste differenze in termini di diffusione delle PMI tra i vari Stati analizzati.

Potrebbe sembrare che le percentuali più elevate relative alla presenza siano tendenzialmente negli Stati più piccoli per estensione territoriale, mentre in quelli più grandi le percentuali sono inferiori, ma non essendo sempre vero né avendo un nesso logico le due caratteristiche, questo non può essere affermato.

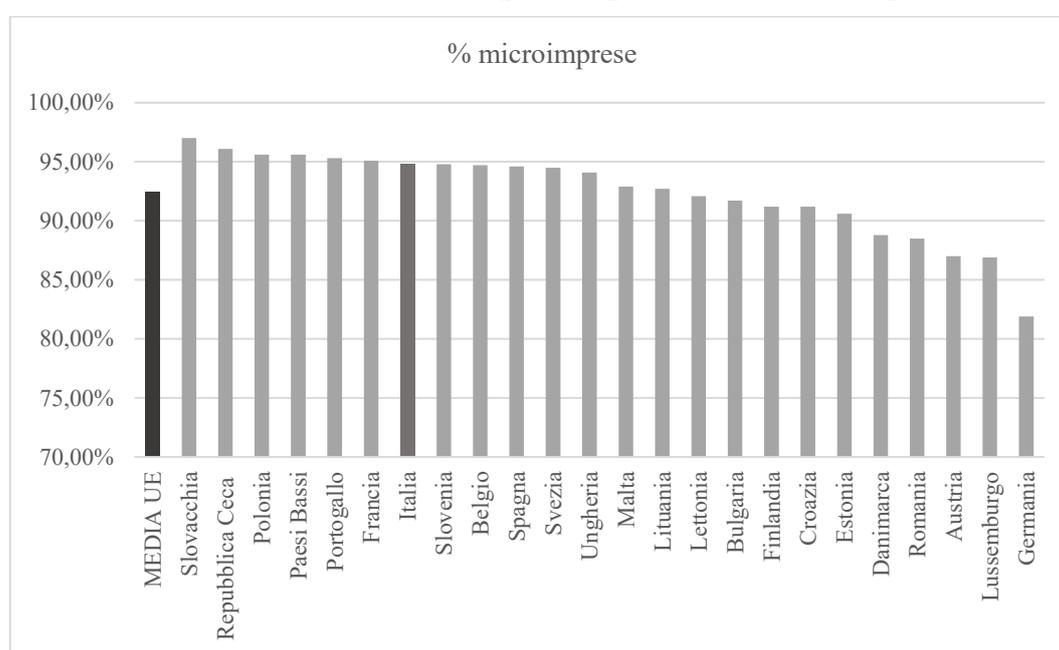
Altrimenti una spiegazione potrebbe essere attribuita alla numerosità degli abitanti, infatti se si considera questo fattore, essa decresce con la diminuzione della percentuale di PMI presenti, fatta eccezione per la Germania.

Però, anche in questo caso non si può affermare con certezza che questa sia la motivazione per cui in alcuni Stati sono presenti un numero maggiore di grandi imprese.

Sicuramente una delle spiegazioni che può essere fornita è il fatto che le percentuali variano in base alle caratteristiche culturali della nazione, derivanti anche dall'ex-cursus storico che la popolazione e l'economia hanno vissuto. Uno dei motivi per cui l'Italia è il Paese con la percentuale più elevata.

Quanto detto è valido anche per quanto concerne la presenza di microimprese.

1.2 Percentuali delle microimprese rispetto al totale delle imprese



Nostre elaborazioni

Fonte principale dati: Eurostat 2016

Nuovamente si può notare che i Paesi che hanno una percentuale più elevata di microimprese sono quasi sempre quelli più piccoli, ma anche in questo caso non possiamo affermare che questa sia la logica per cui varia la presenza di microimprese, dato che tra le due variabili non vi è correlazione.

Allo stesso modo, se fosse considerata la numerosità della popolazione di ogni Stato europeo, potrebbe sembrare che le percentuali più elevate siano relative ai Paesi con più abitanti, ma in realtà, se questa logica non poggiava su solide basi in precedenza, in questo caso risulta ancor meno verificabile, dato che ci sarebbero molte eccezioni.

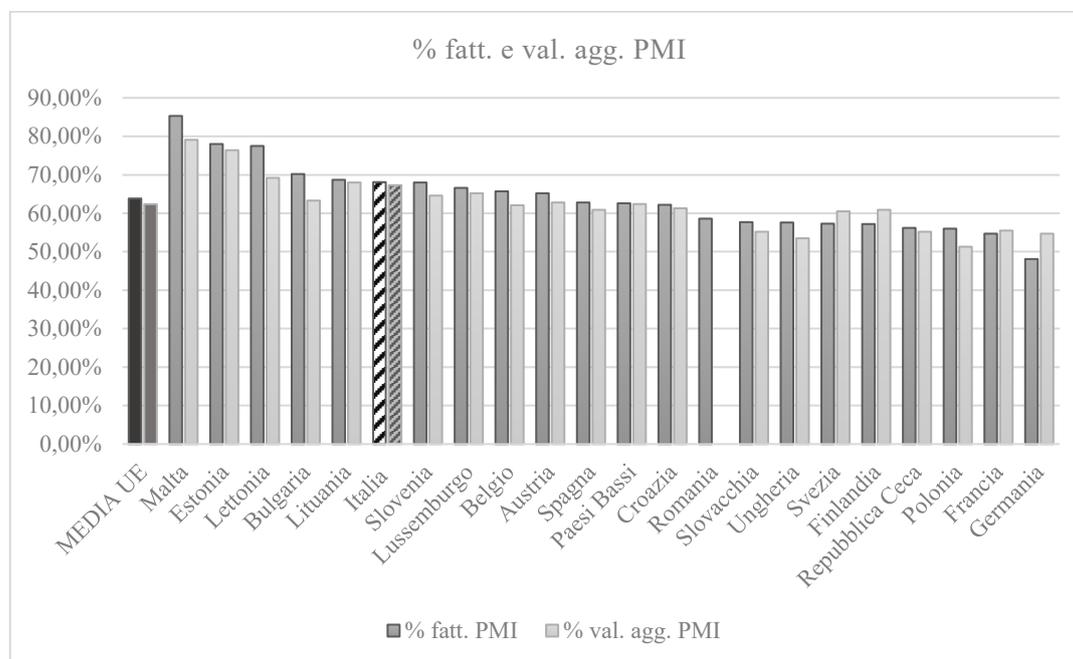
Quindi si riconferma la difficoltà nel trovare una logica se non quella attinente alle caratteristiche culturali ed economiche.

All'opposto, per quanto riguarda le percentuali di incidenza del fatturato e del valore aggiunto delle PMI rispetto al totale, sembrerebbe che le percentuali siano più elevate tanto più il Paese è piccolo territorialmente e con meno abitanti. Infatti, tra i primi posti vi sono i Paesi che rispettano queste caratteristiche: Malta, Estonia, Lettonia e Lituania.

Però, anche questa volta non c'è logica, né correlazione tra le due cose, per cui non può essere adottata come spiegazione.

Nel successivo grafico sono stati inseriti entrambi i dati, ovvero la percentuale di incidenza del fatturato sul fatturato totale e l'incidenza del valore aggiunto creato sul totale, e i Paesi sono stati ordinati in modo decrescente in base alla percentuale del fatturato imputabile alle PMI:

1.3 Incidenza fatturato e valore aggiunto delle PMI rispetto al totale nazionale



Nostre elaborazioni

Fonte principale dati: Eurostat 2016

Per quanto riguarda l'Italia, anzi le PMI italiane, oltre ad avere le percentuali tra le più elevate, registrano anche i valori assoluti più alti, dopo Germania e Francia, quindi è chiaro quanto siano importanti per l'economia nazionale.

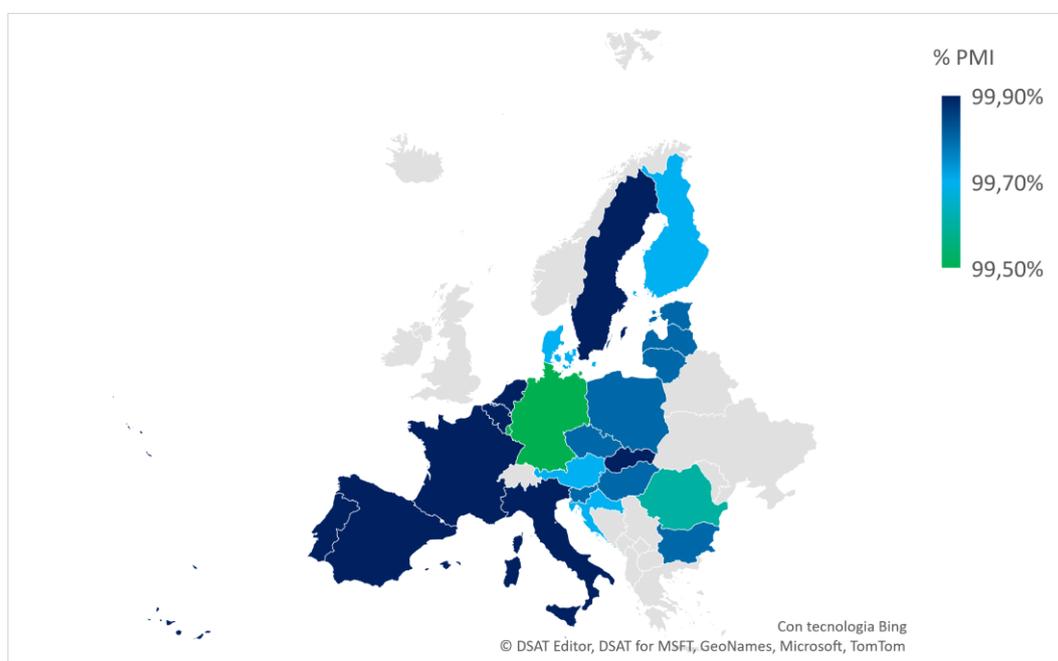
Nel Grafico 1.3, anche il Lussemburgo è tra le percentuali più elevate al contrario della posizione in cui si trovava negli altri grafici, per cui si può dedurre che la percentuale di PMI non è elevata come negli altri Paesi, ma le poche imprese con meno di 250 dipendenti che vi sono, performano adeguatamente.

Per quanto riguarda la Germania, ovviamente, se venissero considerati i valori assoluti relativi alla numerosità delle PMI e delle microimprese tedesche, rispetto al totale delle imprese presenti in Germania, questo Paese non sarebbe sicuramente tra gli ultimi posti, ma sempre tra i primi, dopo l'Italia, la Francia e la Spagna.

Considerazione assimilabile, anzi, più accentuata, può essere fatta con riguardo al fatturato e al valore aggiunto. Infatti, la Germania è al primo posto in entrambi i casi, con dei valori assoluti doppi rispetto alla Francia che è al secondo posto, motivo per cui nell'elaborato è stato scelto l'utilizzo di valori relativi.

Un'altra considerazione che potrebbe discendere da quanto esaminato è attinente alla posizione territoriale degli Stati.

1.1 Cartina geografica con percentuali delle PMI nei Paesi europei



Nostre elaborazioni

Fonte principale dati: Eurostat 2016

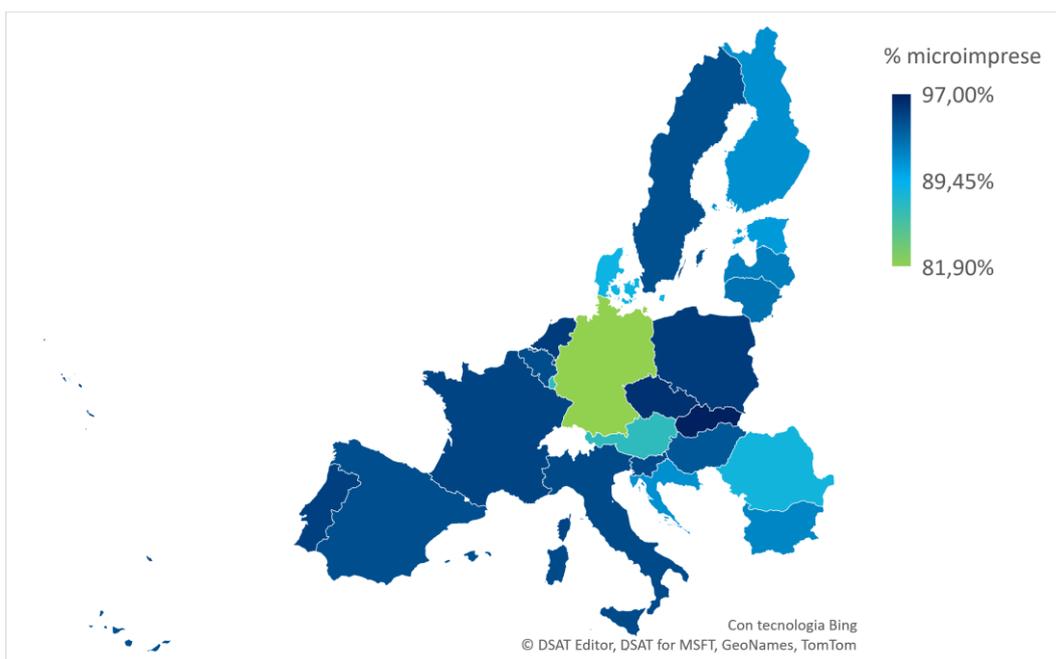
Si potrebbe ricercare la zona europea più caratterizzata dalle PMI, ma valutando la seguente cartina geografica colorata in base ai dati inseriti precedentemente nell'elaborato, non è stato possibile trarre una conclusione, poiché l'unica area che sembra caratterizzata da valori meno elevati è quella orientale, ma non può essere

detto con certezza che la percentuale relativa alla presenza di PMI sia attribuibile alla posizione territoriale.

Piuttosto si può affermare che sicuramente questi Paesi hanno delle economie più arretrate rispetto ai Paesi dell'Europa occidentale e questo potrebbe influire nella percentuale di presenza di PMI, per cui si può affermare che le cause potrebbero essere attribuibili alle caratteristiche economiche e culturali.

Quanto affermato, è valido anche per quanto concerne le microimprese, delle quali le percentuali sono state inserite nella Cartina 1.2.

1.2 Cartina geografica con percentuali delle microimprese nei Paesi europei



Nostre elaborazioni

Fonte principale dati: Eurostat 2016

1.4. Le PMI in Italia

In Italia le PMI svolgono un ruolo fondamentale per l'economia e rappresentano oltre il 10% del PIL nazionale. Nel 2018, la dimensione media delle imprese è di 3,9 addetti.⁴⁹

Le imprese italiane ammontano a 4,4 milioni, di cui il 94,8% sono microimprese, con meno di dieci dipendenti, il 4,9% sono le imprese con più di nove dipendenti, ma meno di 250, e le imprese con più di 249 addetti rappresentano solo lo 0,1%.⁵⁰

In termini assoluti, le PMI e le microimprese italiane sono le più numerose in Europa e si registrano 61,4 imprese ogni 1.000 abitanti.⁵¹

Quindi, le percentuali delle PMI sono allineate con quelle europee, soprattutto con quelle dei Paesi territorialmente vicini, quali, ad esempio Francia e Spagna (Grafico 1.1 e Grafico 1.2).

La numerosità delle microimprese è leggermente più elevata rispetto alla media europea ed è nuovamente affine a quella di Paesi limitrofi, come Francia e Slovenia. Conseguentemente, per quanto riguarda le grandi imprese, la percentuale è inferiore rispetto agli altri Stati europei.

Nel 2019 sono aumentate le società di capitali attestandosi al 24% delle imprese attive italiane, a differenza delle società di persone e delle ditte individuali, le quali registrano un tasso di natalità netta negativo dal 2012.⁵²

Ovviamente, l'impiego della forza lavoro rispecchia le percentuali delle categorie delle imprese. Infatti, nel 2016, il 78,6% dei lavoratori è occupato nelle PMI, di cui il 44,9% nelle microimprese.⁵³

⁴⁹ Fonte: Istat (2018)

⁵⁰ Fonte: Eurostat (2016)

⁵¹ Ibidem

⁵² Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2019" (29/05/2020)

⁵³ Fonte: Eurostat (2016)

Queste percentuali, se confrontate con quelle europee del 2016, sono più elevate, dato che quelle europee sono rispettivamente pari al 69,9% e al 30,76%, con una divergenza dell'8,7% circa, riguardo gli addetti delle PMI, e del 14,14% circa, riguardo le microimprese.⁵⁴

Nel 2018, gli addetti nelle microimprese sono del 43,9%, quindi sono leggermente diminuiti nel tempo, ma rappresentano comunque un'alta percentuale.⁵⁵

L'Italia, tra gli Stati dell'Unione Europea, è seconda solo alla Lettonia per quanto concerne gli addetti nelle PMI, ma ha sia la percentuale che il numero più elevati di addetti nelle microimprese.

Uno dei principali problemi italiani è legato al fatto che le microimprese hanno una produttività inferiore rispetto ad altri Paesi europei, ma hanno un peso molto più elevato sul sistema economico.⁵⁶

In termini relativi, le microimprese producono il 27,5% del valore aggiunto, mentre le imprese con più di 249 addetti generano il 34,8% del totale.⁵⁷

In termini assoluti, le imprese con meno di dieci dipendenti producono in media solo € 30.000 per addetto, mentre, il valore aggiunto medio per addetto della Germania e della Francia è di € 46.000. A livello europeo la media è di € 35.000 e solamente la Spagna e la Polonia hanno una produttività inferiore a quella delle microimprese italiane, le quali si attestano rispettivamente su € 25.000 e € 10.000 per addetto.

Invece, le performance delle PMI (Grafico 1.3) e delle grandi imprese italiane sono superiori rispetto alla media europea. Infatti, in Italia le PMI generano un valore aggiunto di € 56.500 per addetto, mentre la media europea è di € 48.000. Per quanto concerne invece le grandi imprese, il valore aggiunto per addetto è più elevato della

⁵⁴ Fonte: Eurostat (2016)

⁵⁵ Fonte: Istat (2018)

⁵⁶ Ibidem

⁵⁷ Ibidem

media europea, ma in maniera inferiore, infatti quello italiano è pari a € 73.700 e quello europeo è di € 66.000.⁵⁸

Quindi, in Italia, ci sono poche grandi imprese che però hanno una produttività più elevata delle microimprese che caratterizzano principalmente il sistema economico italiano.

Sarebbe auspicabile accrescere la produttività e la competitività delle PMI, per avere effetti positivi sull'economia italiana. Uno dei modi potrebbe consistere nel sostenere l'innovazione digitale che consentirebbe di migliorare e rendere più efficienti i processi aziendali oppure incentivare le esportazioni, le quali hanno sempre avuto un ruolo importante nell'economia italiana grazie alla grande domanda di prodotti italiani da parte del resto del mondo.

Uno dei settori più significativi e coinvolti è quello manifatturiero, infatti, l'Italia è il secondo Paese a livello europeo per il numero degli addetti nelle PMI che operano in questo settore, dopo la Germania, ma è il primo in termini relativi.

Ben il 76,5% del totale dei dipendenti delle PMI sono impiegati nelle imprese manifatturiere che hanno meno di 250 dipendenti.

La chiave vincente di queste PMI è "Il made in Italy", un marchio sul quale basano la loro economia e tramite il quale riescono ad effettuare esportazioni. Quest'ultime non sono importanti solo per questo settore, infatti rappresentano quasi il 9% del PIL nazionale.⁵⁹

⁵⁸ Giorgia Sali e Francesco Olivanti – Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI, Le PMI nell'ecosistema imprenditoriale italiano: un confronto con l'UE (9/03/2020)

⁵⁹ Confartigianato, Nelle PMI italiane il 78,7% degli addetti delle imprese, superiore al 69,4% dell'UE. Maggiore peso delle PMI a Bolzano, Veneto, Lombardia e Marche (8/02/2018)

1.4.1. Differenze territoriali

Le PMI italiane sono primariamente occupate nei settori di servizi, edilizia e agricoltura, ed hanno un ruolo fondamentale nell'economia di alcuni territori, soprattutto nelle regioni meridionali dove le PMI producono l'83% della produzione totale del Sud-Italia.⁶⁰

Dunque, anche per quanto concerne le PMI, le caratteristiche di queste sono condizionate dagli aspetti della regione.

Innanzitutto, in Italia c'è una forte presenza di imprese familiari, le quali sono circa 2,5 milioni, ossia l'85% delle imprese totali, occupano il 70% degli addetti totali e producono il 60% del valore aggiunto.

Lombardia e Lazio sono le regioni con più imprese e con il maggior numero di addetti.⁶¹

In base ai dati del 2018 della Confindustria, nel Centro-Nord si trovano 20 mila medie società di capitali, le quali impiegano circa metà dei lavoratori dipendenti.

In base ai dati del nuovo Censimento permanente delle imprese fatto dall'Istat nel 2019, su 280 mila imprese di capitali, con più di tre dipendenti e meno di 250, più della metà sono attive al Nord, in particolare il 29,2% sono nel territorio Nord-ovest e il 23,4% sono a Nord-est. Al Centro è presente il 21,4% delle imprese italiane e il 26% è al Mezzogiorno.

Al Nord è più elevato il peso delle medie imprese che generano il 55% del fatturato, mentre al Centro sono presenti le imprese di più piccole dimensioni.⁶²

Negli ultimi anni le PMI del Centro-Nord hanno registrato un aumento numerico e una graduale ripresa dei conti economici, grazie alla maggiore patrimonializzazione

⁶⁰ IlSole24ore, Pmi, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio? (10/07/2019)

⁶¹ Fonte: Istat, Registro statistico delle imprese attive (ASIA - Imprese) (E) (2011)

⁶² Fonte: Confindustria e Cerved, Rapporto PMI Centro-Nord 2018 (31/01/2018)

e al minor peso degli oneri finanziari, che hanno comportato una riduzione del rischio.

La Lombardia è la regione con i numeri assoluti più elevati e con la percentuale di medie imprese, rispetto al totale delle PMI, più ingente, ma le performance delle PMI sono migliori in Trentino-Alto Adige, Veneto e Piemonte.

Il Trentino-Alto Adige è la regione che ha aumentato di più i ricavi tra il 2007 e il 2016, con un aumento dell'8,1%.⁶³ Anche le PMI dell'Emilia-Romagna hanno registrato risultati più alti della media nazionale, mentre le regioni meno performanti, nella zona Centro-Nord, sono l'Umbria e il Lazio.

È ovvio che la percentuale di addetti impiegati nelle PMI rispecchia le caratteristiche territoriali esposte precedentemente, per cui la percentuale più elevata di dipendenti assunti nelle piccole imprese di capitali con meno di cinquanta addetti è nel Centro Italia e quella relativa alle medie imprese è nel Nord Italia.

Per quanto riguarda il fatturato e il valore aggiunto, i dati più consistenti sono stati registrati dalle regioni con la percentuale più elevata di PMI, ossia la zona Nord-Ovest, le quali hanno realizzato più di metà del fatturato totale delle PMI di capitali del Centro-Nord Italia.

Nel 2019 l'attività economica è aumentata nelle regioni del Nord, ma è rimasta stabile per il resto delle regioni. In particolare, la Lombardia è ancora la regione con la produttività più elevata, infatti genera il 22% del PIL nazionale.⁶⁴

Ancora non si sono registrati dati più elevati dei livelli precrisi del 2008: per il Centro-Nord la differenza è di due punti percentuali, mentre per le imprese meridionali è più elevata.⁶⁵

Facendo riferimento al Sud Italia, le PMI, nonostante abbiano risentito degli effetti negativi derivanti dalla crisi del 2008, il fatturato nel 2017 è aumentato più della

⁶³ Fonte: Confindustria e Cerved, Rapporto PMI Centro-Nord 2018 (31/01/2018)

⁶⁴ Vesentini Ilaria – *IlSole24ore*, Centro, Il private equity non premia le Pmi (Ed. 02/2020, pag.1)

⁶⁵ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2019" (29/05/2020)

media nazionale di 2,7 punti percentuali, tornando ai livelli precrisi.⁶⁶ Nel 2018 si registra un rallentamento di questa crescita che evidenzia le criticità delle imprese meridionali.⁶⁷ Nel Sud la presenza di imprese familiari è molto significativa, tuttavia, solo il 50% delle PMI arrivano alla seconda generazione e il 10% alla terza, probabilmente perché l'amministratore unico è, il più delle volte, il fondatore dell'impresa e rimane tale il più tempo possibile, anche fino a dopo i 70 anni, non permettendo ai suoi successori di apprendere e fare esperienza per quanto concerne la gestione degli affari. Inoltre, questo non permette all'azienda di innovarsi e aumentare la competitività durante gli anni.⁶⁸

Il problema principale del Sud è che le imprese sono per la maggior parte micro, che non riescono a diventare piccole, e quest'ultime non riescono a diventare grandi, quindi è ovvio che, insieme alla crescita dimensionale, è limitata anche quella relativa al fatturato e agli investimenti.

Inoltre, persiste la difficoltà dell'accesso al credito e il dilemma della bassa patrimonializzazione, infatti il patrimonio netto è inferiore del 30% rispetto alla media nazionale a causa dalla bassa capitalizzazione delle PMI.⁶⁹

La forma prevalente delle PMI meridionali è quella familiare, la quale rappresenta il 74% del totale,⁷⁰ per cui è la maggioranza sono imprese chiuse ad ogni apporto esterno e questo fa sì che la crescita sia ostile e difficile per mancanza di risorse.

Le regioni che hanno avuto, negli ultimi anni, i dati più negativi sono Abruzzo, Molise, Sicilia e Sardegna.⁷¹

⁶⁶ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2019" (29/05/2020)

⁶⁷ Fonte: Confindustria e Cerved, Rapporto PMI Mezzogiorno 2019 (29/03/2019)

⁶⁸ Giornale di Sicilia, In Sicilia il 75% delle piccole e medie imprese è a conduzione familiare (18/11/2019)

⁶⁹ Fonte: Confindustria e Cerved, Rapporto PMI Mezzogiorno 2018 (31/01/2018)

⁷⁰ Fonte: Confindustria e Cerved, Rapporto PMI Mezzogiorno 2019 (29/03/2019)

⁷¹ Garufi Franco, PiolaTorre – centro di studi ed iniziative culturali, Frena la moria delle piccole imprese ma la Sicilia resta debole (31/03/2019)

Per quanto riguarda le isole, queste probabilmente hanno delle percentuali importanti di PMI per i settori in cui producono maggiormente, per la posizione e la conformazione del loro territorio.

La Sicilia ha un'alta percentuale di imprese familiari, le quali però nella maggioranza dei casi sono guidate da imprenditori anziani.⁷²

Nel 2019, si registra che la dimensione media delle imprese siciliane è di 2,7 addetti, mentre la media italiana è 3,9, quindi è ovvio che le imprese sono quasi tutte micro.⁷³

In Sardegna, operano circa 2.400 PMI, le quali hanno una crescita del fatturato inferiore alla media del Sud Italia.⁷⁴ Se viene presa in considerazione la percentuale di dipendenti assunti nelle imprese di piccole dimensioni, questa è più elevata di quella delle medie e grandi imprese.⁷⁵

Quindi dai dati riportati è chiaramente desumibile quanto le PMI, ma soprattutto le microimprese, siano importanti, a livello italiano, come per gli altri Paesi europei, se non in maniera più marcata, per il valore aggiunto che producono, ma soprattutto per la percentuale di addetti che vi lavorano.

A livello europeo, l'Italia è il Paese con la percentuale più elevata di dipendenti occupati nelle microimprese, pari al 44,9%, contro la media europea di 30,76%.⁷⁶

Malgrado le differenze regionali, le percentuali sono significative in tutta Italia e considerato l'impatto sull'economia italiana, bisognerebbe sostenerne lo sviluppo.

⁷² Giornale di Sicilia, In Sicilia il 75% delle piccole e medie imprese è a conduzione familiare (18/11/2019)

⁷³ Fonte: Istat, Ufficio territoriale per la Sicilia e la Sardegna, Sede della Sicilia - Dati statistici per il territorio (2019)

⁷⁴ Murgia Roberto, Redazione ANSA (29/03/2019)

⁷⁵ Redazione Sardegna Live, IL LAVORO IN SARDEGNA? LO CREANO SEMPRE PIÙ LE PICCOLE IMPRESE (16/11/2018)

⁷⁶ Fonte: Istat (2016)

1.4.2. Il territorio marchigiano

Dal Censimento permanente delle imprese, redatto dall'Istat sui dati delle PMI, relativo all'anno 2019, nel Centro-Italia sono presenti il 21,4% delle imprese, con un processo di sviluppo del 32,5%.⁷⁷

Per quanto riguarda le società di capitali nell'area del Centro-Nord, le Marche sono la seconda regione, dopo la Toscana, per percentuale di piccole imprese sul totale delle PMI.⁷⁸

Nel 2015, l'economia marchigiana delle PMI risulta composta per il 45,5% dal settore industriale, per il 37,6% dal settore terziario (informazione e comunicazione, distribuzione, logistica e trasporti, servizi non finanziari, società immobiliari) e per il 12,6% dal settore edile. La parte residuale è suddivisa tra il settore agricolo (1,4%) e carburanti, energia e utility (2,9%).

Rispetto alle altre regioni del Centro-Nord, le Marche hanno la percentuale più elevata di PMI impiegate nel settore industriale, delle quali la maggioranza (13,7% sul totale di PMI marchigiane) si occupano di moda.

Le variazioni percentuali del fatturato e del valore aggiunto delle PMI sono migliorate nel tempo e, tra il 2015 e il 2016, è stata registrata la percentuale più elevata tra le regioni del Centro Italia, superiore anche alla media del Nord Italia.⁷⁹

Nel 2017, il 95% delle imprese hanno meno di dieci dipendenti, di cui il 5% sono PMI e le grandi imprese rappresentano solo lo 0.1%. Inoltre, è stato registrato che il 61% delle imprese sono individuali, le quali principalmente fanno parte del settore manifatturiero.⁸⁰

⁷⁷ Fonte: Confindustria e Cerved, Rapporto PMI Centro-Nord 2018 (31/01/2018)

⁷⁸ Ibidem

⁷⁹ Ibidem

⁸⁰ Elaborazione e analisi dati di Cristina Lucchetti, Performance e Sistema Statistico Regione Marche (2017)

In base ai dati del 2019, le imprese marchigiane sono leggermente diminuite e il 30% sono artigiane. È possibile vedere una lieve diminuzione nella percentuale delle microimprese, con un conseguente aumento delle medie imprese, infatti, nel 2019, queste percentuali si attestano rispettivamente al 94% e 5,8%. Invece le imprese individuali sono circa il 60% del totale marchigiano.⁸¹

Le Marche, inoltre, hanno un'altissima densità imprenditoriale.

Se viene preso in considerazione l'indice risultante dal rapporto tra il numero di abitanti e le imprese attive, sono la seconda regione con l'indice più elevato, il quale, nel 2017, è pari a 98,28 imprese attive per ogni 1.000 abitanti⁸² e nel 2019 è pari a 97,6.⁸³

Relativamente alla percentuale di addetti occupati nelle PMI, le Marche sono la quarta regione italiana con il 60,9% degli addetti rispetto al totale, seguita dalla Provincia Autonoma di Bolzano, il Veneto e la Lombardia.⁸⁴

Dai dati osservati è possibile notare quanto le PMI siano fondamentali a livello marchigiano, in maniera superiore rispetto ad altre regioni italiane.

⁸¹ Elaborazione e analisi dati di Cristina Lucchetti, Performance e Sistema Statistico Regione Marche (2019)

⁸² Fonte: Infocamere – Istat (2017)

⁸³ Fonte: Infocamere – Istat (2019)

⁸⁴ Confartigianato - Nelle PMI italiane il 78,7% degli addetti delle imprese, superiore al 69,4% dell'UE. Maggiore peso delle PMI a Bolzano, Veneto, Lombardia e Marche (8/02/2018)

Capitolo 2. Fonti di finanziamento tradizionali

2.1. L'evoluzione delle fonti di finanziamento tradizionali in Europa

Le fonti di finanziamento tradizionali rappresentano tutti i mezzi tramite i quali le imprese possono approvvigionarsi, qualora dovessero necessitare di risorse finanziarie.

Tra le più rilevanti ci sono l'autofinanziamento interno, il ricorso al credito bancario e l'accesso al mercato dei capitali.

Nel tempo le imprese si sono finanziate tramite queste fonti, anche se negli ultimi anni, una piccola parte ha fatto ricorso ad altri canali introdotti recentemente con la finalità di agevolare l'accesso delle società ai mercati, soprattutto per le PMI.

Le caratteristiche dei mezzi di finanziamento variano in base ai Paesi, i quali, spesso, hanno differenti normative, quindi anche differenti modalità di accesso.

Gli investimenti permettono alle imprese di crescere più rapidamente, pertanto queste devono poter accedere a risorse finanziarie.

Uno dei problemi principali delle imprese italiane però non riguarda la disponibilità di risorse, ma il fatto che il 38% dei prestiti sono a breve termine, cioè con durata inferiore a 12 mesi, per cui vengono preclusi alcuni investimenti a lungo termine fondamentali per l'innovazione e l'aumento della produttività.⁸⁵

Tendenzialmente negli anni è leggermente diminuito il ricorso al credito bancario, in parte sostituito dall'autofinanziamento, ma rappresenta ancora una percentuale consistente e solo una parte residuale attiene all'emissione di titoli sui mercati di capitali, questo perché le imprese italiane sottovalutano i benefici derivanti dalla quotazione, primo fra tutti il fatto che tramite il mercato mobiliare riuscirebbero a

⁸⁵ Varamo Vincenzo - Close-up Engineering, L'Italia e il mercato azionario: storia di Imprese e cittadini diffidenti (29/09/2020)

rimborsare completamente il debito a breve. Inoltre, avrebbero un impatto positivo sullo standing creditizio, che viene valutato dalle banche e dagli investitori, nonché l'immagine aziendale e la rete di relazioni aziendali. Infatti, dato che per essere ammesse al listino le imprese devono rispettare determinati requisiti, aumenteranno i controlli interni e le valutazioni sulla gestione, accrescendo la stabilità e l'affidabilità. Per di più la società, tramite il mercato, migliorerebbe la sua visibilità.

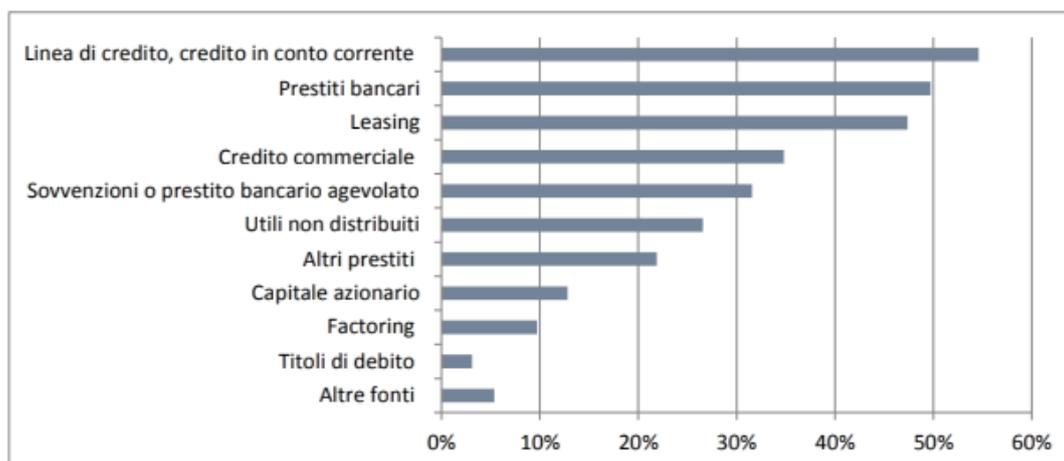
Al fine di valutare i cambiamenti avvenuti negli ultimi quattro anni, per quanto concerne il fabbisogno e la disponibilità di fonti di finanziamento, in particolare per le PMI, viene presa in considerazione l'indagine semestrale, condotta dalla Banca Centrale Europea, relativa a quest'ambito.

In seguito, verranno riportate in particolare solo le percentuali ritenute rilevanti ai fini dell'elaborato, facendo riferimento ai dati europei in modo da avere una panoramica più generale sull'andamento delle fonti di finanziamento tradizionali.

A livello europeo, come è possibile vedere dal Grafico 2.1, le fonti esterne più importanti per le PMI, nel 2016, sono le linee di credito e i prestiti bancari, mentre, poco più del 25% delle PMI europee ritiene necessarie le fonti interne.

Con riferimento al mercato dei capitali, una percentuale di poco superiore al 10% ritiene fondamentale il ricorso al mercato azionario e meno del 5% considera essenziale il ricorso al mercato obbligazionario.

2.1 Percentuali delle fonti di finanziamento esterne delle PMI



Fonte: Commissione europea/BCE, *Survey on the access to finance of enterprises*
(Risultati del 2016 riguardanti le PMI dell'UE)

Da fine 2016 a marzo 2017, secondo il 12% delle PMI, sono migliorate le disponibilità di finanziamenti esterni.

Il 19% di quest'ultime ha aumentato il fatturato, quindi sono di più le risorse disponibili, e le prospettive economiche future sembravano favorevoli alla crescita.

Infatti, il 39%, non ha richiesto fonti esterne poiché ha ritenuto di avere sufficienti risorse interne. Invece, un numero considerevole di PMI ha ridotto la percentuale di indebitamento, per migliorare il proprio rating e diminuire gli oneri sul bilancio, motivo per cui, probabilmente, la leva finanziaria è diminuita dell'8%. Rispetto al periodo precedente la percentuale di chi ha richiesto prestiti bancari è diminuita ed è pari al 32%, di cui il 74% ha ottenuto l'intero importo.

Le PMI che hanno reputato rilevanti, per la propria attività, le linee di credito bancario e i prestiti bancari, rappresentano delle percentuali simili a quelle antecedenti, attestandosi rispettivamente a 53% e 51%.

Il 25% delle PMI ritiene fondamentale l'utilizzo delle risorse interne, mentre solo il 10% e il 3% si avvalgono dei mercati.⁸⁶

Da aprile a settembre del 2017, il fatturato è cresciuto per il 27% delle PMI, percentuale molto più elevata rispetto al semestre precedente.

La disponibilità da parte delle banche di concedere prestiti è accertata dal 12% delle imprese, quindi è rimasta invariata, ma la percentuale di PMI che ha richiesto prestiti bancari è diminuita di cinque punti percentuali, arrivando a 27%, poiché il 43% sono state in grado di autofinanziarsi. Conseguentemente, il rapporto debito/attività è sceso del -10%. Questo effetto è dato sicuramente dalla grande crescita del fatturato.

Il 53% e il 52% delle PMI hanno giudicato fondamentali, rispettivamente, i prestiti bancari e linee di credito e, anche in quest'arco temporale, il 74% è riuscito a ricevere totalmente il prestito richiesto.

Le restanti percentuali sono rimaste simili o uguali: per il 25% delle imprese le risorse interne rimangono basilari; per il 12%, lo sono le risorse derivanti dal mercato azionario e, per il 3%, quelle del mercato obbligazionario.⁸⁷

Successivamente fino a inizio marzo 2018, il fatturato delle PMI è diminuito di tre punti percentuali, quindi ci si aspetta un minor ricorso all'autofinanziamento.

Infatti, sono aumentate le imprese che hanno richiesto prestiti bancari, arrivando a una percentuale pari al 29%, e il 76% dei quali sono andati a buon fine, però la percentuale delle imprese che non ha richiesto prestiti è rimasta analoga a quella precedente.

Per quanto riguarda la leva finanziaria si registra un decremento pari a -7%, quindi un calo inferiore rispetto ai primi mesi del 2017 dato che i finanziamenti esterni

⁸⁶ Fonte: BCE – “Survey on the Access to Finance of Enterprises”, 16° rapporto (24/05/2017)

⁸⁷ Fonte: BCE – “Survey on the Access to Finance of Enterprises”, 17° rapporto (29/11/2017)

bancari sono aumentati. Probabilmente è per questo motivo che c'è stato un aumento nel numero di imprese che hanno segnalato una migliore disponibilità dei prestiti bancari (+2% rispetto al semestre antecedente).

Le percentuali relative alle indagini sui prestiti bancari e le linee di credito sono rimaste stabili, ovvero il 25% ritiene necessarie le proprie risorse, mentre, l'11% delle imprese preferisce ricorrere alle azioni e il 3% alle obbligazioni.⁸⁸

Durante il 2018, la situazione finanziaria delle imprese europee è migliorata, grazie all'espansione economica. Il fatturato è aumentato per il 25% delle PMI, percentuale lievemente più elevata del periodo precedente, che ha causato presumibilmente la minor domanda di prestiti bancari.

Difatti è diminuita la percentuale di richiesta dei finanziamenti esterni (-2%) ed è aumentata, in modo limitato, quella delle imprese che hanno utilizzato le fonti interne per finanziare la propria attività (+1%).

Conseguentemente anche la leva finanziaria è diminuita di un punto percentuale in più rispetto al periodo precedentemente analizzato.

Sono diminuite le PMI che hanno indicato una migliore disponibilità dei finanziamenti bancari, le quali sono l'11%, nonostante il 74% delle richieste sia stato totalmente accolto.

Inoltre, più di metà delle PMI si finanziano prevalentemente con prestiti bancari e linee di credito (rispettivamente il 51% e il 52%), invece rimangono analoghe le percentuali relative all'autofinanziamento, all'emissione di azioni e titoli di debito.⁸⁹

Da fine 2018 ai primi mesi del 2019, il 21% delle PMI ha registrato un aumento relativo al fatturato, ossia la percentuale più bassa registrata tra il 2017 e il 2018,

⁸⁸ Fonte: BCE – “Survey on the Access to Finance of Enterprises”, 18° rapporto (4/06/2018)

⁸⁹ Fonte: BCE – “Survey on the Access to Finance of Enterprises”, 19° rapporto (28/11/2018)

ma le percentuali delle imprese che sono ricorse all'autofinanziamento o a finanziamenti esterni sono rimaste tendenzialmente analoghe. Il 44% delle PMI non è ricorso a prestiti da parte delle banche e il 28% li ha richiesti, dei quali il 73% sono stati erogati totalmente.

Quindi, nonostante il fatturato non sia aumentato come negli anni precedenti, la richiesta di finanziamenti bancari è aumentata solo di un punto percentuale.

Per quanto riguarda la leva finanziaria, la percentuale di variazione è leggermente aumentata, ma rimane comunque negativa (-7%).

I prestiti bancari e le linee di crediti rimangono indispensabili entrambe le fonti con delle percentuali rispettivamente pari a 50% e 49%, e si registra anche un aumento del fabbisogno di risorse finanziarie da parte delle PMI, da 0% a 3%. Però, la percentuale di PMI che ha dichiarato un miglioramento nella disponibilità delle fonti bancarie, è diminuita di due punti percentuali rispetto al periodo precedente, cioè il 9%.

Invece il 24% delle PMI giudica essenziali, a fini del finanziamento dell'attività, le fonti aziendali interne, per cui la percentuale è logicamente diminuita con il calo della percentuale di variazione semestrale del fatturato.

I dati relativi ai mercati sono rimasti uguali, ovvero solo l'11% reputa essenziale il mercato azionario e il 3% quello obbligazionario.⁹⁰

Nel 2019, le condizioni di finanziamento rimangono favorevoli per le imprese, nonostante il fatturato sia diminuito ancora e tornato a livelli simili a quello registrato a fine 2016 (19%), attestandosi ad un aumento del 20%.

Per quanto concerne le fonti ritenute importanti per la gestione aziendale, per le linee di credito e prestiti bancari le percentuali rimangono intorno al 50%, mentre sempre il 25% considera essenziali le risorse interne.

⁹⁰ Fonte: BCE – “Survey on the Access to Finance of Enterprises”, 20° rapporto (29/05/2019)

Invece il 18% utilizza altri mezzi, come prestiti di familiari o amici e ricorrono al mercato dei capitali ancora poche imprese, infatti sono ritenuti canali rilevanti per l'attività solo dall'11% (per il mercato azionario) e dal 4% (per il mercato obbligazionario).

Inoltre, si registra un calo di due punti relativo alla percentuale delle imprese che hanno richiesto prestiti bancari, contrariamente il 43% delle PMI non li hanno richiesti, poiché hanno utilizzato i fondi interni per finanziarsi.

Per quanto concerne la leva finanziaria, la variazione è rimasta analoga al periodo precedente.⁹¹

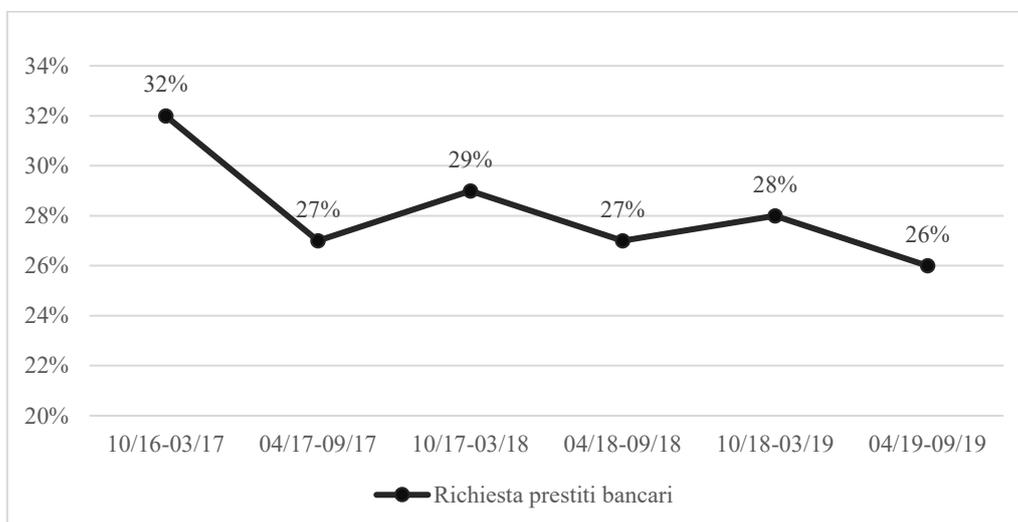
Analizzando tutti i dati riportati, è possibile fare molteplici considerazioni sulle fonti di finanziamento tradizionali.

Innanzitutto, a livello europeo, si vede chiaramente dal Grafico 2.2, che nel tempo le PMI, in media, hanno richiesto sempre meno prestiti alle banche, poiché le percentuali di imprese che ricorrono ai prestiti bancari, nella serie storica considerata, da fine 2016 a fine 2019, sono diminuite di circa sei punti percentuali (Grafico 2.2). Questo andamento viene chiamato “*deleveraging*” e non è relativo solo ai Paesi europei, infatti tra il 2016 e il 2018, a livello mondiale, il debito delle imprese rispetto al PIL è diminuito di sette punti percentuali,⁹² per cui questa tendenza riguarda tutti i Paesi nel mondo.

⁹¹ Fonte: BCE – “Survey on the Access to Finance of Enterprises”, 21° rapporto (29/11/2019)

⁹² Fonte: Banca d'Italia, “Relazione annuale – anno 2018” (31/05/2019)

2.2 Percentuali delle richieste di finanziamento delle PMI alle banche



Nostre elaborazioni

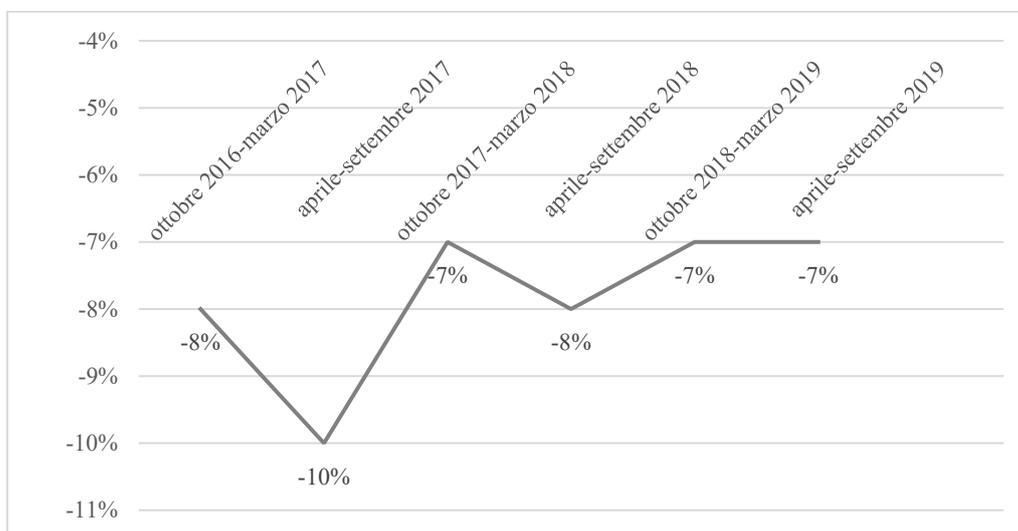
Fonte dati: BCE

Conseguentemente alla diminuzione dei debiti in termini assoluti, la leva finanziaria (debiti/attività) dovrebbe diminuire perché, se i debiti delle imprese dovessero diminuire, il numeratore diventerebbe più piccolo, quindi l'indice sarà più basso.

Quindi se venisse considerata la variazione tra un anno e l'altro, o in questo caso tra un semestre e quello successivo, chiaramente se i debiti non aumentano la variazione sarà negativa e pertanto lo sarà anche l'indice.

Nell'elaborato viene considerata quest'ultima ed è possibile vedere che negli anni esaminati la percentuale è sempre stata negativa, per cui la variazione dei debiti bancari per le PMI non è mai stata positiva:

2.3 Variazioni percentuali della leva finanziaria



Nostre elaborazioni

Fonte dati: BCE

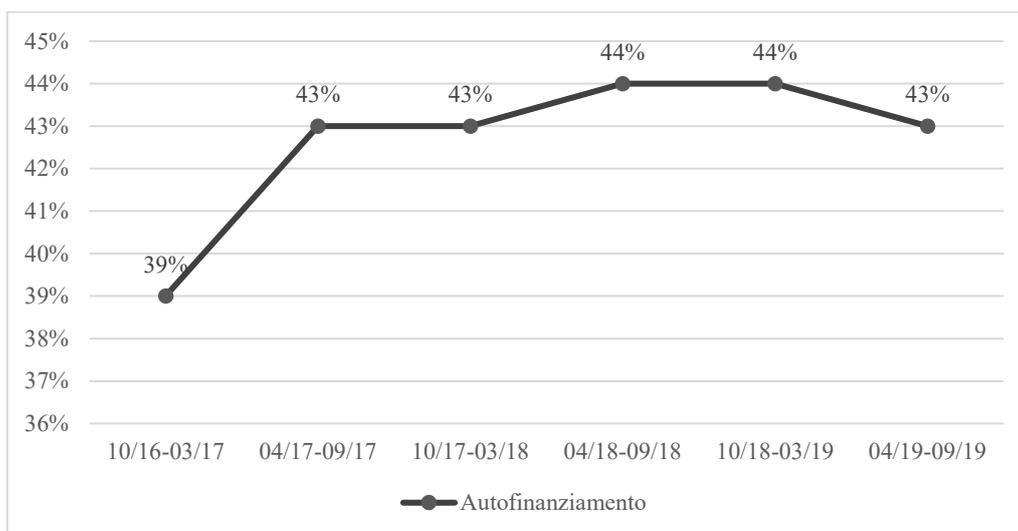
È possibile vedere dal Grafico 2.3 che le variazioni percentuali sono rimaste orientativamente costanti, con piccole oscillazioni, tranne per il semestre che va da aprile 2017 a settembre 2017, durante il quale la percentuale di richiesta di prestiti è diminuita drasticamente rispetto al periodo precedente (Grafico 2.2).

Ovviamente un andamento opposto, rispetto al trend dei prestiti bancari, si registra per quanto concerne la percentuale di imprese che hanno utilizzato l'autofinanziamento come fonte principale di approvvigionamento di risorse, dato che se le società hanno risorse interne sufficienti non sarà necessario ricorrere a quelle esterne. Anche se in questo caso la crescita è stata più costante, tranne nel primo semestre considerato.

Nuovamente un cambio "drastico" della tendenza si è registrato durante il 2017 in concomitanza alla diminuzione più accentuata della richiesta di credito bancario (Grafico 2.2) e questo dimostra quanto i due aspetti siano correlati tra loro.

Come già accennato, a differenza dei prestiti bancari, il gap percentuale risulta inferiore e l'aumento conta solo quattro punti percentuali, tra l'inizio e la fine del periodo considerato:

2.4 Percentuali delle PMI che si autofinanziano



Nostre elaborazioni

Fonte dati: BCE

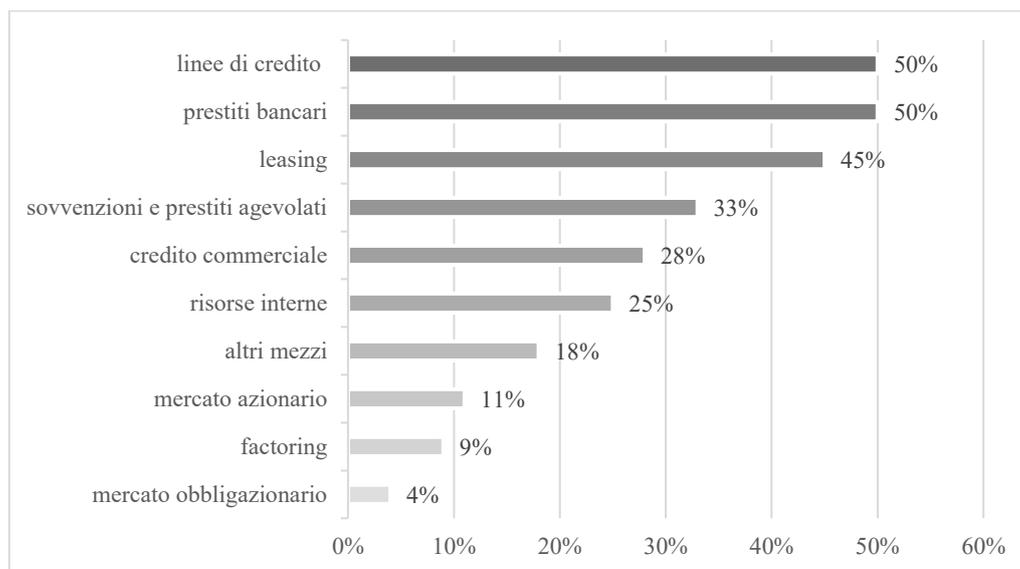
Invece, per quanto riguarda le percentuali delle risorse ritenute rilevanti per l'attività dalle PMI, queste variano solo di uno o due punti percentuali negli anni analizzati.

Indicativamente, i prestiti bancari e le linee di credito hanno sempre un'importanza più elevata, anche se è leggermente decrescente, rispetto alle altre fonti. Al contrario, i mercati di capitali registrano ancora percentuali molto basse, anche se il trend è minimamente crescente, probabilmente anche per le agevolazioni che sono state riconosciute alle PMI negli ultimi anni.

Inoltre, le imprese continuano ad utilizzare le risorse interne, ma le percentuali sono costanti durante i semestri.

Dunque, le fonti essenziali per eccellenza, a fine 2019, rimangono i finanziamenti bancari:

2.5 Fonti di finanziamento delle PMI



Nostre elaborazioni

Fonte dati: BCE

Le risorse interne sono ritenute fondamentali per l'attività dal 25% (Grafico 2.5), una percentuale relativamente alta rispetto a quella delle altre fonti di finanziamento tradizionali, ma inferiore rispetto ai prestiti bancari.

Un'ultima considerazione significativa, anche se ovvia e già sottolineata più volte, che può derivare da quanto esaminato finora, attiene alla relazione tra la crescita del fatturato e i canali di finanziamento utilizzati dalle PMI.

È banale il fatto che, qualora le imprese abbiano fatturati più elevati, avranno maggiori risorse da poter utilizzare e quindi cercheranno di non ricorrere a prestiti esterni, i quali graverebbero negativamente sui costi aziendali.

Infatti, il periodo in cui c'è stato un cambiamento importante del trend è il semestre durante il quale la percentuale di crescita del fatturato è stata la più elevata, ovvero quando c'è stato un aumento di otto punti percentuali (da aprile a settembre nel 2017), per cui le PMI non necessitavano di finanziamenti esterni e sono aumentate di quattro punti percentuali quelle che sono riuscite ad autofinanziarsi (Grafico 2.4). Invece, per quanto concerne il ricorso al mercato azionario, le imprese preferiscono ancora chiedere prestiti e indebitarsi, piuttosto che emettere azioni e rischiare che qualcun altro entri nella società.

Quanto detto finora dell'andamento delle fonti di finanziamento rispecchia molto l'andamento delle società italiane. Infatti, le imprese italiane, spesso familiari, sono restie alla quotazione per il timore di avere soci non della famiglia, ma anche perché i costi fissi sono ancora elevati e sono richiesti alti requisiti in termini di governance e trasparenza,⁹³ difficili da rispettare, specialmente per le microimprese.

Invece il mercato obbligazionario è sempre stato preferito dagli italiani e la propensione all'acquisto di questi titoli è più elevata degli altri Paesi. Però principalmente si tratta dei Titoli di Stato, i quali sono più sicuri, e poiché gli investitori preferiscono le obbligazioni statali piuttosto che i titoli societari, le società non sono incentivate ad emetterli. Tale tendenza negli ultimi anni si è attenuata,⁹⁴ anche per la recente introduzione dei mini-bond.

Dunque, a livello europeo ci sono delle differenze tra i Paesi, ma gli andamenti italiani sono simili alle medie europee anche per quanto riguarda il credito bancario e l'autofinanziamento.

Nei seguenti paragrafi verranno considerati i dati relativi alle imprese italiane, suddivisi per fonti di finanziamento.

⁹³ Varamo Vincenzo - Close-up Engineering, L'Italia e il mercato azionario: storia di Imprese e cittadini diffidenti (29/09/2020)

⁹⁴ Op. cit. Varamo V. (29/09/2020)

2.2. Autofinanziamento

L'autofinanziamento consiste nella capacità di un'impresa di far fronte alle proprie necessità in maniera autonoma, senza ricorrere a capitali di terzi, diminuendo i costi di approvvigionamento di capitale.

Questa capacità si genera con i componenti attivi di reddito derivanti dalla gestione ordinaria dell'attività, quindi, per riuscire ad autofinanziarsi, sarà necessario che l'impresa operi in condizioni di equilibrio economico e senza perdite.

L'autofinanziamento può essere distinto in due tipologie: quello in senso stretto e quello in senso ampio.

Il primo tipo, cioè quello in senso stretto, concerne gli utili accantonati a riserva. Pertanto, un'impresa, dopo aver conseguito un utile, lo deposita invece di distribuirlo e questa fonte di finanziamento è considerata duratura.

La seconda tipologia concerne i ricavi di vendita derivanti dalla gestione caratteristica, i quali potranno essere utilizzati o al netto delle uscite della gestione corrente (cash flow) oppure globalmente, in maniera temporanea. Inoltre, fanno parte di questa categoria, anche gli accantonamenti che non danno luogo ad uscite finanziarie, quali, ad esempio, i fondi spese o i fondi rischi o gli accantonamenti di TFR trattenuti in azienda. Tale fonte di finanziamento però non può essere considerata stabile, poiché nel medio lungo termine ci sarà un'uscita finanziaria.

L'autofinanziamento dipende anche dalla congiuntura storica in cui si trova l'impresa, come già dimostrato precedentemente dai dati europei.

Infatti, se si è in un periodo di recesso, ovviamente gli utili saranno più contenuti, il cash-flow più basso, le garanzie diminuiranno e la rischiosità aumenterà. Al contrario, in una fase espansiva, le imprese avranno più risorse a disposizione e l'accesso al credito sarà più agevole.

Quindi, nel caso di recessione, le imprese faranno difficoltà ad autofinanziarsi e ricorreranno a prestiti esterni, ma l'accesso ai finanziamenti bancari sarà faticoso e molto oneroso per il deterioramento dello standing creditizio e i mercati non saranno favorevoli all'acquisto dei titoli, pertanto si amplificheranno gli effetti negativi. Viceversa, nel caso di espansione.

2.2.1. L'autofinanziamento delle PMI

Le PMI italiane sono sempre state caratterizzate dal “*binomio autofinanziamento-debito bancario*”.⁹⁵

La grande maggioranza delle PMI preferisce autofinanziare completamente o parzialmente la propria attività,⁹⁶ infatti, oltre il 40% agisce completamente autofinanziandosi.⁹⁷

Il sistema imprenditoriale italiano, spesso familiare, non è caratterizzato dalla separazione tra proprietà e controllo, per cui, l'autofinanziamento è rappresentato per lo più dalle risorse conferite dei soci, le quali derivano dalla gestione corrente dell'impresa. Quindi, non verranno impiegate nuove risorse esterne che favorirebbero la crescita aziendale e non saranno più elevate della quota originariamente conferita.

Negli anni si è ridotta la leva finanziaria delle PMI, sia per la diminuzione dei debiti finanziari, ma anche per la crescita patrimoniale, data dalla tendenza del reinvestire in azienda gran parte dell'utile prodotto.⁹⁸

⁹⁵ Rossi Paola, Tarantola Ronchi Anna Maria - Rivista Internazionale di Scienze Sociali, Recenti sviluppi dell'economia italiana, “Intermediari finanziari e sistema delle imprese: profili istituzionali ed evoluzione recente” (Aprile-Giugno 1998)

⁹⁶ Fonte: Rapporto Cerved PMI (2017)

⁹⁷ Fonte: Confindustria Lombardia – Volume Centro-Nord 2018

⁹⁸ Fonte: Ricerca curata da KFinance – Borsa Italiana (2017)

Questa propensione delle imprese italiane è riscontrabile nel considerevole ammontare dei depositi bancari delle PMI.

Tra il 2016 e il 2017, i depositi sono aumentati del 12%, il doppio della media europea, pari a 6,6%, anche se in valore assoluto sono molto più elevati quelli di Francia e Germania.

Se viene considerato un periodo più ampio, tra il 2012 e il 2017, i depositi sono aumentati del 48%, ossia una percentuale sensibilmente più elevata della Germania, i quali sono aumentati del 30%, e della media europea, pari a 37%.⁹⁹

La liquidità delle imprese è aumentata ed è molto elevata, infatti, nel 2018, rappresenta il 20,5% del PIL.¹⁰⁰

Dunque, è possibile vedere una caratteristica tipica della gestione aziendale, la quale predilige un'alta liquidità per far fronte alle eventuali esigenze.

Per quanto concerne le PMI a livello regionale, in termini percentuali, quelle del Sud sono più propense all'autofinanziamento,¹⁰¹ probabilmente anche perché sono quelle che hanno più difficoltà nell'accesso al credito e gran parte sono a conduzione familiare, ma anche quelle del Nord vi ricorrono in maniera abbastanza importante.

Nell'area Nord-Est la percentuale di autofinanziamento è pari a 42%, a Nord-Ovest è del 45%, mentre al Centro si attesta intorno al 42.5%.¹⁰²

I motivi principali per cui le imprese ricorrono al finanziamento interno attengono alle resistenze ad accedere a finanziamenti esterni, da parte degli imprenditori, ma anche alla mancanza di offerta e agevolazioni per quanto riguarda i prodotti finanziari.¹⁰³

⁹⁹ Carletti Silvano – QuiFinanza, Banche addio: così le imprese si finanziano altrove (24/04/2018)

¹⁰⁰ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2018" (31/05/2019)

¹⁰¹ Fonte: Censimento Istat (2019)

¹⁰² Fonte: Confindustria Lombardia – Volume Centro-Nord 2018

¹⁰³ Ibidem

2.3. Il credito bancario

Le imprese per finanziarsi potrebbero necessitare di risorse esterne, soprattutto qualora vogliano effettuare investimenti consistenti, per i quali le risorse interne non risultano sufficienti.

I finanziamenti esterni possono essere di vario tipo e possono essere dati da diversi soggetti, ma nella storia imprenditoriale, soprattutto in quella italiana, le imprese si sono sempre rivolte principalmente alle banche. Infatti, rispetto alla media europea, quelle italiane hanno un'incidenza dei debiti bancari più elevata.¹⁰⁴

In base all'art.1842 c.c., il credito bancario concesso dalle banche consiste in un obbligo, da parte di quest'ultime, di *“tenere a disposizione dell'altra parte una somma di danaro per un dato periodo di tempo o a tempo indeterminato”*.

La banca quindi può tenere a disposizione un importo per un certo periodo di tempo determinato o indeterminato.

Nel primo caso, potrà recedere dal contratto solo per giusta causa e il cliente ha 15 giorni per restituire quanto utilizzato, mentre, nel secondo caso è sufficiente un preavviso da parte di una delle due parti.

La concessione di apertura del credito (c.d. fido) potrà essere condizionata a garanzie reali o personali, le quali varranno per tutta la durata del rapporto. Qualora risultino insufficienti, può essere richiesto al cliente un supplemento di garanzia o la sostituzione del garante.

Il legame tra banche e imprese si iniziò a consolidare fortemente dalla Legge bancaria, sulla specializzazione temporale e funzionale delle banche, del 1936.

La legge attribuì la facoltà di erogare il credito a breve termine esclusivamente al settore bancario, il quale inizialmente poteva applicare dei tassi più elevati rispetto ad ora.

¹⁰⁴ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2019" (29/05/2020)

Tale normativa si sposò perfettamente con il tessuto imprenditoriale italiano costituito per lo più da imprese familiari, non aperte a soci esterni, e tutt'ora più di tre quarti del credito bancario è costituito da debito a breve termine.¹⁰⁵

Questo ha permesso l'istaurarsi di rapporti duraturi, facendo venir meno, in alcune circostanze, il problema delle asimmetrie informative tra impresa e banca, anche se quest'ultimo persiste, soprattutto per quanto concerne le medio-grandi imprese, le quali hanno un forte potere contrattuale.

Spesso il problema è che questi finanziamenti non vengono utilizzati in investimenti di breve termine e quindi poi devono essere richieste altre risorse.

Nel tempo i prestiti bancari sono diminuiti e uno dei fattori che ha influenzato le decisioni imprenditoriali attiene al livello dei tassi di interesse, il quale, se ritenuto elevato, inciderà negativamente sulla richiesta di credito e le imprese preferiranno autofinanziarsi o ricorrere ad altri canali.

La domanda di credito, inoltre, varia in base alla posizione finanziaria del periodo precedente e se si è in una situazione instabile, il livello di indebitamento sarà più elevato, poiché l'impresa non riesce a far fronte al fabbisogno finanziario.

Il fenomeno del *deleveraging*, che è in atto da anni a livello europeo (Grafico 2.2) e a livello mondiale, viene riscontrato anche in Italia. Nel 2019, infatti, la leva finanziaria è diminuita di due punti percentuali e i prestiti concessi da banche e società finanziarie alle imprese sono diminuiti dell'1,7%.¹⁰⁶

Ovviamente, le quote di finanziamento sono differenti in base a sé le imprese sono PMI o sono grandi, ma le banche, anzi in generale gli istituti di credito, tenderanno a concedere prestiti ad aziende consolidate, la quali saranno più agevolate anche nel fornire eventuali garanzie.

¹⁰⁵ Salza Enrico, Presidente Sanpaolo IMI SpA - Il sistema produttivo e il rapporto banca – impresa (30/05/2017)

¹⁰⁶ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2019" (29/05/2020)

Una tra le cause del cambiamento dei rapporti tra banche e imprese degli ultimi anni è legata al fatto che gli istituti di credito hanno a disposizione meno liquidità, in seguito al nuovo regime imposto da Basilea 3, il quale prevede una gestione del credito prudente, con degli alti requisiti patrimoniali che le banche devono rispettare, in base ai prestiti erogati e alla loro rischiosità.

Per cui, le banche valuteranno più attentamente le imprese con dei rating bassi per evitare di dovere rispettare requisiti troppo elevati.

Ha influenzato i legami tra PMI e banche, altresì, l'introduzione del nuovo principio contabile internazionale IFRS 9, il quale prevede un approccio forward looking, ovvero le banche devono ipotizzare in maniera prospettica le possibili eventuali perdite future, in modo da avere un capitale che riesca a far fronte a quest'ultime, nel caso in cui si manifestassero.

Diventa molto importante attenuare le asimmetrie informative, poiché tramite l'aspetto informativo le banche devono cercare di valutare il futuro andamento delle imprese ed è fondamentale per il calcolo dell'expected loss. La mancanza di informazione deve essere già considerata un elemento di rischio.

Quindi, nel lungo periodo sicuramente questi requisiti patrimoniali porteranno stabilità e benefici, ma nel breve periodo comportano la diminuzione dell'erogazione del credito.¹⁰⁷

Inoltre, nelle piccole realtà italiane, spesso le banche locali quando si trovano a dover valutare soprattutto le piccole e medie imprese, non fanno un'analisi sul patrimonio e sull'andamento aziendale, bensì sulla ricchezza dell'imprenditore, dato che spesso coincide con quella dell'impresa. Questo fa aumentare il rischio per le banche, poiché non viene calcolato il rating dell'impresa, e questo fa sì che i prestiti non vengano erogati in maniera adeguata.¹⁰⁸

¹⁰⁷ Fonte: Banca d'Italia, "L'economia Italiana in breve" (Aprile 2019)

¹⁰⁸ Salza Enrico, Presidente Sanpaolo IMI SpA - Il sistema produttivo e il rapporto banca – impresa (30/05/2017)

Per cui, soprattutto per le PMI, nel tempo è stato registrato il *deleveraging*, sia per la minor domanda che per la minor offerta.¹⁰⁹

A livello regionale, tra le imprese del Centro-Nord, quelle delle regioni del Nord-Est ricorrono in maniera più significativa al sistema bancario, dato che, come già visto, vi sono posizionate le imprese che ricorrono meno all'autofinanziamento.

Per quanto riguarda le altre, la discrepanza che si registra tra le aziende del Nord-Ovest e del Centro è relativa al fatto che, le prime, sono più propense ai crediti di medio e lungo termine, mentre, le seconde, prediligono i crediti a medio termine.¹¹⁰

Infine, le società del Sud hanno una percentuale di aumento relativo all'indebitamento stabile allo 0,4%, indice del fatto che le imprese meridionali hanno molte difficoltà di accesso al credito bancario,¹¹¹ quindi sarà necessario il ricorso a fonti di finanziamento alternative, come il crowdfunding.

Per ovviare il problema di accesso al credito, è stato introdotto il Fondo di garanzia, il quale ha erogato più di 120 mld di euro, tra il 2008 e il 2018, soprattutto nei confronti di PMI.¹¹²

In pratica, l'UE e lo Stato italiano si sostituiscono alla figura del garante che, per le PMI, è costosa e non facile da trovare.

La garanzia pubblica è finanziata anche da risorse europee e copre l'80% dei prestiti bancari erogati alle start-up innovative, le quali hanno la possibilità di accedervi in maniera veloce e gratuita.¹¹³

È prevista un'eccezione per i finanziamenti fino a € 30.000, per i quali ci sono tassi e commissioni, ma l'approvazione da parte del Fondo è automatica, con la copertura al 100%.

¹⁰⁹ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2018" (31/05/2019)

¹¹⁰ Fonte: Censimento Istat (2019)

¹¹¹ Fonte: Confindustria – Rapporto PMI Mezzogiorno 2018

¹¹² Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2018" (31/05/2019)

¹¹³ Commissione Europea, "Scheda tematica per il semestre europeo – Accesso delle PMI ai finanziamenti" (12/11/2017)

In ogni caso, il Fondo garanzia non interviene nel rapporto banca-cliente e la contrattazione viene lasciata alle parti.

Quindi, durante gli anni, soprattutto recentemente, sono stati introdotti degli aiuti per le PMI, le quali continuano a rivolgersi prevalentemente al settore bancario.

2.3.1. Il rapporto tra banche e PMI

L'accesso ai finanziamenti è molto importante per la crescita, soprattutto per le PMI, le quali hanno solitamente meno risorse disponibili.

In base a un'indagine europea del 2016, per il 9% delle PMI, il problema principale risultava essere l'accesso ai finanziamenti,¹¹⁴ ma negli anni la percentuale è diminuita e la problematica maggiore delle imprese risulta essere la ricerca di manodopera qualificata, quindi le imprese attualmente o riescono ad autofinanziarsi quasi totalmente o comunque rilevano pochi ostacoli nell'ottenere prestiti.

In Europa le banche sono il principale canale utilizzato dalle PMI per quanto attiene ai finanziamenti,¹¹⁵ ma i rapporti tra banche e PMI possono essere di varie tipologie. Il 19%, circa delle PMI italiane, ha un legame debole e solo il 4,5% di esse è fortemente dipendenti dalle banche, con oltre il 50% del proprio attivo rappresentato da crediti bancari. La restante parte ha un legame intenso, con finanziamenti che vanno dal 10% al 50% del bilancio, per cui prevalentemente si registrano PMI che hanno crediti bancari rappresentativi di quasi la metà dei finanziamenti.

¹¹⁴ Commissione Europea - Scheda tematica per il semestre europeo – Accesso delle PMI ai finanziamenti (12/11/2017)

¹¹⁵ Association for Financial Markets in Europe - Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee (Settembre 2015)

Nel tempo si è ridotta la dipendenza delle imprese dalle banche. Nel 2007, più del 10% finanziavano più della metà dell'attivo con prestiti bancari,¹¹⁶ mentre ora questa percentuale è dimezzata. Le PMI che non hanno rapporti con le banche sono un numero maggiore. Infatti, rispetto al 2009, queste sono aumentate di 10 punti percentuali, sia per la crescente disponibilità di risorse proprie, sia per lo sviluppo di altre fonti di finanziamento bancarie e non.

Praticamente, le PMI, con la riduzione della disponibilità del credito bancario durante la crisi, hanno rafforzato i propri capitali e conseguentemente, negli ultimi anni, hanno richiesto meno finanziamenti alle banche. Appunto, tra il 2007 e il 2017, il livello di capitalizzazione delle PMI è aumentato del 55%.¹¹⁷

Dopo il 2018, i crediti bancari sono diminuiti nuovamente per l'introduzione di nuovi requisiti più stringenti, che devono essere rispettati dalle banche, relativi ai prestiti erogati, con Basilea 3 e il nuovo principio contabile IFRS 9.

Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, bisogna sottolineare che, se le PMI riuscissero ad aumentare il proprio rating (solitamente basso o non calcolato), tramite un processo di risk management adeguato, le banche riuscirebbero a concedere prestiti più facilmente, poiché il capitale di vigilanza richiesto non sarebbe così elevato, dato che il rischio sarebbe inferiore.

È evidente che questo processo sia molto complicato e non di facile attuazione, soprattutto per le microimprese, ma sarebbe auspicabile supportarlo data l'importanza che le PMI hanno per tutta l'economia italiana.

Con il calcolo del rating, le piccole imprese riuscirebbero anche a controllare il rischio e a valutare l'andamento attuale e futuro.

¹¹⁶ Fonte: Confindustria Lombardia – Volume Centro-Nord 2018

¹¹⁷ Fonte: Cerved, Rapporto Cerved PMI (2018)

Attualmente solo il 39% delle PMI ricorre ai prestiti bancari, una percentuale residua si finanzia tramite canali non bancari, ma, come esposto precedentemente, un'elevata percentuale si autofinanzia,¹¹⁸ soprattutto le PMI del Sud.

Presumibilmente, le imprese con meno di 250 dipendenti preferiscono utilizzare le proprie risorse per l'elevato costo dei finanziamenti esterni, i quali sono significativi anche se si tratta di imprese con rischio di default basso.

Malgrado le politiche espansive della BCE e la diminuzione del costo medio del debito per le PMI italiane, questi oneri continuano ad essere elevati, soprattutto per le microimprese meridionali.¹¹⁹

Anche le imprese del Centro registrano un costo più elevato rispetto a quello delle regioni del Nord Italia.

Dunque, negli anni sono diminuiti i debiti finanziari, si è registrata una crescita patrimoniale delle imprese e sono, tendenzialmente, diminuiti gli oneri legati ai finanziamenti, per cui è diminuita anche la leva finanziaria delle PMI.

Tra il 2007 e il 2016, il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio si è ridotto in maniera rilevante ed è arrivato ad un livello più sostenibile. Dal 2015, questo trend è leggermente rallentato, ma prosegue.¹²⁰

Risulta significativa la diminuzione della leva finanziaria soprattutto nelle PMI industriali del Centro-Nord.

In base ai dati del 2016, nella zona Nord-Est il rapporto si è dimezzato, passando da 115% a 62%, mentre nella zona Nord-Ovest è diminuito fino al 59%, da 109%, e nel Centro è passato da 149% a 74%.¹²¹

La percentuale di incidenza più alta, tra le regioni del Centro-Nord, è quella laziale, pari all'81,3%.¹²²

¹¹⁸ Fonte: Rapporto Cerved PMI (2017)

¹¹⁹ Fonte: Confindustria – Rapporto PMI Mezzogiorno 2018

¹²⁰ Fonte: Ricerca curata da KFinance – Borsa Italiana (2017)

¹²¹ Fonte: Confindustria Lombardia – Volume Centro-Nord 2018

¹²² Ibidem

Per quanto riguarda le regioni del Sud, negli anni è stata registrata una migliore sostenibilità dei costi relativi ai debiti finanziari, data dall'aumento dell'affidabilità creditizia.

A fine 2018, sono aumentate le PMI meridionali più “sicure”, ma i tassi applicati sono rimasti analoghi a quelli delle imprese più rischiose.¹²³

Il *deleveraging* e l'aumento delle risorse proprie a disposizione potrebbero aumentare la capacità produttiva in maniera significativa se venissero effettuati più investimenti, anche perché la diminuzione di debiti finanziari ha comportato un inferiore costo di oneri finanziari, i quali gravavano principalmente sulle PMI, che hanno redditi inferiori, quindi vi sono più risorse disponibili da poter utilizzare.

Nonostante tutte le considerazioni fatte finora, non è cambiata in maniera consistente la struttura delle piccole e medie imprese italiane che hanno circa il 60% del totale dei debiti finanziari rappresentato da finanziamenti bancari, una delle percentuali più elevate a livello europeo.

Se le PMI riuscissero ad avvicinarsi ai mercati finanziari, riuscirebbero a diversificare le fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dal sistema bancario, il quale non riesce a coprire i fabbisogni di tutte le imprese.

Inoltre, le PMI in questo modo hanno un basso potere contrattuale e hanno un elevato grado di rischio, dal momento che hanno un “*unico fornitore di denaro*”,¹²⁴ ovvero le banche.

Altrimenti, le imprese potrebbero ridurre il rischio di concentrazione cercando di diversificare le banche con cui hanno legami e a cui chiedono prestiti.

¹²³ Fonte: Confindustria – Rapporto PMI Mezzogiorno 2018

¹²⁴ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - Rating Advisory e Pianificazione Finanziaria alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare: il nuovo rapporto banca-impresa e il ruolo del Commercialista (8/05/2019)

Le PMI italiane hanno rapporti, in media, con tre o quattro banche differenti (“*multi-affidamento*”).¹²⁵ Nei primi mesi del 2018, le PMI, fanno affari con circa meno di tre banche.¹²⁶

Ovviamente, più le imprese sono grandi e tanto più sono le banche con cui hanno rapporti, ma queste hanno anche molto più potere rispetto alle imprese più piccole. Uno dei vantaggi dell’aumento dell’integrazione tra diversi Paesi, è la crescita delle banche presenti nei territori nazionali, che fa aumentare enormemente la concorrenza, producendo effetti positivi soprattutto per le PMI.

2.4. L’accesso al mercato dei capitali

Il mercato dei capitali è il mercato nel quale vengono scambiati strumenti finanziari a medio-lungo termine, cioè con scadenza superiore a dodici mesi, o a scadenza indeterminata. Viceversa, in quello monetario, vengono immessi e negoziati strumenti a breve termine.

Fanno parte del mercato dei capitali: il mercato azionario e il mercato obbligazionario, i quali possono essere regolamentati o non regolamentati.

In Italia, i mercati regolamentati sono organizzati e gestiti da una società di gestione, la quale deve essere una S.p.A., anche senza scopo di lucro, autorizzata dalla Consob.

Mentre, i mercati non regolamentati, o mercati Over the Counter (OTC), non hanno una regolamentazione specifica, la quale viene stabilita dal gestore, che non deve

¹²⁵ Salza Enrico, Presidente Sanpaolo IMI SpA - Il sistema produttivo e il rapporto banca – impresa (30/05/2017)

¹²⁶ Fonte: BCE, “Survey on the Access to Finance of Enterprises” (4/06/2018)

essere iscritto in un apposito albo. Però, è previsto l'obbligo di comunicazione delle informazioni alla Consob, la quale vigila anche su questi mercati.

Solitamente gli OTC hanno un grado di trasparenza e liquidità meno elevati rispetto ai mercati regolamentati e non è prevista una regolamentazione perché in questa tipologia di mercati è possibile stipulare dei contratti atipici. Quindi sono mercati più rischiosi, pertanto anche più redditizi.

Negli anni, sono nati sempre più segmenti differenti per tipologie di strumenti, che vi vengono negoziati, e per investitori, che possono accedere al trading.

In Italia la borsa nasce nel 1913 come società pubblica. Successivamente si sono registrati alti e bassi relativi al volume di negoziazioni, sia per gli avvenimenti storici che per l'evoluzione delle discipline relative al mercato mobiliare.

Con la Legge del 1991 viene introdotto l'obbligo di concentrazione degli scambi in borsa, i quali non sono più alle grida, ma telematici.

Per aumentare la trasparenza, l'efficienza e la competitività, nel 1998 la borsa diventa Borsa Italiana S.p.A., ovvero un soggetto privato partecipato per il 51% dagli intermediari e per il 49% dagli emittenti. Il modello adottato è misto poiché la società è gestita da istituti di credito, ma è vigilata da autorità pubbliche, data l'importanza dell'interesse generale da tutelare, cioè la tutela del risparmio, prevista costituzionalmente (art. 47 Cost.).

Con il tempo, Borsa Italiana S.p.A., diventa un gruppo nel quale vengono comprese più società che svolgono attività specifiche.

Nel 2007, con Mifid I, per incentivare le negoziazioni, viene eliminato l'obbligo di concentrazione degli scambi in borsa, quindi vengono equiparate le operazioni fatte sui mercati regolamentati con quelle che avvengono sui sistemi alternativi di negoziazione.

Lo stesso anno, il Gruppo Borsa Italiana si integra con il London Stock Exchange, creando un unico gruppo (LSEG), che controlla altre companies con funzioni precise, l'80% delle quali sono italiane (ad esempio, Clearing House, Monte Titoli). Uno dei motivi per cui è stata fatta questa scelta attiene all'importanza di avere i server più vicini ai players per aumentare la velocità nelle negoziazioni poiché, in un mercato altamente tecnologico, diventa importante, nelle fasi di trading, anche il nanosecondo.

Attualmente i mercati regolamentati sono gestiti da Borsa Italiana S.p.A., da MTS S.p.A. e da TLX S.p.A.

A fine 2007, le società italiane quotate, sono trecentouno, con una capitalizzazione pari al 48% del PIL.¹²⁷

Negli anni successivi, sono stati creati alcuni segmenti della Borsa Italiana per rendere il mercato più competitivo, ma lo sviluppo del mercato dei capitali è, ed è sempre stato, contenuto, perché, come visto nei paragrafi precedenti, l'intermediazione finanziaria viene svolta primariamente dalle banche.

Negli ultimi anni sono stati attuati degli interventi normativi per incentivare l'ingresso delle imprese sui mercati, ma attualmente il numero che emette strumenti finanziari è molto limitato.

Tra le motivazioni vi sono primariamente: alto peso dei costi fissi, scarsa liquidità dei titoli, alto livello di rischiosità e bilanci non chiari che non permettono alle imprese di accedere alla fase di listing.¹²⁸

Le cause sono fondate poiché, con riferimento al mercato azionario, dal 2010 al 2018, le imprese quotate hanno pagato quasi € 137,7 mld, sottoforma di dividendi agli azionisti,¹²⁹ ma hanno raccolto solo € 88,3 mld.¹³⁰ Quindi è chiaro che i mercati

¹²⁷ Fonte: Borsa Italiana

¹²⁸ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2018" (31/05/2019)

¹²⁹ Fonte: Dati di S&P Market Intelligence

¹³⁰ Fonte: Borsa Italiana (2018)

non sono sempre una fonte di risorse, ma spesso gli investitori “*prendono più di quanto danno*”,¹³¹ anche se ovviamente questo va valutato caso per caso.

Comunque, a livello economico, in particolare l’emissione di azioni ha dato un contributo netto negativo all’attività imprenditoriale italiana, per cui forse non è adeguato il fatto che la remunerazione superi di così tanto i capitali dati dai soci-investitori.¹³²

Non bisogna mettere in secondo piano i risultati registrati dalle imprese quotate. Infatti, gli effetti della quotazione sono indiscutibilmente positivi a livello di crescita, soprattutto per le PMI, oltre al fatto che, come già ribadito, questo permette di diversificare le fonti di finanziamento.

2.4.1. Il mercato azionario

L’azione rappresenta la quota minima di partecipazione di un soggetto al capitale sociale di una società di capitali, tramite la quale vengono acquisiti dei diritti e il titolo di socio.

L’obiettivo degli investitori azionisti solitamente è avere un guadagno nel lungo periodo dato dalla crescita dell’impresa che farà aumentare il valore dei titoli, i quali poi potranno essere venduti ad un prezzo più elevato rispetto a quello pagato inizialmente.

Esistono varie tipologie di azioni che conferiscono diritti differenti, sia amministrativi che economico-patrimoniali, ma hanno tutte lo stesso valore nominale.

Tendenzialmente, per ogni azione viene assegnato un diritto di voto.

¹³¹ Longo Morya - *IlSole24ore*, In Italia la Borsa toglie più di quanto dà: in otto anni drenati 50 miliardi dalle imprese (20/04/2019)

¹³² Op. cit. Longo M. (20/04/2019)

Le azioni possono circolare liberamente, altrimenti possono essere previsti dei limiti o delle clausole. Inoltre, vige il regime della dematerializzazione, per cui lo scambio del titolo non avviene in maniera fisica, ma verrà scritto nei conti detenuti presso Monte Titoli (una delle società appartenenti al Gruppo Borsa Italiana).

Il comparto azionario, gestito da Borsa Italiana, è diviso in mercati regolamentati e non regolamentati, ma gli acquisti e le vendite di azioni quotate sono meno difficoltosi avendo un prezzo di mercato.

I mercati regolamentati sono distinti in tre segmenti: STAR, per le società ad alti requisiti in termini di risultati, governance e trasparenza; MTA, il segmento ordinario; MIV (Mercato veicoli di investimento).

Il principale mercato regolamentato italiano in cui le azioni vengono negoziate è il Mercato Telematico Azionario (MTA).

L'MTA è un mercato order driven, nel quale si incontrano domanda e offerta, attraverso un meccanismo d'asta. Gli ordini vengono inseriti continuamente nell'order book, che garantisce la trasparenza delle intenzioni degli altri investitori e permette un matching automatico in base alle trading rules. La prima delle regole è il prezzo, il quale, per esserci la negoziazione, deve coincidere, ma se vi sono due prezzi identici, allora si farà riferimento al tempo, cioè verrà eseguito l'ordine di chi l'ha fatto prima.

Lo scambio avverrà quasi con certezza per chi offre il prezzo più basso, tra le offerte di vendita, e per chi offre il prezzo più alto, tra le domande di acquisto. In entrambi i casi gli ordini saranno posizionati al primo posto nell'order book.

Borsa Italiana, alla fine della giornata di trading, calcola e rende pubblici dei prezzi di riferimento per rendere trasparente l'andamento delle negoziazioni.

Per la società, il ricorso al mercato azionario fa sì che vi siano altri soggetti con cui i soci possono condividere il rischio d'impresa e si crei l'occasione di migliorare le strategie aziendali, nonché di accrescere il rating.

Il mercato azionario negli ultimi anni si è sviluppato, ma non è ancora sufficiente. Durante il 2018 si è registrata una diminuzione del ricorso ai mercati azionari per l'incertezza delle tensioni globali e il peggioramento delle prospettive di crescita dell'Europa. Tuttavia, lo stesso anno, in Italia, si sono quotate ventinove società non finanziarie sul mercato azionario e l'aumento riguarda principalmente le PMI, il cui peso sul totale è quasi raddoppiato, registrandosi al 39%, ma quelle di minori dimensioni si sono quotate prevalentemente sul mercato AIM Italia.¹³³

Nel 2019, il numero delle società quotate è aumentato di circa il 25%,¹³⁴ attestandosi a trecentosessanta, soprattutto per le ammissioni alla quotazione sul segmento AIM (+19),¹³⁵ infatti si stima che ogni otto società che si quotano su quest'ultimo, solo una si quota sull'MTA.¹³⁶

Per quanto riguarda la capitalizzazione delle società non finanziarie quotate, ovvero il prodotto tra il numero delle azioni in circolazione per il prezzo unitario, è del 25% del PIL,¹³⁷ percentuale che aumenta in maniera significativa nel 2019 grazie alla crescita dei prezzi, arrivando al 33,1% del PIL.¹³⁸

Nonostante la crescita della percentuale di PMI che si quotano sul segmento AIM Italia, a fine 2019, queste imprese hanno una capitalizzazione di mercato pari a solo € 50 mln, rispetto a € 2.800 mln dell'MTA.¹³⁹

¹³³ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2018" (31/05/2019)

¹³⁴ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2019" (29/05/2020)

¹³⁵ Fonte: CONSOB, Bollettino statistico n.16 (giugno 2020)

¹³⁶ Finanza Operativa, Aim Italia: migliora l'efficienza del mercato e la capitalizzazione sale a 5,8 euro mld (23/07/2020)

¹³⁷ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - Rating Advisory e Pianificazione Finanziaria alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare: il nuovo rapporto banca-impresa e il ruolo del Commercialista (8/05/2019)

¹³⁸ Fonte: CONSOB, Bollettino statistico n.16 (giugno 2020)

¹³⁹ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2019" (29/05/2020)

A livello europeo i dati italiani sono molto più bassi, infatti in Francia la capitalizzazione del mercato azionario è pari al 70% e al 60% in Germania,¹⁴⁰ quindi rispetto agli altri Paesi europei, il mercato azionario italiano rimane piccolo, sebbene vi siano stati degli sviluppi.

Il fattore che discrimina maggiormente il mercato azionario italiano, rispetto a quelli dei Paesi europei analoghi, attiene alla dimensione media delle società quotate.¹⁴¹

Per quanto concerne il controvalore degli scambi di azioni delle società quotate su mercati regolamentati o su MTF italiani ed esteri, è diminuito quasi del 18%, tra il 2018 e il 2019.¹⁴²

2.4.2. Il segmento Alternative Investment Market Italia

Il segmento AIM è un mercato non regolamentato che nasce nel 2009 con l'obiettivo di incentivare il ricorso al mercato azionario da parte delle PMI.

Nel 2012 viene accorpato con il MAC (Mercato Alternativo del Capitale), un sistema organizzato di scambi, riservato agli investitori professionali, nato per razionalizzare l'offerta di quotazione per le PMI.

Questo accorpamento, per semplicità, nell'elaborato verrà chiamato AIM Italia.

Il segmento esaminato viene considerato una facility per le PMI, poiché i requisiti di cui devono essere in possesso sono meno gravosi rispetto a quelli degli altri seg-

¹⁴⁰ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - Rating Advisory e Pianificazione Finanziaria alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare: il nuovo rapporto banca-impresa e il ruolo del Commercialista (8/05/2019)

¹⁴¹ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2018" (31/05/2019)

¹⁴² Fonte: CONSOB, Bollettino statistico n.16 (giugno 2020)

menti. Il processo è più rapido ed è prevista l'assistenza da parte di un Nomad (Nominated Adviser), ovvero di un intermediario, il quale, essendo competente in materia, riesce a supportare nel procedimento l'impresa che potrebbe non avere conoscenze sufficienti.

Inoltre, in questo caso, non è prevista la fase di istruttoria svolta da Borsa Italiana e dalla Consob.

Il Nomad deve essere approvato da Borsa Italiana e deve essere iscritto in un apposito registro. Inizialmente, si occupa della valutazione di appropriatezza della società, poi, dopo che ha avuto accesso al listino, assiste quest'ultima nel mantenimento dei requisiti richiesti.

Una PMI per potersi quotare deve avere almeno il 10% del capitale flottante e non meno di un bilancio certificato, il quale può essere redatto secondo principi contabili italiani o internazionali.

Per la quotazione, l'unico documento che deve essere presentato è quello d'ammissione. Successivamente alla quotazione però è previsto l'obbligo di pubblicazione dei resoconti semestrali e annuali, rispettivamente, entro tre mesi ed entro sei dalla chiusura del semestre o dell'esercizio.

Grazie a queste semplificazioni, questo mercato ha avuto molto successo e in dieci anni, da quando è nato nel 2009 al 2019, le imprese quotate sono aumentate del 76%.¹⁴³

A fine 2018, sono centoundici le PMI quotate in questo mercato innovativo di Borsa Italiana, ovvero un terzo del totale delle imprese italiane quotate.

¹⁴³ Incorvati Lucilla – IlSole24ore, Aim Italia, capitalizzazione raddoppiata in cinque anni (23/07/2020)

Nel 2019, si registra il numero più elevato di imprese che si sono quotate in un anno, ovvero trentacinque, probabilmente per la concessione del credito d'imposta sui costi dell'IPO.¹⁴⁴

Attualmente il numero di PMI è pari a centotrentatre.¹⁴⁵

La maggior parte delle società quotate nell'AIM Italia sono nel settore dei beni e dei servizi di consumo, nel settore tecnologico e in quello dei veicoli di investimento quotati (i quali si finanziano sul mercato con la finalità di acquisire o incorporare una società non quotata).¹⁴⁶

Un numero consistente è rappresentato dalle PMI innovative che, nel 2019, sono quasi la metà delle società che si quotano nell'AIM e, per di più, hanno un flottante medio del 35%, quindi più alto di molte altre PMI.¹⁴⁷

Per quanto riguarda le differenze regionali italiane, la regione con più società quotate è la Lombardia, la quale ha il 38% delle PMI ammesse al listino, seguita da Emilia-Romagna (14%) e dal Lazio (12%).¹⁴⁸

A livello di capitalizzazione, quella dell'AIM Italia, durante il 2018, rimane molto bassa, pari all'1% circa di quella totale di Borsa Italiana S.p.A.,¹⁴⁹ ma a settembre 2020 si registra una capitalizzazione di mercato totale pari a € 5,8 mld.¹⁵⁰ Quindi è aumentata in maniera consistente, dato che nel 2009 era partita da circa € 3 mld.¹⁵¹

¹⁴⁴ Finanza Operativa, Aim Italia: migliora l'efficienza del mercato e la capitalizzazione sale a 5,8 euro mld (23/07/2020)

¹⁴⁵ Fonte: Borsa Italiana (9/11/2020)

¹⁴⁶ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2018" (31/05/2019)

¹⁴⁷ Incorvati Lucilla – IlSole24ore, Più liquidità sulle piccole dell'Aim Italia (Febbraio 2020)

¹⁴⁸ Finanza Operativa, Aim Italia: migliora l'efficienza del mercato e la capitalizzazione sale a 5,8 euro mld (23/07/2020)

¹⁴⁹ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2018" (31/05/2019)

¹⁵⁰ Fonte: Borsa Italiana (3/09/2020)

¹⁵¹ Incorvati Lucilla – IlSole24ore, Aim Italia, capitalizzazione raddoppiata in cinque anni (23/07/2020)

A livello percentuale, attualmente, la capitalizzazione rappresenta il 9% di quella totale dei mercati,¹⁵² per cui una percentuale ancora modesta.

Sono aumentati anche i volumi del mercato e il controvalore degli scambi, quest'ultimo è incrementato del 19,21%, arrivando a € 2,9 mld.¹⁵³

Per quanto riguarda i soggetti detentori delle azioni, ben il 54% della capitalizzazione del segmento AIM Italia è detenuta da investitori italiani,¹⁵⁴ ciò indica che quest'ultimi sono incentivati a sostenere le imprese più piccole.

Inoltre, nell'azionariato delle PMI quotate ci sono centonove investitori istituzionali, di cui il 23% sono italiani e il 77% sono esteri,¹⁵⁵ pertanto le imprese in parte dipendono da istituzioni estere piuttosto che da quelle italiane.

Negli ultimi anni è cresciuto il numero delle istituzioni che investono nelle PMI e ciò è un effetto dell'aumento della fiducia verso le imprese quotate su questo segmento, dato che nel 2015 erano pari solo a ottanta.¹⁵⁶

Gli effetti positivi della quotazione delle PMI in questo mercato sono palesi. Infatti, il 77% delle imprese quotate ha registrato una crescita nei ricavi del 17% e c'è stato un incremento della forza lavoro del 50%, la quale risulta più qualificata. Quest'ultimo aspetto è molto importante dato che, a livello europeo, il problema che le imprese riscontrano maggiormente è il fatto che non riescono a trovare dipendenti qualificati.¹⁵⁷

¹⁵² Finanza Operativa, Aim Italia: migliora l'efficienza del mercato e la capitalizzazione sale a 5,8 euro mld (23/07/2020)

¹⁵³ Incorvati Lucilla – IlSole24ore, Più liquidità sulle piccole dell'Aim Italia (Febbraio 2020)

¹⁵⁴ Incorvati Lucilla – IlSole24ore, Aim Italia, capitalizzazione raddoppiata in cinque anni (23/07/2020)

¹⁵⁵ Finanza Operativa, Aim Italia: migliora l'efficienza del mercato e la capitalizzazione sale a 5,8 euro mld (23/07/2020)

¹⁵⁶ Op. cit. Finanza Operativa (23/07/2020)

¹⁵⁷ Fonte: BCE – "Survey on the Access to Finance of Enterprises", 21° rapporto (29/11/2019)

Quindi le imprese quotate aumentano il loro valore in maniera veloce e consistente e questo è dimostrato anche dal fatto che, dal 2013 al 2019, sedici società sono passate dal segmento AIM Italia all'MTA o al segmento STAR.¹⁵⁸

Per quanto riguarda la regolamentazione, dal 20 luglio e dal 16 settembre 2020, sono entrate in vigore delle importanti novità relative a questo segmento.

È stata modificata la disciplina del Nomad e sono stati introdotti dei nuovi requisiti di ammissione e dei nuovi obblighi per le società quotate.¹⁵⁹

Con questa modifica del Regolamento AIM Italia, è stato introdotto il segmento riservato agli investitori professionali, per aumentare il numero degli emittenti. Infatti, questo nuovo Segmento Professionale ha come emittenti le società che vogliono accedere gradualmente al mercato o le società che non hanno urgente necessità di capitali e preferiscono attendere condizioni di mercato migliori. Altrimenti, dato che le negoziazioni possono essere eseguite solo da investitori professionali, vi ricorrono le imprese qualora il prodotto offerto sia complesso e non adeguato per i clienti al dettaglio.

Se un'impresa già emittente nell'AIM Italia presentasse domanda di ammissione nel Segmento professionale, il flottante minimo richiesto sarebbe del 10% del capitale, altrimenti è sufficiente che le azioni siano ripartite almeno tra cinque investitori, i quali non devono essere parti correlate o dipendenti della società o del gruppo.¹⁶⁰

Il documento di ammissione alla quotazione è semplificato e, poiché le esigenze degli investitori e la liquidità del mercato sono differenti, sono previste specifiche modalità di negoziazione. In particolare, quest'ultime si basano su un unico prezzo giornaliero e il lotto minimo previsto è di € 5.000.¹⁶¹

¹⁵⁸ Incorvati Lucilla – *IlSole24ore*, Aim Italia, capitalizzazione raddoppiata in cinque anni (23/07/2020)

¹⁵⁹ Incorvati Lucilla - *IlSole24ore*, "BORSA VARA LE NUOVE REGOLE PER AIM ITALIA" (7/07/2020)

¹⁶⁰ Fonte: Testo completo delle modifiche al regolamento dell'AIM Italia (Luglio 2020)

¹⁶¹ *Ibidem*

Sono state introdotte anche nuove disposizioni relative alla governance e alla trasparenza. Le società dovranno nominare un amministratore indipendente, per la tutela del regolare andamento del mercato, e individuare un investor relations manager, il quale funge da riferimento per gli investitori.

Per quanto concerne la figura del Nomad, è previsto che questo non possa più operare per altri soggetti differenti dal proprio cliente emittente AIM Italia, nel caso di operazioni straordinarie, a meno che non vi sia un'informativa e l'emittente dia esplicito consenso.

Tra le previsioni più importanti, viene eliminato il requisito minimo di flottante richiesto per l'ammissione al mercato AIM Italia e le negoziazioni possono essere sospese, se il prezzo delle azioni risulti inferiore a € 0,01 per sei mesi o se la società emittente intenda eseguire un'operazione che faccia scendere il valore delle azioni sotto a € 0,01.¹⁶²

Infine, sono aumentati gli obblighi degli emittenti riguardo i documenti che devono essere pubblicati periodicamente, per aumentare la trasparenza del mercato.¹⁶³

2.4.3. Il mercato obbligazionario

Le obbligazioni sono uno strumento finanziario emesso da una società privata, con la finalità di finanziare parte del fabbisogno finanziario, e sottoscritto da investitori, che hanno lo scopo di avere un ritorno economico rappresentato dal capitale e dagli interessi.

Ogni titolo attiene ad un'unica operazione di finanziamento, tutti hanno lo stesso valore nominale, con gli stessi diritti e possono essere quotati o non quotati.

¹⁶² Fonte: Testo completo delle modifiche al regolamento dell'AIM Italia (Luglio 2020)

¹⁶³ Ibidem

L'impresa emittente si impegna a rimborsare il capitale ricevuto degli investitori tramite dei pagamenti periodici, in base alle condizioni prestabilite. Il rendimento sarà composto dalla quota capitale e dagli interessi, ma ci può essere anche un capital gain dato dall'acquisto del titolo ad un prezzo inferiore rispetto a quello a cui viene rivenduto o a quello che viene rimborsato in totale. Quindi, rispetto ad un titolo azionario, le obbligazioni sono più sicure.

Il comparto gestito da Borsa Italiana S.p.A. relativo alle obbligazioni si divide in: Mercato Telematico Obbligazionario (MOT), nel quale vengono negoziati titoli di debito delle imprese o Titoli di Stato; ExtraMOT, un multilateral trading facilities; ExtraMOT PRO, finalizzato ad incentivare l'accesso al listino per le PMI.

Il MOT è il primo tra i mercati retail di titoli a tasso fisso, a livello europeo, per negoziazioni e controvalore, ed è un modello di eccellenza a livello internazionale. Le obbligazioni private possono essere emesse anche sul mercato ExtraMOT PRO, il quale nasce nel 2013 ed è riservato agli investitori professionali.

Le PMI tramite quest'ultimo segmento, più flessibile e agevole, riescono ad accedere agli investitori istituzionali senza ricorrere al mercato regolamentato. Infatti, nel mercato ExtraMOT PRO, non sono previsti volumi minimi di emissione, le scadenze variano tra cinque e sette anni e le cedole possono essere fisse o variabili. Per di più, le obbligazioni non necessitano di un rating e non è prevista tutta la documentazione di ammissione generalmente richiesta.¹⁶⁴

Negli ultimi anni, nell'eurozona, c'è stato un ampio ricorso per le imprese al mercato obbligazionario, però si tratta principalmente di imprese medio-grandi, le quali nel tempo hanno sostituito il credito bancario con i prestiti obbligazionari.¹⁶⁵

¹⁶⁴ Association for Financial Markets in Europe - Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee (Settembre 2015)

¹⁶⁵ Longo Morya - IlSole24ore, Dal 2008 i bond aziendali hanno compensato il 70% del credito perso (14/02/2019)

Nel 2007, solo il 5,9% del totale dei debiti finanziari delle imprese italiane era rappresentato da obbligazioni, mentre nel 2017 questa percentuale arriva a 13,4%.¹⁶⁶ Alla fine del 2017, a livello europeo, le obbligazioni societarie rappresentano in media il 23% circa del totale europeo dei finanziamenti esterni e l'Italia, con la Germania, sono tra i Paesi con la percentuale più bassa.

Invece, se vengono considerate solo le operazioni a medio lungo termine, il ricorso alle obbligazioni, sale a 22,5%, rispetto al 13,4%, per l'Italia, e a 26%, per l'intera eurozona,¹⁶⁷ quindi le imprese preferiscono utilizzare questi mezzi di finanziamento non per gli investimenti di breve termine.

Nel 2018, il ricorso delle società non finanziarie al mercato obbligazionario è stato più contenuto a causa dell'aumento dei costi relativi alla raccolta,¹⁶⁸ ma la quota dei titoli emessi è aumentata del 13%, una percentuale analoga alla media europea.¹⁶⁹

Durante il 2019 il ricorso ai prestiti obbligazionari è aumentato ed è stata registrata la percentuale più elevata di aumento dei corporate bond, i quali sono incrementati del 79% rispetto al 2018.

In particolare, le società non finanziarie italiane hanno emesso obbligazioni per un valore di € 21 mld, rispetto ai € 15 mld del 2018, arrivando all'8% del PIL.¹⁷⁰

Questo record è stato possibile grazie all'elevata liquidità sul mercato data dai bassi tassi di interesse sui titoli di Stato.

Invece, nell'ultimo periodo il controvalore degli scambi dei titoli emessi da società private è diminuito del 4,3%, a causa di una diminuzione nelle negoziazioni, ad

¹⁶⁶ Longo Morya - IlSole24ore, Dal 2008 i bond aziendali hanno compensato il 70% del credito perso (14/02/2019)

¹⁶⁷ Carletti Silvano – QuiFinanza, Banche addio: così le imprese si finanziano altrove (24/04/2018)

¹⁶⁸ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2018" (31/05/2019)

¹⁶⁹ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, "Rating Advisory e Pianificazione Finanziaria alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare: il nuovo rapporto banca-impresa e il ruolo del Commercialista" (8/05/2019)

¹⁷⁰ Fonte: Banca d'Italia, "Relazione annuale – anno 2019" (29/05/2020)

eccezione del segmento MOT.¹⁷¹ Per quest'ultimo in particolare è stato registrato un incremento del 16,3%.¹⁷²

Tendenzialmente, per ricorrere all'emissione di obbligazioni, la dimensione media richiesta è di € 20 mln circa, anche se il minimo si attesta sui € 5 mln,¹⁷³ per cui, per incentivare il ricorso a questa fonte di finanziamento da parte delle PMI, sono stati introdotti i minibond (Capitolo 3).

2.5. Gli effetti del Covid-19 sulle fonti di finanziamento tradizionali

La pandemia mondiale ha colpito tutto il settore economico, comportando un cambiamento delle abitudini e nelle scelte, tra le quali quelle relative alle fonti di finanziamento. In particolare, circa quattro imprese su cinque hanno preso decisioni differenti da quelle dell'anno precedente.¹⁷⁴

Innanzitutto, la diminuzione della domanda nazionale ed estera ha comportato una contrazione della liquidità delle imprese dovuta al calo del fatturato, che ha disincentivato, o reso quasi impossibile, il ricorso all'autofinanziamento come fonte di finanziamento principale, passando da 73,4% (nel 2018) a 29,1%.

Le imprese, in parte, sono riuscite a limitare i problemi di liquidità grazie alle misure varate dal Governo, però hanno dovuto comunque richiedere maggiori finan-

¹⁷¹ Fonte: CONSOB, Bollettino statistico n.16 (giugno 2020)

¹⁷² Ibidem

¹⁷³ Association for Financial Markets in Europe - Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee (Settembre 2015)

¹⁷⁴ Fonte: Istat, Il finanziamento delle imprese nell'emergenza (14/07/2020)

ziamenti esterni, principalmente rappresentati da fonti di finanziamento tradizionali: credito bancario (da 44,2% nel 2018 a 71,4%) e credito commerciale (da 16,8% nel 2018 a 40,9%).¹⁷⁵

Si è registrato anche un aumento della leva finanziaria la quale varia tra il 73% al 117% in base al settore considerato, ma questi debiti saranno sostenibili dati i bassi tassi di interesse che vengono attualmente applicati e al rafforzamento patrimoniale ampiamente avviato dopo il 2008.¹⁷⁶

L'incertezza derivante dalla pandemia globale ha fatto sì che si registrassero solo tre nuove quotazioni nel primo semestre del 2020 e si raccogliessero € 25 mln.¹⁷⁷

Le imprese che non hanno avuto la necessità di modificare le proprie fonti di finanziamento sono quelle che hanno la produttività più elevata e hanno risentito in maniera esigua degli effetti del Covid-19.

Infatti, da un'indagine condotta dall'Istat risulta che le imprese meno dinamiche e aperte ai cambiamenti, le quali continuano, anche con difficoltà, ad autofinanziarsi o ad intensificare il rapporto con le banche, sono quelle che riescono a contenere meno gli effetti negativi.¹⁷⁸

¹⁷⁵ Fonte: Istat, Il finanziamento delle imprese nell'emergenza (14/07/2020)

¹⁷⁶ Fonte: Consob, La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata (Luglio 2020)

¹⁷⁷ Incorvati Lucilla – *IlSole24ore*, Crowdfunding, minibond, private equity: la finanza alternativa per le Pmi vale 2,7 miliardi (5/12/2020)

¹⁷⁸ Fonte: Istat, Il finanziamento delle imprese nell'emergenza (14/07/2020)

Capitolo 3. Fonti di finanziamento alternative delle PMI

3.1. L'introduzione delle fonti di finanziamento alternative

Le fonti di finanziamento alternative sono tutti quei canali, introdotti recentemente, tramite i quali le imprese possono finanziarsi, qualora decidano di non approvvigionarsi di risorse tramite il settore bancario o il mercato azionario o obbligazionario.

Questi mezzi innovativi sono creati principalmente per le PMI, le quali presentano le maggiori difficoltà di accesso al credito bancario e sulle quali i costi di quotazione gravano in maniera più elevata.

Data l'importanza per l'economia delle imprese con meno di 250 addetti, negli ultimi anni sono state istituite misure di sostegno alla capitalizzazione e alla crescita dimensionale delle PMI, come ad esempio, gli incentivi alle start-up e alle imprese innovative o gli incentivi per l'investimento dei fondi pensione in equity delle PMI. Inoltre, sono stati introdotti l'istituto del crowdfunding, la possibilità di mettere minibond ed è stato rafforzato il segmento AIM Italia finalizzato alla quotazione delle PMI (Paragrafo 2.4.2).

Le imprese ricorrono a questi strumenti ancora limitatamente, ma le percentuali sono in grande crescita.

Molte di queste fonti alternative, definite anche come complementari, sono rese possibili altresì grazie al FinTech (Financial Technology), ovvero al fatto che la finanza è tutta collegata sulla rete e molti scambi hanno luogo o vengono semplicemente agevolati tramite internet.

Il fenomeno del FinTech inizia negli anni '80 quando i mercati diventano telematici e vengono introdotte delle nuove sedi di negoziazione e delle nuove regole adeguate agli scambi elettronici e non più alle grida.

Con lo sviluppo sempre più rapido della tecnologia, si stanno trasformando i prodotti, ma anche gli attori dei mercati e la regolamentazione.

L'innovazione tecnologica fa sì che le imprese abbiano a disposizione maggiori possibilità di crescita, i mercati si sviluppano, però allo stesso tempo nascono nuovi problemi e rischi. Per questo è molto importante il compito delle Autorità di vigilanza, le quali devono garantire la sicurezza e la trasparenza delle negoziazioni. Inoltre, è essenziale che vi sia una disciplina che prevenga e preveda la risoluzione dei problemi legati alle transazioni on-line.

Nei prossimi paragrafi verranno definite nel dettaglio le fonti di finanziamento alternative delle PMI, nonché la loro evoluzione temporale negli anni più recenti, fino al 2020, evidenziando anche gli effetti del Covid-19.

3.2. Crowdfunding

3.2.1. Disciplina generale

Le piattaforme di crowdfunding sono una forma innovativa di finanziamento, di derivazione anglosassone, introdotta con il D.L. 18 ottobre 2012 n.179, convertito nella Legge n.221 del 17 dicembre 2012.

L'obiettivo inizialmente era agevolare le start-up innovative, ma successivamente, con il D.L. 50/2017, la disciplina è stata riconosciuta a tutte le PMI costituite in forma di S.r.l.¹⁷⁹

¹⁷⁹ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende (15/04/2019)

La normativa prevedeva lo strumento del crowdfunding come un canale per raccogliere capitali da un numero consistente di investitori, i quali possono partecipare al progetto imprenditoriale proposto, anche con un piccolo contributo.

Uno dei problemi principali del crowdfunding è che non è al momento vigente una disciplina comune a livello europeo e questo potrebbe non tutelare i soggetti che vogliono usufruire di queste piattaforme. Inoltre, questi canali di finanziamento potrebbero rendere il mercato volatile e poco liquido.

Altra difficoltà riscontrata per le imprese è il fatto che devono necessariamente offrire delle operazioni attraenti per i potenziali partecipanti, altrimenti non andranno sicuramente a buon fine.

Le PMI italiane possono ricorrere a questa fonte di finanziamento grazie all'art.2468, comma 1, c.c., il quale riconosce loro la possibilità di raccogliere capitale attraverso portali on-line, offrendo quote sociali (Equity crowdfunding).

Nel TUF il crowdfunding è stato inserito tra le definizioni dell'art.1, in particolare il comma 5-novies prevede che per *“portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali, si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione nella raccolta di capitale di rischio da parte delle PMI, delle imprese sociali e degli OICR o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese”*.¹⁸⁰

Tramite queste piattaforme on-line, come già ribadito, le imprese riescono a finanziarsi, attraverso tramite capitale azionario piuttosto che prestiti.

In realtà, per alcuni studiosi questa forma di finanziamento nasce nel 1700 con le prime forme di microcredito.

Inizialmente il crowdfunding non era uno strumento speculativo e i finanziatori donavano il denaro. Nel tempo, infatti venne utilizzato per finanziare anche monumenti, quali ad esempio la Statua della Libertà o la Sagrada Familia, o campagne

¹⁸⁰ Art. 1, comma 5-novies, TUF

elettorali, come ha fatto Obama, o gruppi musicali, apportando una quota partecipativa di qualsiasi cifra, infatti per la Statua della Libertà, la maggioranza dei finanziatori partecipò con meno di \$ 1.

Queste erano attività senza scopo di lucro, mentre ora è diventato una vera e propria attività d'impresa, anche se è prevista tuttora la possibilità di fare donazioni.

Recentemente, sono stati introdotte tantissime tipologie di piattaforme nelle quali sono previsti diversi profilo di rischio e ogni investitore può conferire importi più o meno esigui.

Solitamente le piattaforme prevedono una commissione media fissa annuale, per i prestatori, pari all'1% del valore del prestito.

A volte non viene agevolata l'entrata da parte di start-up poiché alcune piattaforme applicano dei tassi di interesse analoghi a quelli dei finanziamenti tradizionali o richiedono determinati requisiti (ad esempio un livello minimo di reddito annuo).¹⁸¹

Infatti, in Italia, è in vigore un modello limited-access, nel quale i gestori valutano le imprese che non possono pubblicare autonomamente la propria offerta, quindi l'opposto di un modello free-access.¹⁸² Questo, appunto, non rende semplice l'accesso a questa tipologia di canale di finanziamento e molte imprese che fanno richiesta vengono respinte.

In Italia la disciplina è contenuta nel Regolamento n.18.592/2013, con le successive modifiche e integrazioni, di cui l'ultima versione è entrata in vigore il 3 gennaio 2018.¹⁸³

Il 10 ottobre 2019, con la delibera della Consob, sono state approvate le modifiche del Regolamento Crowdfunding ed è stata introdotta la possibilità di offrire, sulle

¹⁸¹ Association for Financial Markets in Europe - Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee (Settembre 2015)

¹⁸² Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende (15/04/2019)

¹⁸³ Op. cit. Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili (15/04/2019)

piattaforme, anche obbligazioni e titoli di debito emessi dalle PMI, aggiungendo un ulteriore comma all'art.100-ter TUF.¹⁸⁴

In alcuni Paesi europei, il crowdfunding viene molto più utilizzato rispetto all'Italia, e il Regno Unito è il Paese con i dati più elevati.

3.2.2. I gestori e i partecipanti

Nel crowdfunding intervengono tre soggetti: il creator, colui che crea il progetto e lo pubblica; il gestore della piattaforma on-line; i crowdfunders, ovvero i finanziatori.

I gestori dei portali on-line, in base all'art.50-quinquies del TUF, sono iscritti in un apposito albo che contiene una sezione ordinaria o una sezione speciale. Nella prima vi sono i gestori autorizzati dalla Consob, dopo la verifica della sussistenza di determinati requisiti, mentre la seconda contiene le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, le quali hanno comunicato alla Consob l'inizio dell'attività di gestione di portali on-line.

Il Regolamento Consob prevede due regimi regolamentari distinti a seconda che il portale on-line sia gestito da una banca o SIM oppure da un soggetto diverso. In quest'ultimo caso il gestore sarà tenuto a trasmettere gli ordini di adesione ad un soggetto abilitato, fornendo quindi un servizio di mera ricezione e trasmissione di ordini. Inoltre, i soggetti della sezione ordinaria non possono offrire strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti dello stesso gruppo.

Il gestore può compiere qualsiasi azione idonea alla promozione dell'offerta, ma è previsto il divieto di detenere le quote raccolte.

¹⁸⁴ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende (15/04/2019)

Per tutelare gli investitori, soprattutto quelli non professionali, sono stati previsti degli obblighi che devono essere rispettati dai gestori delle piattaforme, ovvero: devono essere messe a disposizione tutte le informazioni tramite un modello standard redatto dalla Consob e devono essere tutelate le minoranze, verificano che almeno il 5% del capitale raccolto, in ogni singola offerta, sia detenuto da soggetti qualificati, soglia che diventa del 3% se l'offerente ha bilanci certificati.¹⁸⁵

La vigilanza sui gestori è affidata alla Consob la quale ha anche poteri relativi alla richiesta di dati o informazioni e la violazione delle normative comporta una sanzione amministrativa pecuniaria, che va da € 500 a € 25.000, insieme all'eventuale sospensione dell'attività.

Tra i gestori italiani più importanti c'è la piattaforma Crowdfundme, la quale in quattro anni ha raccolto € 11,6 mln¹⁸⁶ ed è anche la prima società fintech quotata in Italia.

Per quanto concerne i partecipanti, questi sono coloro che apportano capitali a fronte delle offerte immesse dalle società con motivazioni eterogenee.¹⁸⁷

Gli investitori possono essere soggetti privati o imprese, ma spesso non sono professionisti, per cui sono state previste delle tutele.

In questo caso, infatti, prima di fare un ordine, l'investitore dovrà compilare un questionario nel quale prende visione delle caratteristiche e dei rischi dell'offerta e tramite questo viene anche fatta la profilatura obbligatoria prevista dalla Direttiva MiFID, per le sottoscrizioni superiori a determinate soglie.¹⁸⁸

¹⁸⁵ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende (15/04/2019)

¹⁸⁶ Lucilla Incorvati – IlSole24Ore, PLUS24, Il crowdfunding guarda alla Borsa (Edizione 01/2019)

¹⁸⁷ Butticè Vincenzo, Di Pietro Francesca – International Review of Financial Analysis, Volume 71, Caratteristiche istituzionali e sviluppo del crowdfunding nei paesi (Ottobre 2020)

¹⁸⁸ Op. cit. Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti (15/04/2019)

Inoltre, per tutelare i crowdfunders, è riconosciuto ai sottoscrittori non professionali il diritto di recedere dall'ordine di sottoscrizione senza spese entro sette giorni. Questa facoltà viene chiamata "diritto di pentimento" e viene previsto per evitare che l'investitore prenda scelte in modo frettoloso, vista la facilità di effettuare un ordine sui portali on-line. Altrimenti, può essere proposta la revoca nel caso in cui tra l'inizio e la chiusura dell'offerta siano scaturiti fatti rilevanti o se le informazioni fornite fossero errate.¹⁸⁹

Sia il recesso che la revoca comportano il non perfezionamento dell'offerta.

Tra il 2014 e il 2018, il numero degli investitori è aumentato in maniera significativa (Tabella 3.1). Le percentuali sono cresciute ogni anno, in modo sempre più elevato con il passare degli anni, ma la variazione percentuale più elevata si è registrata tra il 2016 e il 2017 (+342%).

Nel 2018 il numero assoluto dei crowdfunders è aumentato in maniera significativa e, da 3.250 nel 2017, è arrivato a quasi 9.500,¹⁹⁰ probabilmente per la diffusione della conoscenza di questo strumento innovativo, ma anche per la recente introduzione di agevolazioni fiscali finalizzate a chi investe in start up o PMI innovative.

3.1 Andamento dati relativi ai partecipanti

| | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Numero sottoscrittori | 9.444 | 3.250 | 736 | 195 | 133 |
| Importo medio per investitore | 3.804 | 3.627 | 5.683 | 7.882 | 9.572 |

Nostre elaborazioni

Fonte dati: Consob

¹⁸⁹ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende (15/04/2019)

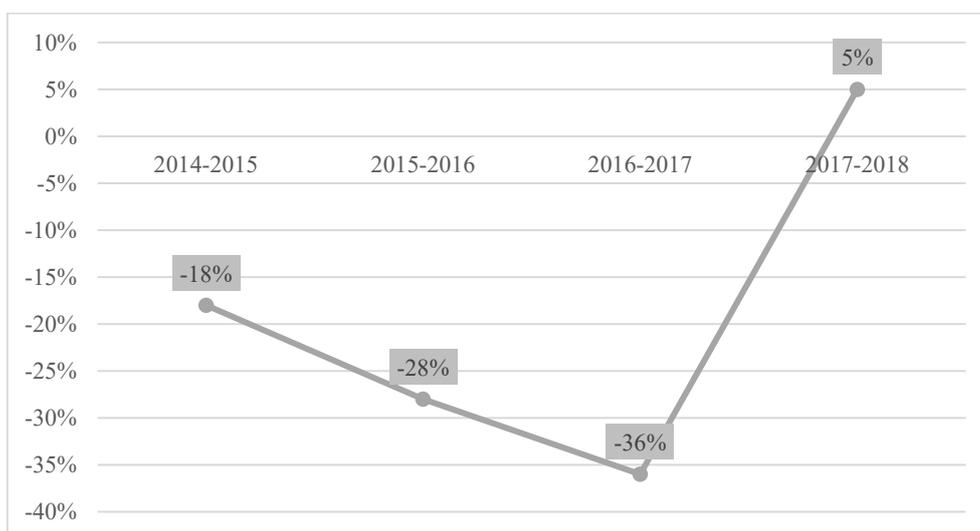
¹⁹⁰ Op. cit. Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti (15/04/2019)

Invece l'importo medio per investitore è diminuito, come è possibile vedere dalla Tabella 3.1, e la percentuale di variazione media in tutto il periodo considerato è pari a -60%.

Tendenzialmente, si registra un andamento decrescente (Grafico 3.1), passando da -18%, tra il 2014 e il 2015, a -36%, tra il 2017 e il 2018.

Tra il 2017 e il 2018 si registra un cambio di tendenza infatti l'importo medio tra un anno e l'altro aumenta:

3.1 Variazioni percentuali importo medio per investitore



Nostre elaborazioni

Fonte dati: Consob

Successivamente il trend continua a crescere, anche perché nel 2019 la Consob ha stabilito le categorie, oltre ai professionisti individuali, che possono sottoscrivere le obbligazioni e i titoli di debito offerti dalle PMI, tra cui i mini-bond, fino a massimo € 8 mln.¹⁹¹

¹⁹¹ Il Sole 24 Ore, Crowdfunding aperto alle obbligazioni (27/10/2019)

3.2.3. *Equity crowdfunding e Lending crowdfunding*

Tramite le piattaforme di Equity crowdfunding gli investitori possono acquistare azioni societarie, diventando soci.

Questa tipologia di crowdfunding è l'unica disciplinata in Italia dal Regolamento Consob, quindi inclusa nel TUF.

I rischi principali sono legati alla liquidità, alla perdita del capitale investito e alla mancanza di dividendi, nonché alla possibilità che vi siano iniziative illecite o truffe.¹⁹² Solitamente infatti gli strumenti finanziari emessi sulle piattaforme di crowdfunding sono illiquidi poiché non possono essere negoziati nei mercati organizzati finché l'impresa è considerata una start up innovativa. Inoltre, se l'offerta non va a buon fine, l'investitore può perdere la quota investita e questo accade spesso soprattutto per le PMI innovative che operano in settore specifici.

Per quanto riguarda i dividendi, il D.L. 179/2012 vieta la distribuzione fin tanto che l'impresa mantiene le caratteristiche di start up innovativa, quindi i partecipanti per i primi anni non avranno un ritorno economico sottoforma di dividendo.

L'operazione di equity crowdfunding si differenzia dall'IPO (offerta pubblica iniziale), la quale viene fatta in Borsa, poiché il prezzo viene definito prima dell'inizio dell'offerta.

Possono essere distinte tre fasi successive per questa tipologia di operazioni: pubblicazione dell'offerta; raccolta; chiusura.¹⁹³

Inizialmente l'impresa propone al gestore di pubblicare la propria offerta, comunicando requisiti, caratteristiche, rischi, opportunità ed eventuali condizioni che comportano il mancato buon fine dell'operazione. Inoltre, la PMI deve predisporre un

¹⁹² Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende (15/04/2019)

¹⁹³ Op. cit. Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti (15/04/2019)

Documento Informativo destinato agli investitori, aprire un conto corrente in una banca convenzionata con il gestore e consegnare tutto il materiale informativo.

Successivamente il gestore pubblica l'offerta, la quale non può superare gli € 8 mln,¹⁹⁴ in base al Regolamento Emittenti Consob, ma l'impresa durante tutta la durata dell'offerta sarà tenuta a modificare i dati forniti, se dovessero variare.

Durante la fase della raccolta, gli investitori hanno il diritto di richiedere qualsiasi informazione relativa all'offerta.

La chiusura ci sarà alla fine del termine previsto o se viene raggiunto il capitale obiettivo. Qualora venga raggiunto il capitale minimo programmato, l'offerta si dice che è andata a buon fine.

Uno dei vantaggi, per le imprese, conseguenti all'equity crowdfunding concerne il fatto che i sottoscrittori diventano soci, per cui condividono il rischio d'impresa con il/i fondatore/i dell'azienda e hanno interesse ad incrementare il valore dell'azienda nel medio lungo periodo, situazione che non sussiste nel caso in cui ci si finanzia tramite intermediari tradizionali.

Tra le motivazioni più rilevanti per cui le imprese decidono di non ricorrere al crowdfunding vi è il fatto che molte aziende sono a conduzione familiare, per cui sono restie a nuovi investitori, sostanzialmente la stessa causa per cui non ricorrono al mercato azionario.

Possono essere adottati due diversi modelli per queste operazioni: “*all-or-nothing*” (o threshold model) “*keep it all*” (o flexible funding).¹⁹⁵

Nella prima tipologia la quota di capitale target deve essere raggiunta entro la scadenza prefissata inizialmente. Nel caso in cui le risorse finanziarie raccolte non

¹⁹⁴ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende (15/04/2019)

¹⁹⁵ Op. cit. Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili (15/04/2019)

siano sufficienti, il finanziamento si considera non andato a buon fine e il denaro verrà restituito.

Nel secondo modello, se il finanziamento fallisce, la somma non verrà restituita ai partecipanti, ma rimangono all'impresa emittente.

La scelta ovviamente è anche legata al tipo di settore in cui opera la PMI e se sono necessari importanti investimenti iniziali sarà scelto il primo tipo.

La prima tipologia può essere considerata migliore perché in questo modo non vanno a buon fine i progetti sottodimensionati e più rischiosi, accrescendo la fiducia nei progetti che non falliscono.

Oltre a questi portali di Equity crowdfunding, ci sono anche le piattaforme di Lending crowdfunding nelle quali il finanziatore può conferire una somma che poi verrà restituita dal creator con degli interessi. Per cui, per l'impresa, è come se fosse un'operazione di finanziamento bancario o una specie di emissione di titoli di debito, mentre, per il crowdfunder, è un investimento con un tasso di interesse molto elevato perché solitamente i progetti sono rischiosi.

Questo tipo è contenuto nel diritto bancario poiché è disciplinato dalla PSD.

I risultati di uno studio mostrano che il ricorso al lending crowdfunding è più elevato nelle società meno consolidate, mentre il crowdfunding azionario viene utilizzato dalle imprese che sono più orientate al lungo periodo.¹⁹⁶

¹⁹⁶ Butticè Vincenzo, Di Pietro Francesca – International Review of Financial Analysis, Volume 71, Caratteristiche istituzionali e sviluppo del crowdfunding nei paesi (ottobre 2020)

3.2.4. L'espansione del crowdfunding e le conseguenze per le PMI

Da uno studio svolto su ventisette Paesi, tra il 2014 e il 2017, risulta che il mercato del crowdfunding è legato alle caratteristiche delle istituzioni formali (regole politiche, economiche e contrattuali) e informali (valori, credenza, comportamenti), le quali influenzano anche le scelte degli offerenti di capitali.¹⁹⁷

Dai risultati è evidente che il crowdfunding ha un peso maggiore nei Paesi che hanno un mercato finanziario sviluppato e un ambiente legale favorevole. In particolare, i fattori formali principali che determinano la crescita del crowdfunding sono: regolamentazione, sviluppo finanziario, facilità di accesso a Internet. Invece, i fattori informali più importanti riscontrati sono: tendenza ad evitare l'incertezza, orientamento non al breve termine.¹⁹⁸

Quanto detto è facilmente comprensibile, soprattutto per quanto riguarda l'aspetto della qualità delle normative, perché è ovvio che se sono previsti alti requisiti e numerosi limiti all'imprenditorialità, anche il mercato del crowdfunding non si svilupperà facilmente. Per quanto riguarda lo sviluppo del mercato finanziario, quest'ultimo incentiverà sia gli investitori che gli offerenti poiché sarà anche più agevole l'uscita da un investimento.

L'aspetto dell'incertezza è molto importante e tramite le piattaforme di crowdfunding viene percepito limitatamente. È comprensibile, per tutti i soggetti, che l'incertezza blocchi delle scelte, infatti le imprese avranno timore ad impegnarsi in attività rischiose e i partecipanti non saranno incentivati ad investire i propri risparmi in operazioni che non avranno un ritorno economico.

¹⁹⁷ Butticiè Vincenzo, Di Pietro Francesca – International Review of Financial Analysis, Volume 71, Caratteristiche istituzionali e sviluppo del crowdfunding nei paesi (Ottobre 2020)

¹⁹⁸ Op. cit. Butticiè Vincenzo, Di Pietro Francesca – I. R. F. A. (Ottobre 2020)

Il crowdfunding elude proprio questo problema e questo è una delle cause che ha portato ad una notevole espansione di questa fonte di finanziamento. Infatti, i soggetti, investendo meno capitale, avranno un rischio contenuto, in più saranno “*guidati da una logica di comunità*”,¹⁹⁹ per cui i progetti offerti sembreranno meno rischiosi e daranno un senso di appartenenza ad un gruppo, pertanto a volte l’obiettivo non è neanche il rendimento finanziario.

Un altro motivo per cui è cresciuto questo canale di finanziamento, è legato al fatto che si riescono ad effettuare operazioni di lungo termine, poiché investendo in attività innovative si avranno rendimenti positivi non solo nel breve periodo.

Infine, dal medesimo studio si evince che nel giro di tre anni c’è stata una crescita esponenziale e, nel 2017, il Paese con il mercato di crowdfunding più esteso è la Cina (circa \$ 358 mld), seguita da Stati Uniti (\$ 48 mld) e Regno Unito (\$ 7 mld).²⁰⁰ Il crowdfunding si sta sviluppando velocemente anche in Italia e questo è testimoniato dai dati raccolti della Consob (Tabella 3.2), relativi agli anni tra il 2014 e il 2018:

3.2 Andamento della raccolta tramite crowdfunding

| | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 |
|-----------------------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| Campagne andate a buon fine | 113 | 50 | 17 | 5 | 4 |
| Ammontare raccolto | 36.109.000 | 11.788.000 | 4.182.909 | 1.536.991 | 1.297.000 |
| Ammontare medio raccolto | 319.548 | 235.760 | 246.053 | 307.398 | 324.250 |

Nostre elaborazioni

Fonte dati: Consob

¹⁹⁹ Butticiè Vincenzo, Di Pietro Francesca – International Review of Financial Analysis, Volume 71, Caratteristiche istituzionali e sviluppo del crowdfunding nei paesi (ottobre 2020)

²⁰⁰ Op. cit. Butticiè Vincenzo, Di Pietro Francesca – I. R. F. A. (ottobre 2020)

Dalla Tabella 3.2 è possibile vedere quanto siano aumentati i numeri assoluti dal 2014 al 2018, ma rimangono comunque neanche paragonabili a quelli dei Paesi sopra citati. Per rendere più chiara e veloce l'analisi sono state inserite anche le variazioni percentuali dei valori (Tabella 3.3).

Negli anni sono aumentate le raccolte andate a buon fine, soprattutto, in termini percentuali, tra il 2015 e il 2016.

Invece, per quanto riguarda l'ammontare raccolto tramite il crowdfunding, è enormemente aumentato e, tra il 2014 e il 2018, c'è stata una crescita del 2.684% (Tabella 3.3), con una differenza assoluta di quasi € 35 mln.

Per quanto concerne gli ultimi anni, nel 2017, c'è stato un aumento della raccolta pari al 182%, infatti è l'anno in cui si registra la percentuale più elevata di crescita del numero dei sottoscrittori ed è lo stesso periodo in cui la variazione percentuale relativa all'importo medio raccolto per investitore è la più bassa (Grafico 3.1).

Lo stesso anno, le imprese che hanno raccolto capitali tramite queste piattaforme sono state ottanta.²⁰¹

Nel 2018, le PMI sono aumentate arrivando fino a centotredici²⁰² e la raccolta totale è di € 36 mln, con una crescita di 206 punti percentuali.

Inoltre, è aumentata anche la quantità raccolta per ciascuna offerta che arriva a € 316.000, soprattutto per l'incremento del numero dei sottoscrittori (Tabella 3.1).²⁰³

Infatti questo è l'unico periodo in cui si registra un aumento nell'importo medio per crowdfunder (Grafico 3.1).

²⁰¹ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende (15/04/2019)

²⁰² Op. cit. Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili (15/04/2019)

²⁰³ Op. cit. Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili (15/04/2019)

3.3 Andamento % della raccolta tramite crowdfunding

| | 2017/2018 | 2016/2017 | 2015/2016 | 2014/2015 | 2014/2018 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| Variazione % campagne andate a buon fine | 126% | 194% | 240% | 25% | 2725% |
| Variazione % ammontare raccolto | 206% | 182% | 172% | 19% | 2684% |
| Variazione % ammontare medio raccolto | 36% | -4% | -20% | -5% | -1% |

Nostre elaborazioni

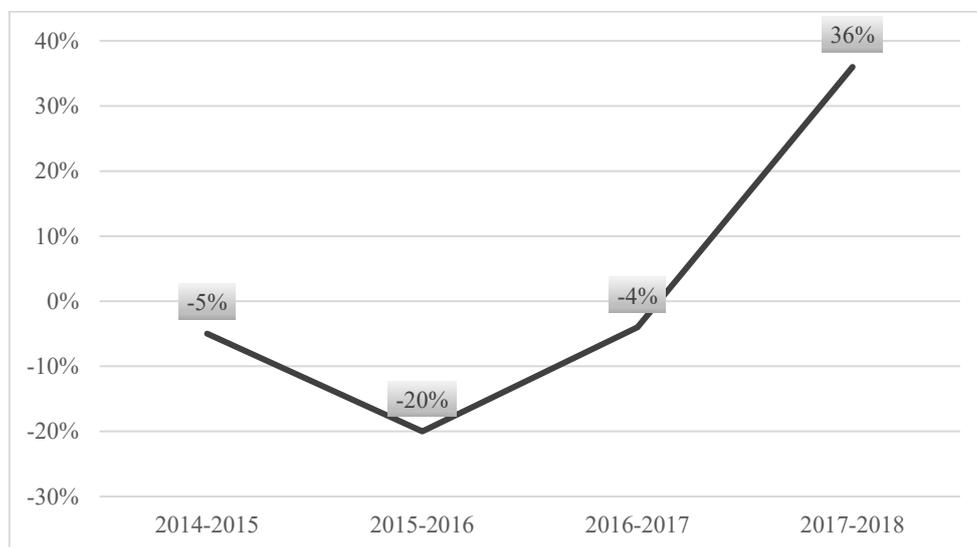
Fonte dati: Consob

Invece, come si riscontra dalla Tabella 3.3, si registra una diminuzione dell'ammontare medio raccolto per operazione tra il 2014 e il 2018, sia a livello globale che annuale, quindi probabilmente all'inizio le offerte che andavano a buon fine erano meno, ma avevano un ammontare in proporzione superiore rispetto ad ora.

L'unico periodo che fa eccezione e nel quale si registra un grande cambio di trend è tra il 2017 e il 2018, anche se in valore assoluto dell'ammontare è più basso di quello registrato nel 2014 (Tabella 3.2).

Quanto detto è facilmente visibile dal grafico inserito di seguito:

3.2 Variazioni percentuali importo medio per operazione



Nostre elaborazioni

Fonte dati: Consob

Nel 2018 sono aumentati anche i dati relativi al Lending crowdfunding, soprattutto per il coinvolgimento di investitori istituzionali, infatti, a metà 2018, si è registrata una raccolta totale di € 216,9 mln, di cui € 132 mln circa relativi solo ai dodici mesi precedenti.²⁰⁴

Nonostante la grande crescita, l'Italia ha numeri inferiori rispetto a Francia, Germania e Regno Unito. Quest'ultimo è uno dei Paesi con le somme più elevate raccolte tramite il crowdfunding.

Per quanto riguarda l'Equity crowdfunding, nel 2019 è continuata la crescita arrivando ad un totale di € 57 mln.²⁰⁵

²⁰⁴ Incorvati Lucilla – IlSole24Ore, PLUS24, Il crowdfunding guarda alla Borsa (Edizione 01/2019, pag.10)

²⁰⁵ Op. cit. Incorvati Lucilla (Edizione 01/2019, pag.10)

Con riferimento all'economia italiana, le imprese del Sud Italia risultano meno aperte alla possibilità di ricorrere all'Equity crowdfunding, anche se lentamente stanno aumentando.²⁰⁶

3.3. Mini bond

3.3.1. Disciplina generale

Data la contrazione dell'accesso al credito bancario e la difficoltà di accesso ai mercati, soprattutto per le PMI, sono stati introdotti degli strumenti per facilitare i finanziamenti tramite i mercati e permettere alle imprese di diversificare le fonti, tra cui una nuova tipologia di obbligazioni: i minibond.

Questi titoli di debito sono delle obbligazioni a medio lungo termine, la cui durata è almeno diciotto mesi e vengono emessi da PMI non quotate, quindi anche da S.r.l., se previsto dallo Statuto, ma non possono essere emessi da microimprese o da banche. Inoltre, il fatturato dell'impresa deve superare i € 2 mln, i dipendenti devono essere più di dieci e l'ultimo bilancio deve essere approvato da un revisore esterno. La retribuzione avviene sotto forma di cedole periodiche.

In particolare, i minibond sono stati introdotti con il Decreto Sviluppo 2012 (D.L. 22 giugno 2012 n.83) e nel 2013 c'è stata la prima emissione.

Il vantaggio di questi titoli è che anche le imprese più piccole possono emettere obbligazioni e i piccoli investitori riescono a investire in titoli.

²⁰⁶ Russo Daniela – *ILSole24ore*, PLUS24, Minibond e crowdfunding – Quelle che ci provano al Sud (Edizione 01/2019, pag.16)

Per emettere questi titoli le società non devono necessariamente appoggiarsi ad una banca, ma vengono affiancate da un advisor.

Spesso chi ricorre ai minibond sono società che hanno bisogno di risorse per finanziare la propria crescita aziendale. Non viene richiesto un rating obbligatoriamente per cui è difficile valutare le caratteristiche ed è necessario che gli investitori siano ben informati sui rischi legati ai titoli che stanno per acquistare, soprattutto per i soggetti che non hanno un'educazione finanziaria. È comunque prevista la possibilità per la società di richiederlo.

I minibond non possono essere sottoscritti da clienti retail, ma solo da istituzioni professionali e soggetti qualificati (quali ad esempio banche, SIM, SGR), che poi collocheranno i titoli nel mercato obbligazionario secondario. Quest'ultimo appartiene al segmento ExtraMOT PRO, non è un mercato regolamentato, ma un sistema di scambi organizzato (MTF), ed è dedicato ai minibond emessi dalle PMI più grandi, le quali hanno preferito scegliere queste obbligazioni sottoposte a meno vincoli.²⁰⁷

3.3.2. L'evoluzione dei minibond e le conseguenze per le PMI

Questo strumento si sta sviluppando abbastanza velocemente in Italia, anche grazie ai bassi costi, infatti, non sono previste commissioni e il costo è mediamente pari all'1% e intorno al 2,5% nel caso dell'eventuale quotazione.

A fine 2016 è aumentata la percentuale delle PMI, da 48,3% (del 2015) è passata a 73,9%, e sono state registrate 221 operazioni con un controvalore di € 8,6 mld.²⁰⁸

²⁰⁷ Fonte: Borsa Italiana (23/05/2017)

²⁰⁸ Ibidem

Negli anni questo mercato sta crescendo e, su 326 imprese emittenti, nel 2017, 162 sono PMI. Infatti, quasi un'impresa emittente su quattro ha meno di € 10 mln di fatturato e la maggior parte delle emissioni varia tra i 3 e i 15 mln di euro, ma in generale sono al di sotto dei € 50 mln, di cui due terzi di questi sono sotto i € 10 mln.²⁰⁹

La durata media dei titoli è di 5,4 anni e la maggioranza sono a cedola fissa, la quale nella metà dei casi non supera il 5%.²¹⁰

Durante il 2018 si registra il più alto numero di emissioni di questi strumenti, da parte delle PMI, e il 66% dei minibond è emesso da PMI, di cui solo il 12% riguarda società con meno di venti lavoratori.²¹¹

In totale, 116 imprese hanno emesso 142 minibond, per più di € 1 mld, però quest'aumento probabilmente è dovuto all'impiego dei capitali del Fondo italiano, istituito dalla Cassa depositi e prestiti, finalizzati ai minibond.

Inoltre, il 63% del valore di queste emissioni è stato acquistato da investitori internazionali, anche se, in termini numerici, in realtà hanno acquistato solo il 31% del totale.²¹²

A livello italiano ancora una volta si riscontrano differenze territoriali. L'86% del totale raccolto tramite minibond è relativo alle imprese del Nord, contro l'11% del Centro e il 3% del Sud.²¹³

Le imprese meridionali iniziano a ricorrere alle fonti di finanziamento alternative e lo strumento che viene prediletto risulta essere il minibond. Inoltre, nel 2017, la raccolta delle PMI del Mezzogiorno risulta pari a € 102 mln e, nel 2018, arriva a €

²⁰⁹ Incorvati Lucilla – *IlSole24Ore*, PLUS24, Il crowdfunding punta ai miniBond (Edizione 01/2020, pag.13)

²¹⁰ Carletti Silvano – *QuiFinanza*, Banche addio: così le imprese si finanziano altrove (24/04/2018)

²¹¹ Longo Morya – *IlSole24ore*, Corsa dell'estero ai bond delle Pmi italiane (22/02/2019)

²¹² Op. cit. Longo Morya (22/02/2019)

²¹³ Op. cit. Longo Morya (22/02/2019)

115 mln,²¹⁴ un aumento dato probabilmente dal ricambio generazionale nella gestione aziendale che ha l'obiettivo di innovare.

Infine, due aspetti sui cui vale la pena soffermarsi sono la cedola media annuale e la percentuale di minibond quotati in Borsa, riportati nella Tabella 3.4.²¹⁵ La prima è diminuita tranne tra il 2017 e il 2018, quindi questo potrebbe non incentivare gli acquisti da parte degli investitori. Inoltre è diminuita anche la percentuale di minibond quotati in Borsa, soprattutto tra il 2018 e il 2019, periodo in cui si è praticamente dimezzata.

3.4 Andamento caratteristiche minibond

| | <i>Cedola media annuale</i> | <i>% quotati in Borsa</i> |
|-------------|-----------------------------|---------------------------|
| <i>2015</i> | 5,2 | 43,5% |
| <i>2016</i> | 5,0 | 55,9% |
| <i>2017</i> | 4,8 | 54,6% |
| <i>2018</i> | 5,3 | 47% |
| <i>2019</i> | 4,2 | 25,2% |

Nostre elaborazioni

Fonte dati: Unioncamere - Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale

In generale quindi questo strumento viene utilizzato sempre con più frequenza probabilmente per la semplicità di accesso, sia dalla parte della società che dalla parte degli investitori.

²¹⁴ Russo Daniela – *IlSole24ore*, PLUS24, Minibond e crowdfunding – Quelle che ci provano al Sud (Edizione 01/2019, pag.16)

²¹⁵ Incorvati Lucilla – *IlSole24ore*, Crowdfunding, minibond, private equity: la finanza alternativa per le Pmi vale 2,7 miliardi (5/12/2020)

3.3.3. I minibond e le piattaforme di crowdfunding

Dal 2019, i portali on-line di crowdfunding possono offrire anche minibond con l'autorizzazione della Consob, per un importo massimo di € 8 mln.²¹⁶

Sono previste delle limitazioni e i risparmiatori che possono sottoscrivere minibond sulle piattaforme di crowdfunding possono essere distinti in tre tipologie: coloro che posseggono un portafoglio finanziario (inclusi contanti e depositi in denaro) di almeno € 250.000; altrimenti, chi sottoscrive per ogni offerta almeno € 100.000 di obbligazioni, tra cui anche dei minibond; oppure deve sussistere un contratto di consulenza, con un intermediario finanziario abilitato o un consulente finanziario, nel quale a livello di pianificazione vengono introdotte anche le obbligazioni delle PMI.²¹⁷

La prima piattaforma italiana autorizzata a collocare mini-bond è “Fundera”, iscritta nella sezione ordinaria del registro.²¹⁸

3.4. Private equity e venture capital

3.4.1. Disciplina generale

Le operazioni di private equity sono di derivazione anglosassone e vengono effettuate da investitori istituzionali in imprese solitamente non quotate e non start up,

²¹⁶ Meneghello Matteo – *IlSole24ore*, Il crowdfunding apre ai minibond (21/10/2019)

²¹⁷ Incorvati Lucilla – *IlSole24ore*, PLUS24, Il crowdfunding punta ai miniBond (Edizione 01/2020, pag.13)

²¹⁸ Incorvati Lucilla – *IlSole24ore*, La via del crowdfunding che porta ai minibond (10/01/2020)

ma consolidate. La finalità per quest'ultime è di variare la proprietà o attuare dei piani di sviluppo aziendale.

Tramite il private equity gli operatori professionali entrano a far parte della società e partecipano al capitale di rischio. L'obiettivo degli investitori è accrescere il valore aziendale in modo da avere un guadagno dato dalla differenza tra il prezzo di acquisto e di vendita della partecipazione.

Nei fondi anglosassoni gli investitori entrano in società come soci a responsabilità limitata nel patrimonio del fondo e in base alle esigenze di liquidità viene richiesto ai partecipanti un importo della quota sottoscritta. Quindi non sarà versato immediatamente l'ammontare sottoscritto, ma in base alle esigenze che si presentano in un arco temporale prestabilito.

A livello italiano, il fondo che effettua maggiormente questo tipo di operazioni è il fondo mobiliare chiuso, disciplinato dalla legge 344/1993 e gestito da una SGR autorizzata dal MEF. Le operazioni vengono fatte con un importo prestabilito di sottoscrizioni che quando viene raggiunto si chiudono, e riguardano investimenti precisi, dei quali vengono descritte le attività, le dimensioni e la durata.

Il venture capital è una sottocategoria del private equity e sono tutte quelle operazioni, che consistono nell'acquisizione temporanea di quote partecipative, realizzate da fondi (quindi investitori istituzionali) nelle start up o nelle società che sono in fase di espansione, generalmente non quotate, con l'obiettivo di avere un capital gain nel medio-lungo periodo. Quindi questi fondi finanziano le imprese nella fase iniziale fornendo capitale e strategie, anche perché solitamente sono società appartenenti a settori innovativi, per cui con un alto livello di rischio. Altrimenti, sostengono la crescita con dei piani o con dei prestiti e, in questo caso, l'operazione ha natura più di consulenza che finanziaria, poiché la finalità è garantire il successo dell'investimento mettendo a disposizione le competenze professionali.

Dato il rischio più rilevante, nelle operazioni di venture capital acquista maggiore rilevanza la valutazione preliminare di fattibilità in quanto c'è il rischio di rapida obsolescenza o il rischio di mancato successo soprattutto se il prodotto è tecnologico.

Un aspetto caratterizzante di questa fonte di finanziamento innovativa concerne la condivisione del rischio d'impresa tra imprenditore ed investitore, entrambi interessati allo stesso modo al successo del progetto, nonostante il venture capitalist abbia come obiettivo finale la vendita delle proprie quote societarie.

I Fondi di Venture Capital sono disciplinati in via armonizzata dal Regolamento UE n.345/2013, il quale prevede dei benefici per i fondi con valore inferiore a € 500 mln e che soddisfano determinati requisiti, acquisendo la denominazione "Eu-VECA". Inoltre, questi fondi qualificati possono offrire quote e azioni solo ad investitori professionali o a investitori che investono almeno € 100.000 e dichiarano di conoscere i rischi legati all'investimento.

L'attività prevalente dei fondi deve consistere nell'investire nelle PMI per sostenere la crescita o lo sviluppo.

Per aiutare lo sviluppo delle operazioni di venture capital italiano sono state introdotte delle agevolazioni fiscali per gli investimenti in start up e PMI innovative, per la prima volta nel 2012 e rinnovate nelle Leggi di Bilancio, dal 2016 al 2020.

Con la legge di bilancio del 2019, gli Oicr e le Sicaf, residenti in Italia o in uno Stato UE, che investono almeno l'85% del patrimonio nelle PMI non quotate in mercati regolamentati, vengono definiti fondi di venture capital. In particolare, l'85% deve essere investito nella fase di sperimentazione, di costituzione, di avvio dell'attività o di sviluppo del prodotto, mentre il restante 15% deve essere investito in PMI che emettono azioni quotate, con un fatturato inferiore a € 300 mln e una

capitalizzazione che non supera € 500 mln (negli ultimi tre anni). Infine, le PMI che ricevono risorse dai fondi non devono superare i sette anni di attività.²¹⁹

La legge di bilancio prevede anche che, per promuovere gli investimenti da parte di soggetti professionali, lo Stato, tramite il Ministero dello Sviluppo economico, può sottoscrivere quote o azioni di fondi per il VC oppure quote o azioni di fondi che investono in VC. A tal fine è stato istituito un fondo di sostegno di € 30 mln, per il 2019, 2020 e 2021, e di € 5 mln per i quattro anni successivi.²²⁰

3.4.2. L'aumento delle partecipazioni esterne e le conseguenze per le PMI

Da alcuni studi risulta che le imprese partecipate da soggetti di private equity (chiamate “imprese venture backed”) sono più performanti, rispetto alle altre imprese. Infatti, sono state confrontate 2.000 imprese venture backed con le migliori 500 imprese dei Paesi europei ed è emerso che le prime sono più performanti, infatti hanno un aumento del 35% annuo relativo alle vendite e del 25% annuo per i profitti lordi.²²¹

Anche in Italia i risultati sono positivi e le imprese partecipate da private equity hanno ricavi elevati,²²² anche se rispetto agli altri Paesi i dati non sono ancora molto significativi.²²³

²¹⁹ Germani Alessandro – *IlSole24ore*, Norme e Tributi, Il venture capital aiuta le Pmi fino a oltre sei anni dall'avvio (Ed. del 16/01/2019, pag. 23)

²²⁰ Op. cit. Germani Alessandro (Edizione del 16/01/2019, pag. 23)

²²¹ Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili - *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende* (15/04/2019)

²²² PriceWaterhouseCoopers - *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia* (27/03/2017)

²²³ Vesentini Ilaria – *IlSole24ore*, Centro, Il private equity non premia le Pmi (Ed. 02/2020, pag.3)

A fine 2019 sono 4.386, su 150 mila, le PMI italiane che potrebbero accedere ai finanziamenti dei fondi di private equity, poiché avrebbero da offrire buoni investimenti.²²⁴ Di queste PMI, come ci si può aspettare in base a quanto detto nei capitoli precedenti, 1.593 sono totalmente a conduzione familiare,²²⁵ per cui sarà difficile che si aprano a fondi esterni. Quasi 1.500 invece si sono già aperte a soci esterni o hanno nell'azionariato soggetti esterni.²²⁶

Anche per quanto riguarda queste fonti di finanziamento alternative si riscontrano delle differenze sul territorio italiano.

Le imprese del Centro Italia registrano i dati più bassi di private equity, anche se presentano indici di redditività, competizione e innovazione molto elevati.

Infatti, nel 2018, solo il 10% degli investimenti italiani di PE vengono effettuati in Emilia-Romagna e il 5% nelle imprese laziali, contro il 44% della Lombardia, la regione con la percentuale più elevata.

Le altre regioni hanno tutte dati inferiori, tra cui le Marche che possiedono solo il 2% degli investimenti di PE in Italia.²²⁷

Andamento analogo concerne le operazioni di venture capital. Nel 2019 sono aumentate rispetto all'anno precedente e sono state effettuate centoquarantotto operazioni, per un totale di € 597 mln.²²⁸

La regione con la percentuale più elevata è sempre la Lombardia che ha il 52% degli investimenti nazionali di VC, mentre solo il 5% di quest'ultimi viene effettuato in Emilia-Romagna e il 12% in Lazio.²²⁹

²²⁴ Fonte: Cerved, convegno: "Il finanziamento delle Pmi: quale contributo dell'industria dei fondi?" (16/09/2019)

²²⁵ Serafini Laura – *IlSole24ore*, Pmi italiane pronte per il private equity (17/09/2019)

²²⁶ Op. cit. Serafini Laura (17/09/2019)

²²⁷ Vesentini Ilaria – *IlSole24ore*, Centro, Il private equity non premia le Pmi (Ed. 02/2020, pag.1)

²²⁸ Santulli Nicola – *Proiezioni di BORSA*, Quali benefici porterà la prima Società di Investimento Semplice? (23/07/2020)

²²⁹ Op. cit. Vesentini Ilaria (Ed. 02/2020, pag.1)

Dati i vantaggi emersi dalle valutazioni fatte sulle PMI partecipate da private equity, che sostengono la società economicamente e strutturalmente, la Consob ha previsto nel piano strategico 2021 l'attuazione di altre agevolazioni per incentivare questa tipologia di fonte di finanziamento.

3.5. SIS (Società di investimento semplice)

3.5.1. Disciplina generale

Per incentivare il venture capital finalizzato a sostenere la crescita delle PMI, con la legge di bilancio 2019, all'interno del "Decreto crescita" (D.L. 34/2019), sono state introdotte le Società di Investimento Semplice nel TUF, le quali sono sottoposte ad un regime agevolato, appunto per incentivare l'aumento delle operazioni finalizzate alle PMI.

Il TUF negli anni è stato una barriera per i fondi di PE o VC poiché riservava queste operazioni alle SGR o alle Sicaf, le quali però, avendo alti costi, tendono a non effettuare piccoli investimenti.²³⁰ Proprio per questo motivo sono state create le SIS che rappresentano un canale tramite il quale si raccolgono e gestiscono capitali, raccolti da investitori istituzionali e privati, con la finalità di investire in PMI o start up.

Nello specifico, l'art.1 lettera i-quater TUF, definisce la SIS come il Fondo di Investimento Alternativo (FIA), con sede legale e direzione generale in Italia, con la

²³⁰ Fioranelli Davide – NetworkDigital360, Società d'Investimento Semplice (SIS): che cos'è e perché è utile per l'innovazione (13/08/2020)

forma di Sicaf (Società di investimento a capitale fisso), il quale gestisce autonomamente il proprio patrimonio ed emette azioni o strumenti finanziari partecipativi, non ricorrendo a strumenti di debito.

In realtà non è previsto che le SIS non possano emettere obbligazioni, ma non hanno la facoltà perché viene applicata la normativa delle Sicaf. Infatti, per tutto ciò che non viene specificamente disciplinato, si fa riferimento alla disciplina delle Sicaf.

La SIS deve rispettare altresì determinati requisiti: il capitale sociale deve essere di almeno € 50.000; il patrimonio raccolto non deve superare € 25 mln; e gli investimenti devono essere finalizzati solo a PMI non quotate su mercati regolamentati.²³¹

Quindi può essere considerata un Oicr (Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio) chiuso che rispetta soglie inferiori e, qualora la SIS superi la soglia prevista per il patrimonio netto, dovrà esserci la comunicazione alla Banca d'Italia per richiedere l'autorizzazione a operare come "gestore sopra-soglia".²³²

Nella denominazione sociale ci deve essere l'indicazione di "Società di investimento semplice per azioni a capitale fisso" e, per operare, devono avere l'autorizzazione preventiva della Banca d'Italia, sentita la Consob, con la quale verranno iscritte nell'albo delle Sicaf.²³³

Le SIS possono essere distinte in: SIS riservate e SIS non riservate.²³⁴ Queste ultime hanno un regime ancora più semplificato, dato che sono rivolte solo a investitori professionali, i quali sono competenti in materia e in grado di valutare gli investimenti.

²³¹ Germani Alessandro – *IlSole24ore*, Norme e Tributi, Le Sis sviluppano in venture capital a favore delle Pmi (Edizione del 26/04/2019, pag. 16)

²³² Arcangeli Andrea, Of Counsel, CMS Adonnino Ascoli e Cavasola Scamoni – *DirittoBancario*, Società di Investimento Semplice: riflessioni sugli orientamenti Banca d'Italia e Consob in consultazione (15/05/2020)

²³³ Smaniotto Elisabetta – *IlSole24ore*, Norme e Tributi, Società di investimento semplice: un nuovo strumento per valorizzare le Pmi (Ed. 01/2020, n.1, pag.96-109)

²³⁴ Negri della Torre e Torregiani Stefano – *Diritto24*, Società di investimento semplice (sis), nuovi orientamenti di vigilanza posti in consultazione e crowdfunding: nuove opportunità anche per gli investitori retail (6/05/2020)

Non essendoci ancora una normativa definita, per uniformare le previsioni, la Banca d'Italia e la Consob hanno recentemente emanato degli orientamenti, prevedendo delle disposizioni ad hoc relative principalmente al sistema di governo e controllo, alle previsioni prudenziali e al processo decisionale, ai conflitti di interesse. Però in realtà queste disposizioni non sono obbligatorie e le SIS, in fase di autorizzazione o dopo, possono comunicare alla Banca d'Italia la loro intenzione di non adottare le misure previste. Successivamente la Banca d'Italia e la Consob dovranno analizzare le misure differenti indicate e comunicare l'esito positivo o negativo della richiesta.²³⁵

Innanzitutto, le SIS devono rispettare i principi di sana e prudente gestione, per cui, è ritenuto adeguato avere un sistema di gestione dei rischi e di controllo interno, ma possono attribuire questa funzione anche a soggetti esterni dotati di requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza.²³⁶

Per quanto riguarda la disciplina prudenziale è previsto che i rischi siano coperti mediante un'assicurazione²³⁷ e, per tutelare gli investitori, deve essere redatto un piano di investimenti, il quale deve essere pubblico e coerente con gli obiettivi e i rischi della SIS.²³⁸

La SIS può anche delegare le funzioni di gestione del portafoglio a soggetti terzi purché siano intermediari autorizzati a prestare servizi di gestione collettiva o gestione di portafogli e non vi sia conflitto di interessi.²³⁹

²³⁵ Fonte: Banca d'Italia e Consob, Orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob per le Società di Investimento Semplice – SIS (aprile 2020)

²³⁶ Ibidem

²³⁷ Ibidem

²³⁸ Arcangeli Andrea, Of Counsel, CMS Adonnino Ascoli e Cavasola Scamoni – DirittoBancario, Società di Investimento Semplice: riflessioni sugli orientamenti Banca d'Italia e Consob in consultazione (15/05/2020)

²³⁹ Op. cit. Arcangeli Andrea, Of Counsel, CMS Adonnino Ascoli e Cavasola Scamoni (15/05/2020)

Per rendere questo strumento ancora più agevole, sono state previste delle semplificazioni anche in materia di vigilanza, infatti le SIS non sono sottoposte ai poteri regolamentari e di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob.²⁴⁰

I titolari di partecipazioni devono rispettare solo i requisiti di onorabilità previsti dall'art.14 TUF.²⁴¹ Inizialmente potevano ricorrere alle SIS solo gli investitori istituzionali, infatti nell'art.1 del TUF queste società erano definite come FIA italiani riservati a investitori professionali, ma poi questa previsione è stata modificata e sono stati inseriti anche i clienti retail (non professionali).²⁴²

A livello procedurale, per l'offerta di strumenti finanziari, le SIS sono tenute a notificarlo alla Consob, la quale entro venti giorni può comunicare la sua non approvazione, e possono avvalersi delle piattaforme di crowdfunding o ricorrere a collocatori specializzati.

Occorre sottolineare che, con la modifica del Regolamento Crowdfunding, tra gli offerenti sono state introdotte anche le SIS, le quali rientrano nella categoria degli Oicr che investono nelle PMI.²⁴³

3.5.2. La limitata crescita delle SIS e le conseguenze attese per le PMI

Lo sviluppo delle SIS ancora in Italia è contenuto, anche se sono state fatte delle manovre per incentivare questa fonte, per stare al passo con gli altri Paesi europei che ogni anno incentivano la crescita delle start up.

²⁴⁰ Smaniotto Elisabetta – *IlSole24ore*, Norme e Tributi, Società di investimento semplice: un nuovo strumento per valorizzare le Pmi (Ed. 01/2020, n.1, pag.96-109)

²⁴¹ Germani Alessandro – *IlSole24ore*, Norme e Tributi, Le Sis sviluppano in venture capital a favore delle Pmi (Edizione del 26/04/2019, pag. 16)

²⁴² Op. cit. Smaniotto Elisabetta (Ed. 01/2020, n.1, pag.96-109)

²⁴³ Negri della Torre e Torregiani Stefano – *Diritto24*, Società di investimento semplice (sis), nuovi orientamenti di vigilanza posti in consultazione e crowdfunding: nuove opportunità anche per gli investitori retail (6/05/2020)

Sono state previste delle detrazioni per chi investe in queste società e sono stati stanziati € 1 mld, con il Decreto Rilancio, proprio per investire nelle imprese ad alto potenziale.²⁴⁴

Però in Italia dovrebbe essere incentivata anche la nascita di questa tipologia di società, così da aumentare conseguentemente anche i capitali che vi vengono investiti. Attualmente esiste solo una SIS italiana autorizzata dalla Banca d'Italia: Lumen Ventures.

Gli obiettivi di questa società consistono nella raccolta di € 25 mln, i quali verranno investiti in start up nella fase precedente all'avvio dell'attività, ovvero nella fase di preparazione,²⁴⁵ qualora queste presentino una sostenuta profittabilità, nonché dei business model e abbiano un gran potenziale di crescita.²⁴⁶

Capire e analizzare le conseguenze delle SIS sulle PMI è difficile, se non impossibile, sarà necessario attendere almeno qualche anno per poter fare delle valutazioni, ma sicuramente sarà un canale semplificato in più per accedere a finanziamenti, per cui gli esiti dovrebbero essere positivi.

²⁴⁴ Fioranelli Davide – NetworkDigital360, Società d'Investimento Semplice (SIS): che cos'è e perché è utile per l'innovazione (13/08/2020)

²⁴⁵ Santulli Nicola – Proiezioni di BORSA, Quali benefici porterà la prima Società di Investimento Semplice? (23/07/2020)

²⁴⁶ Forbes, La prima Società di Investimento Semplice d'Italia è di un ex Under30 selezionato da Forbes (10/08/2020)

3.6. Gli effetti del Covid-19 sulle fonti di finanziamento alternative delle PMI

Durante il 2020 le fonti di finanziamento alternative sono rimaste importanti per le PMI, con una stima che si attesta intorno ai € 2,7 mld.²⁴⁷

Sono le imprese più giovani soprattutto che vi ricorrono e spesso prediligono queste piuttosto che le fonti tradizionali.

È inevitabile che per le società vi siano effetti negativi dati dalla pandemia mondiale del coronavirus, come già illustrato nel precedente capitolo. Infatti, il Politecnico di Milano tra luglio 2019 e luglio 2020 registra un aumento della cessione delle fatture, da parte delle società, in cambio di liquidità a breve termine per problemi di liquidità.²⁴⁸

Questa mancanza di risorse ha avuto come conseguenza anche un cambiamento nelle scelte societarie, comportando un aumento del ricorso a fonti di finanziamento esterne, sia tradizionali che non.

I dati della finanza alternativa sono aumentati del 4% dal 2019 e le risorse mobilitate, da € 2,56 mld, sono arrivate a € 2,67 mld.²⁴⁹

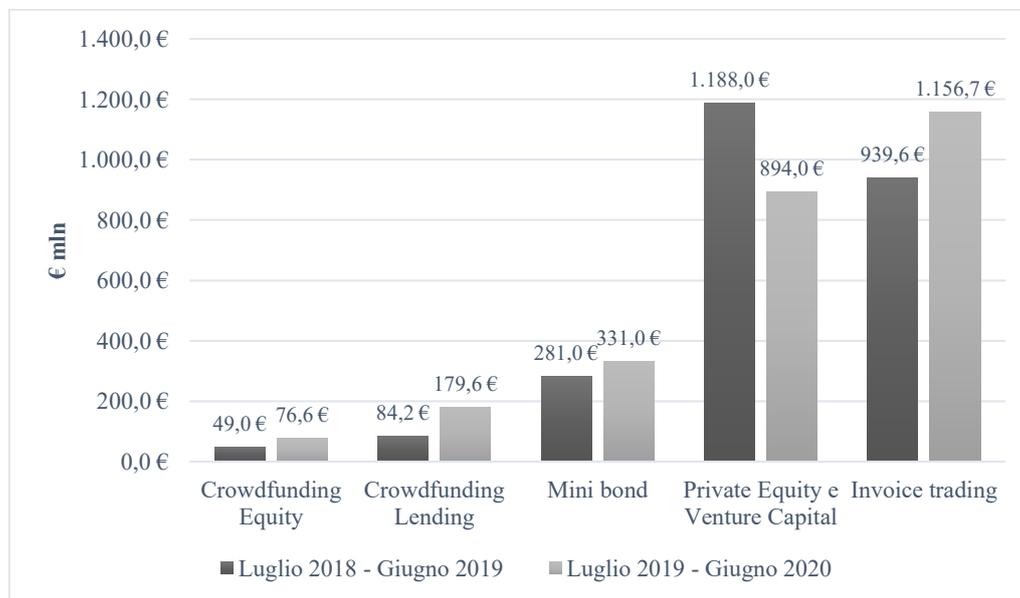
Alcuni canali sono cresciuti di più rispetto ad altri, come è visibile dal Grafico 3.3:

²⁴⁷ Incorvati Lucilla – IlSole24ore, Crowdfunding, minibond, private equity: la finanza alternativa per le Pmi vale 2,7 miliardi (5/12/2020)

²⁴⁸ Op. cit. Incorvati Lucilla (5/12/2020)

²⁴⁹ Op. cit. Incorvati Lucilla (5/12/2020)

3.3 Fonti di finanziamento alternative



Nostre elaborazioni

Fonte dati: Unioncamere - Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Fino a giugno 2020, sono 547 le imprese che hanno provato ad offrire investimenti sui portali on-line di crowdfunding.

La raccolta totale registrata di Equity crowdfunding è pari a € 158,86 mln, per la maggioranza riguarda start up innovative e € 76,6 mln sono stati raccolti negli ultimi dodici mesi (Grafico 3.3), con una percentuale di aumento pari a circa il 56% (Tabella 3.4).

La percentuale più elevata di crescita è stata registra per il Lending crowdfunding (+113%), grazie agli investitori professionali.²⁵⁰

Le PMI emittenti di minibond (fino a giugno 2020) sono 348, di cui quarantasette fanno riferimento al primo semestre del 2020. I minibond sono tra le fonti con la

²⁵⁰ Incorvati Lucilla – *IlSole24ore*, Crowdfunding, minibond, private equity: la finanza alternativa per le Pmi vale 2,7 miliardi (5/12/2020)

percentuale di crescita meno elevata tra quelle considerate, ma il controvalore rimane comunque importante e probabilmente continuerà a crescere nei prossimi anni. In più sono aumentate le percentuali di quelli con un rating (18,8%) e di quelli con garanzia (58,3%). Invece, sono diminuiti quelli quotati in Borsa, passando da 25,2% del 2019 a 14,6%.²⁵¹

Quindi questo canale di finanziamento, per il momento, non sembra aver avuto significativi effetti negativi derivanti dal Covid-19 e, per escludere la possibilità che si manifestino o comunque per limitarli, è stato istituito il Fondo Patrimonio PMI gestito da Invitalia che, entro il 30 giugno 2021, sottoscriverà obbligazioni e titoli di debito emessi da società che hanno subito una diminuzione dei ricavi per almeno il 33%, a causa della pandemia.²⁵²

Per quanto riguarda le operazioni di private equity e venture capital i dati restano molto più bassi rispetto ad altri Paesi, come Germania, Francia o Regno Unito.

Inoltre, per i prossimi anni non si prospetta una grande crescita e l'ammontare totale è diminuito tra il 2019 e il 2020.²⁵³

I numeri assoluti dell'invoce trading sono gli unici che possono essere paragonati al resto dei Paesi europei e l'aumento probabilmente è legato alla necessità di liquidità delle imprese, anche se queste sono risorse che attengono al breve periodo.

Di seguito viene inserita la tabella con le variazioni percentuali delle fonti di finanziamento trattate:

²⁵¹ Incorvati Lucilla – *IlSole24ore*, Crowdfunding, minibond, private equity: la finanza alternativa per le Pmi vale 2,7 miliardi (5/12/2020)

²⁵² Op. cit. Incorvati Lucilla (5/12/2020)

²⁵³ Op. cit. Incorvati Lucilla (5/12/2020)

3.4 Variazione % delle fonti di finanziamento alternative utilizzate

| | <i>Variazione % (Giugno 2019 – Giugno 2020)</i> |
|----------------------------------|---|
| Crowdfunding Equity | 56,33% |
| Crowdfunding Lending | 113,30% |
| Mini bond | 17,79% |
| Private Equity e Venture Capital | -24,75% |
| Invoice trading | 23,11% |

Nostre elaborazioni

Fonte dati: Unioncamere - Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Quindi la pandemia ha avuto sicuramente effetti negativi relativamente al fatturato e alla produttività e questo è visibile dall'aumento della richiesta di risorse esterne. Allo stesso tempo l'aumento di fonti di finanziamento innovative potrebbe portare alla crescita dell'innovazione delle imprese e ad un indebolimento delle fonti più tradizionali, tramite le quali le società si sono sempre finanziate.

Capitolo 4. Caso studio

4.1. Tecnosystem Refrigerazione S.r.l.

La Tecnosystem Refrigerazione S.r.l. è stata costituita il 30/01/2017 dopo aver acquisito, mediante scissione, il ramo di azienda operativo di una società artigiana operante nel settore dal 1995.

In base a quanto riportato nel Capitolo 1 dell'elaborato, questa rientra tra le microimprese poiché l'organico è composto da: due soci, due operai, quattro operai apprendisti, un'impiegata amministrativa e un'impiegata apprendista. Per cui, dato che non vengono considerati nel calcolo gli apprendisti, risulta una società composta da tre dipendenti. Inoltre, la ditta rispetta anche il criterio finanziario per essere considerata tale, perché il fatturato non supera la soglia dei € 2 mln.

L'azienda si occupa di progettazione, installazione e assistenza tecnica di impianti industriali di refrigerazione e condizionamento.

L'attività riguarda principalmente gli impianti frigoriferi, i quali possono essere di varie tipologie e possono utilizzare differenti gas frigoriferi.

In quasi tutti gli impianti viene utilizzato il Freon, poiché, anche se è un gas inquinante, non ha odore, non è tossico e molti tipi non sono né infiammabili né esplosivi.

Per fare un impianto a Freon e per la manutenzione bisogna avere una patente specifica e, dal 1° gennaio 2015 con il DM 147/06, va tutto riportato obbligatoriamente nel portale F-Gas, ovvero un portale online in cui si registrano tutte le date di controllo.

Infatti, dopo il Protocollo di Kyoto sono state introdotte delle normative per limitare le emissioni di gas e ridurre l'effetto serra e il buco dell'ozono. Inizialmente gli impianti con più di 3 kg di Freon erano comunque soggetti a libretto e controllo

annuale, ora lo sono tutti e solo chi è munito di regolare patente e lavora in aziende registrate e certificate può effettuare controlli e manutenzione.

Quindi è previsto l'obbligo di avere per ogni impianto frigorifero un registro e le aziende, che acquistano e vendono, devono registrare carico e scarico. Più gas è presente nell'impianto e tanto più frequentemente va verificata la presenza di eventuali perdite.

Per ridurre l'inquinamento del Freon che crea effetto serra, si producono dei nuovi Freon con basso GWP (Global Warming Potential), i quali hanno un minor impatto ambientale. Il Freon che crea buco dell'ozono può essere utilizzato solo da Stati Uniti e paesi sottosviluppati.

Per evitare il sovra utilizzo e ridurre lo spreco è stato aumentato in maniera importante il prezzo di questo gas, ma il principale vantaggio rimane che l'impianto rimane comunque risulta meno costoso rispetto agli altri.

Altrimenti possono essere installati gli impianti ad ammoniaca, la quale però è esplosiva, ha odore, è tossica ed è infiammabile, ma non inquina a differenza del Freon. Anche in questi casi serve necessariamente la patente del tecnico che installa l'impianto o che fa manutenzione.

Uno dei vantaggi dell'ammoniaca concerne il fatto che, qualora vi sia una perdita nell'impianto, la ricarica del gas ha un basso costo. Inoltre, questo gas rende più del Freon.

Uno dei problemi di questa tipologia di impianti è relativo ai costi della manutenzione e dei pezzi di ricambio, i quali hanno un costo importante, come l'investimento iniziale che risulta più elevato rispetto a quello degli impianti a Freon.

L'aspetto più gravoso riguarda tutte le normative che devono essere rispettate se ci sono più di 75 kg di ammoniaca nello stesso stabile, non necessariamente quindi nello stesso impianto.

In questi casi ci deve essere: un tecnico (manutentore) con la patente per “la manipolazione e uso di gas tossici” che lavori dal cliente, cioè un suo dipendente, e un direttore tecnico laureato in chimica o in farmacia, che non deve necessariamente essere un dipendente del cliente; vicino alla sala macchine ci deve essere un box con i DPI (dispositivi di protezione individuale) specifici per gli impianti dell’ammoniaca, ad esempio un autorespiratore, le maschere antigas, la tuta; deve essere presente una doccia da utilizzare in caso di perdite; deve essere rilasciata l’autorizzazione del comune; si deve riunire una commissione speciale con i vigili del fuoco; dentro la sala macchine sono obbligatorio gli estrattori (ventilatori) antideflagranti che fanno fuoriuscire l’aria e dei sensori, sia per il controllo della tossicità che per l’esplosività, i quali vanno tarati ogni tre mesi.

Invece, nel caso in cui ci siano meno di 75 kg sono meno stringenti i requisiti che devono essere rispettati.

Tutto ciò fa sì che non vi sia un’elevata richiesta da parte dei clienti, infatti solo gli impianti molto grandi vengono fatti a ammoniaca appunto perché, come già riportato precedentemente, rende di più.

Infine, possono essere creati impianti a CO₂, i quali sono di due tipi, ma entrambi poco utilizzati perché molto costosi e con una bassa resa.

Il primo tipo è transcritico e il secondo è subcritico. Il primo funziona solo a CO₂, ma quando la temperatura esterna supera i 33° l’impianto va in crisi e ha una resa frigorifera quasi nulla, quindi è chiaro il motivo per cui la domanda è molto bassa e questa tipologia di impianti si trova principalmente nei paesi scandinavi nei quali le temperature sono basse tutto l’anno. Il secondo invece ha bisogno di un altro impianto frigorifero per raffreddare la CO₂.

Uno dei vantaggi di questo gas concerne il costo del gas che risulta non elevato.

Altrimenti, con un impianto frigorifero di una delle tre tipologie sopra elencate possono essere utilizzati due circuiti: uno a gas e uno con l’acqua. In questo caso quello

a gas fredda quello con l'acqua e l'acqua fredda successivamente refrigera la cella. Il vantaggio è che c'è poco gas, lo svantaggio è che si crea un doppio passaggio e più passaggi si creano e meno resa ha l'impianto.

È ovvio perché gli impianti realizzati maggiormente sono quelli che utilizzano il freon, dato che sono i più gestibili e quelli per i quali vengono richiesti meno requisiti.

Per quanto riguarda le nuove tecnologie, sono stati creati negli ultimi anni degli impianti con gli inverter, che permettono al gruppo frigorifero, qualora stia per arrivare a temperatura, di non fermarsi per poi ripartire, ma di rallentare così da limitare il blocco, per cui anche gli avviamenti e i costi energetici per il cliente.

Altro sistema innovativo è il PLC (Programmable Logic Controller), ovvero un sistema di comando e controllo di tutto l'impianto.

Tramite il PLC infatti è possibile, oltre a monitorare l'andamento della temperatura delle varie celle, anche nei giorni passati, impostare le temperature delle singole celle e gli sbrinamenti. Però il PLC deve essere abbinato chiaramente ad un monitor, per cui il costo totale sarà abbastanza elevato.

I nuovi impianti più sofisticati possono essere collegati in rete ed essere controllati e gestiti da remoto, così che l'azienda installatrice può fare delle operazioni anche negli impianti più lontani territorialmente, se si tratta di un problema elettronico.

Ora ci sono anche gli incentivi per queste nuove tecnologie che rientrano nel "Telecontrollo 4.0". Per essere comprese negli incentivi ci deve essere obbligatoriamente un controllo elettronico, deve essere in rete, come ad esempio vi rientrerebbe il PLC qualora venga collegato in rete, e l'interfaccia uomo-macchina deve essere semplice e intuitiva.

4.2. Analisi del settore

Il settore della refrigerazione industriale è composto da diversi prodotti, come ad esempio compressori, evaporatori, scambiatori di calore, e gli impianti vengono utilizzati nel settore alimentare e delle bevande, ma anche nell'industria chimica e farmaceutica.

A livello mondiale l'area in cui questo settore è più presente è il Nord America, seguito dall'Europa. Il settore italiano è composto da 1876 aziende, delle quali 1264 sono società di capitali.

È un settore in forte crescita e lo è da anni, dato il cambiamento nelle abitudini alimentari e nelle condizioni dei prodotti alimentari nel commercio internazionale. Nel 2017, la produzione è stata pari a € 955 milioni, cioè il 3,9% in più rispetto all'anno precedente. Rispetto al 2016 sono aumentati anche gli investimenti e dell'8,8%.²⁵⁴

Gli utili però nel 2017 sono diminuiti, anche se il ROE (Return on Equity), ossia il rapporto tra utile e patrimonio netto, cioè la redditività per i soci, è aumentato, passando dal 7,4% (nel 2016) all'8,4%.²⁵⁵

I ricavi nel 2018 sono cresciuti del 2,6% e le società che hanno avuto una crescita più contenuta sono quelle del Nord-Italia, ma il fatturato in termini assoluti rimane molto più elevato del resto dell'Italia. Infatti, sia al Nord-Ovest che al Nord-Est le imprese hanno avuto circa € 3 miliardi di fatturato totali, mentre il Centro e il Sud con le isole hanno registrato circa € 300 milioni.²⁵⁶

²⁵⁴ Unione Costruttori Italiani Macchine Automatiche per il Confezionamento e l'imballaggio - Refrigerazione industriale: il settore cresce in Italia e nel mondo (5/07/2018)

²⁵⁵ Monitoritalia – L'ANALISI DELLE PRIME 196 AZIENDE DELLA REFRIGERAZIONE INDUSTRIALE NEL 2018 (24/04/2019)

²⁵⁶ Op. cit. Monitoritalia (24/04/2019)

Per quanto riguarda questo periodo particolare caratterizzato dal Covid-19, questo settore in generale e la società analizzata, non hanno avuto significativi effetti negativi, anzi questo settore in particolare è stato chiamato in causa per creare delle celle frigorifere per contenere i vaccini a -80°.

Alcune imprese però hanno deciso di non intraprendere questi progetti per paura di non avere benefici nel lungo periodo, anche perché ci sono nuovi vaccini che non necessitano di temperature così basse.

C'è comunque da dire che già questa tipologia di celle è stata creata per mantenere il tonno, qualora venga venduto a ristoranti che intendono servirlo crudo.

4.2.1. Il settore della refrigerazione industriale nel Centro Italia

Per quanto riguarda i ricavi, le regioni del Centro-Italia sono quelle con le aziende che hanno registrato nel 2018 le performance migliori, ovvero una crescita del 16,3%.²⁵⁷

4.3. Zone con più richiesta di lavoro

I clienti di questo settore possono essere sia ristoranti o bar, quindi società molto piccole, oppure delle società più grandi, cioè le aziende di commercializzazione o di trasformazione nel settore alimentare, prevalentemente, o in altri settori, ma in maniera inferiore.

²⁵⁷ Monitoritalia – L'ANALISI DELLE PRIME 196 AZIENDE DELLA REFRIGERAZIONE INDUSTRIALE NEL 2018 (24/04/2019)

Ci sono state occasioni nelle quali sono stati svolti lavori all'estero, soprattutto tra il 2019 e il 2020 è stato progettato e installato un impianto in Croazia. Il cliente acquista, lavora, surgela e vende il pesce. Sono state refrigerate le sue sale di lavorazione perché per lavorare il pesce c'è la necessità di avere basse temperature costanti tutto l'anno. Poi è stato creato l'impianto frigorifero per abbattere il pesce (-40°), cella bassa temperatura (-25°), piccola cella per gli scarti, altre piccole celle a bassa temperatura.

In generale però i clienti sono italiani e stanziati sulla costa adriatica, da Nord a Sud, con un'alta concentrazione in Puglia, nelle Marche e nell'Emilia Romagna. I clienti sono prevalentemente le grandi società e la presenza di ristoranti e bar è limitata al territorio provinciale.

4.4. Fonti di finanziamento attuali e possibili

Le fonti di finanziamento dell'azienda considerata, attualmente, sono rappresentate da quelle tradizionali, ovvero autofinanziamento e settore bancario.

La società in particolare ha rapporti con due banche, favorendo i rapporti con una. La fonte più importante di finanziamento è rappresentata dalle risorse interne dell'azienda, infatti ogni anno gli utili non vengono distribuiti ai soci, ma vengono reinvestiti nell'azienda così da far fronte ai costi senza dover ricorrere a risorse esterne. Questo è stato possibile grazie alla crescita dei guadagni che ha fatto conseguentemente diminuire i debiti verso le banche.

4.5. Prospettive di crescita future

Negli ultimi anni la Tecnosystem Refrigerazione S.r.l. è cresciuta ad un tasso di crescita abbastanza sostenuto, infatti dai bilanci risulta che l'utile, tra il 2017 e il 2018, è aumentato del 73% e, tra il 2018 e il 2019, è raddoppiato.

Inoltre, da sottolineare che i costi della produzione nel 2019 segnano una variazione in aumento, ma in misura proporzionalmente inferiore rispetto ai ricavi, cosicché il risultato operativo ottenuto nel 2019 risulta essere in deciso aumento rispetto al 2018.

Per quanto riguarda le fonti di finanziamento, ancora la società è troppo piccola per poter pensare di ricorrere ai mercati finanziari, anche se eventualmente potrebbe essere un'ottima soluzione ricorrere ai Mini-bond nel caso in cui si debba finanziare un progetto importante.

In ogni caso, dopo anni il rapporto che si è creato con le banche è basato sulla fiducia e fintanto che queste sono disposte a concedere credito non viene rilevata la necessità di dover ricorrere ad altre fonti meno sicure.

Conclusioni

In conclusione, si può sicuramente affermare che l'economia mondiale non è basata solamente sulle "piccole e medie imprese", ma anche e soprattutto sulle microimprese.

Se questo è vero a livello mondiale, lo è sicuramente di più se si fa riferimento ai paesi europei, in modo particolare al nostro Paese.

Nell'Unione Europea le percentuali relative alla presenza di microimprese o PMI sono molto importanti, allo stesso modo di quelle relative al valore aggiunto prodotto e agli addetti impiegati.

Non è stato possibile trarre delle conclusioni sulle cause in base alle quali in alcuni Paesi sono presenti più PMI, se non la relazione che sussiste con la cultura e la storia degli stessi che possono aver condizionato la presenza più o meno notevole di grandi imprese.

Uno dei problemi rilevati è che le microimprese, nonostante siano in numero elevato, concorrono in maniera esigua al fatturato e al valore aggiunto totale delle PMI, per cui queste non sono molto produttive ed efficienti, anche se negli anni i valori stanno leggermente aumentando. Per quanto riguarda l'incidenza del fatturato e del valore aggiunto delle PMI, le percentuali risultano sempre significative.

In base ai dati riportati nell'elaborato, l'Italia è tra i primi posti quando vengono prese in considerazione le PMI, ma anche la percentuale relativa alla presenza di microimprese è leggermente più elevata rispetto alla media europea e conseguentemente anche la percentuale di dipendenti impiegati.

Invece il problema della produttività delle imprese con meno di 250 dipendenti riscontrato a livello europeo è ancora più marcato a livello italiano quando si tratta di microimprese, poiché, rispetto a quelle di altri paesi europei, hanno un peso molto più elevato sull'economia, ma producono meno.

Infatti, paragonando la percentuale di valore aggiunto creato dalle imprese italiane con meno di nove dipendenti con quella delle grandi imprese, quest'ultima è più marcata, nonostante rappresentino una percentuale vicina allo zero rispetto al totale delle imprese in Italia. Infatti, le imprese con più di nove dipendenti e le grandi imprese hanno un indice di produttività superiore alla media europea, per cui il problema riguarda solo le microimprese. Probabilmente questo dilemma italiano potrebbe essere superato con una crescita dell'innovazione digitale che potrebbe far aumentare l'efficienza dei processi aziendali, migliorando la produttività.

Considerando il singolo caso italiano, vi sono delle differenze tra le imprese del Nord e quelle del Sud. Al contrario di come ci si può attendere, le percentuali più elevate di PMI presenti sul territorio sono registrate al Nord, in particolare nella zona Nord-Ovest, e la percentuale più bassa è al Centro, ma probabilmente questo è dato dal fatto che al Nord in valore assoluto sono presenti più imprese rispetto alle altre zone dell'Italia. Inoltre, le aziende italiane hanno la caratteristica di essere, in gran parte, a conduzione familiare, le quali fanno più fatica a crescere poiché si creano spesso problemi nella prosecuzione dell'attività dopo che viene lasciata agli eredi dell'imprenditore, soprattutto al Sud.

Nell'area del Centro-Italia, le Marche sono la seconda regione per presenza di PMI, le quali sono, per quasi la metà, impiegate nel settore industriale e solo il 5% ha più di nove dipendenti, anche se negli ultimi anni sono aumentate le medie imprese a discapito delle microimprese. Una peculiarità delle imprese marchigiane concerne il fatto di essere imprese individuali, infatti lo sono più del 50% di quest'ultime. Un'altra particolarità delle Marche è che risulta la seconda regione italiana per l'indice più elevato, per quanto concerne la densità imprenditoriale.

Per quanto riguarda le fonti di finanziamento tradizionali sono quelle a cui le imprese ricorrono maggiormente, anche se negli ultimi anni sono aumentate le percentuali relative ai canali alternativi.

A livello europeo non si riscontrano problemi relativi alla disponibilità di risorse, le quali principalmente provengono internamente dall'impresa o dal sistema bancario, mentre le imprese che emettono titoli sui mercati sono ancora in numero molto limitato.

Le PMI italiane storicamente hanno sempre fatto ricorso all'autofinanziamento preferendolo rispetto alle risorse esterne, presumibilmente anche perché gran parte delle imprese sono familiari, quindi solitamente non disposte ad avere soci esterni. La percentuale di prestiti bancari risulta molto importante tra le fonti di finanziamento essendo preferiti tra le risorse esterne possibili a cui le imprese possono attingere. Questo ha fatto sì che tra impresa e banca si creassero dei rapporti duraturi nel tempo, più o meno significativi. Ciononostante, negli ultimi anni è diminuita la richiesta di finanziamento al settore bancario, il quale a sua volta offre meno liquidità per le nuove normative prudenziali introdotte.

Le imprese italiane che ricorrono in maniera più limitata alle risorse bancarie sono quelle meridionali, poiché hanno maggiori difficoltà di accesso al credito, quindi si autofinanziano.

L'ultima forma appartenente alle fonti di finanziamento tradizionali è il ricorso al mercato dei capitali, il quale ancora rappresenta una parte residuale dei finanziamenti. Il mercato azionario si è sviluppato negli ultimi anni, ma le percentuali rimangono ancora molto basse, anche se l'aumento totale riguarda principalmente le PMI, grazie al nuovo segmento AIM Italia, che ha requisiti meno stringenti, per cui molte imprese sono riuscite a quotarsi. Questo è positivo per le imprese, le quali tramite la quotazione aumentano il proprio valore e alcune dopo qualche anno riescono a passare al segmento MTA.

Anche il mercato obbligazionario ha dei valori ancora contenuti nonostante negli ultimi anni siano aumentati, infatti le PMI riescono ad accedervi più facilmente attraverso il segmento ExtraMOT PRO, data la richiesta di requisiti più limitati.

Recentemente sono state introdotte delle fonti di finanziamento alternative finalizzate proprio alle PMI, per aiutarle ad accedere a risorse esterne. Tra queste il canale più sviluppato e conosciuto è il crowdfunding. Le imprese che vi ricorrono aumentano annualmente, in modo analogo al numero di campagne andate a buon fine e all'ammontare raccolto.

Un'altra fonte alternativa è rappresentata dalla possibilità di emettere mini-bond. Le PMI stanno ricorrendo sempre più frequentemente a questo strumento e i dati sono in aumento anche grazie alla possibilità di offrirli tramite le piattaforme di crowdfunding.

Inoltre, vi sono le operazioni di private equity e di venture capital, anche se in Italia ancora non sono molto diffuse, poiché le imprese tendenzialmente sono a conduzione familiare e non sono disposte ad aprirsi a fondi esterni.

Per incentivare le partecipazioni esterne sono state introdotte le SIS, le quali non hanno riscosso successo in Italia, nonostante possano anche avvalersi delle piattaforme di crowdfunding.

Gli effetti del Covid-19 hanno comportato una diminuzione della liquidità a disposizione delle imprese, per cui le conseguenze hanno riguardato anche le fonti di finanziamento tradizionali. Infatti, le PMI non riuscendo ad autofinanziarsi, hanno aumentato la domanda di risorse bancarie, ma solo poche sono riuscite a quotarsi. Per quanto riguarda le fonti alternative, anche queste sono aumentate, in modo particolare le operazioni di crowdfunding, mentre sono diminuite le operazioni di PE e VC.

Infine, quanto detto relativamente alle fonti di finanziamento è riscontrabile nel caso studio analizzato. La ditta esaminata infatti ricorre principalmente all'autofinanziamento e al settore bancario, come la maggior parte delle PMI italiane.

BIBLIOGRAFIA

Annunziata Filippo. La disciplina del mercato mobiliare, Decima edizione. G. Giappichelli Editore (Torino, gennaio 2020)

Cirillo Pasquale, Vagliasindi P. A., Verga Giovanni. Mercato del credito e imprese in un modello con agenti eterogenei. Rivista Internazionale di Scienze Sociali (Luglio-Settembre 2006)

Incorvati Lucilla. “BORSA VARA LE NUOVE REGOLE PER AIM ITALIA”. Il Sole 24 Ore (7 luglio 2020)

Germani Alessandro. “Il venture capital aiuta le Pmi fino a oltre sei anni dall’avvio”. Il Sole 24 Ore – Norme e Tributi, Edizione 01/2019, pag. 23 (16 gennaio 2019)

Incorvati Lucilla. “Il crowdfunding punta ai miniBond”. Il Sole 24 Ore – PLUS24, Edizione 01/2020, pag.13 (Gennaio 2020)

Incorvati Lucilla. “Più liquidità sulle piccole dell’Aim Italia”. Il Sole 24 Ore – PLUS24, Edizione 02/2020, pag.13 (Febbraio 2020)

Longo Morya. “Dal 2008 i bond aziendali hanno compensato il 70% del credito perso”. Il Sole 24 Ore (14 febbraio 2019)

Negri della Torre e Torregiani Stefano. “Società di investimento semplice (sis), nuovi orientamenti di vigilanza posti in consultazione e crowdfunding: nuove opportunità anche per gli investitori retail”. Diritto 24 (6 maggio 2020)

Rossi Paola, Tarantola Ronchi Anna Maria. “Intermediari finanziari e sistema delle imprese: profili istituzionali ed evoluzione recente”. Rivista Internazionale di Scienze Sociali, Recenti sviluppi dell’economia italiana (Aprile-Giugno 1998)

Russo Daniela. “Minibond e crowdfunding – Quelle che ci provano al Sud”. Il Sole 24 Ore – PLUS24, Edizione 01/2019, pag.16 (Gennaio 2019)

Serafini Laura. “Pmi italiane pronte per il private equity”. Il Sole 24 Ore (17 settembre 2019)

SITOGRAFIA

- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32003H0361>
- <https://www.gfinance.it/definizione-pmi/>
- https://www.ice.it/it/sites/default/files/inline-files/Nota%20Informativa%20Australia_marzo%202020_sito.pdf
- http://www.schedeflash.it/index.php?option=com_sched-paese&task=scheda_flash&articles=487%7C23094%7C23090%7C23099%7C23100%7C23109%7C23126%7C23127&paese=480&interscambio=7&Itemid=3811&lang=it
- <https://focusgiappone.net/le-pmi-giapponesi-e-il-sistema-economico-locale/>
- http://images.co.camcom.gov.it/f/agenda/1622_ITCCK_-_Presentazione_Canova.pdf_0.pdf
- https://www.infodata.ilsole24ore.com/2018/11/28/piccole-medie-e-grandi-aziende-il-tessuto-imprenditoriale-europeo-in-numeri/?refresh_ce=1
- <https://www.bfs.admin.ch/bfs/it/home/statistiche/industria-servizi/impres-ad-detti/struttura-economica-impres/pmi.html>
- https://blog.osservatori.net/it_it/pmi-ecosistema-imprenditoriale-italiano-confronto-ue
- <https://www.multi-consult.com/pmi-in-europa-quante-sono-come-stanno/>
- <https://diblas-udine.blogautore.repubblica.it/2011/08/16/un-paese-di-medie-piccole-e-piccolissime->

- <http://www.piolatorre.it/public/art/frena-la-moria-delle-piccole-imprese-ma-la-sicilia-resta-debole-2507/>
- <https://www.confindustria.it/notizie/dettaglio-notizie/Rapporto-PMI-Mezzo-giorno-2019-Confindustria-Cerved>
- https://www.istat.it/it/files//2020/05/19_Sicilia_Scheda.pdf
- https://www.ansa.it/sardegna/notizie/2019/03/29/sud-pmi-in-salute-ma-cre-scita-ferma_419bbeb3-8057-4191-abc8-4cced3fb3ca8.html
- <https://www.sardegna-live.net/news/in-sardegna/28921/il-lavoro-in-sardegna-lo-creano-sempre-piu-le-piccole-imprese>
- <http://statistica.regione.marche.it/Statistiche-per-argomento/Pubblicazioni-Industria-e-artigianato>
- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170524.en.html>
- <https://www.ecb.europa.eu/stats/accesstofinancesofenterprises/pdf/ecb.accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201705.en.pdf?5e70b5dafefa5f0c6dd05f7431955b23>
- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr171129.en.html>
- <https://www.ecb.europa.eu/stats/accesstofinancesofenterprises/pdf/ecb.accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201711.en.pdf?e26720879c28cbb0ae14bab459d2c53d>
- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr180604.en.html>
- <https://www.ecb.europa.eu/stats/accesstofinancesofenterprises/pdf/ecb.accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201806.en.pdf?e26720879c28cbb0ae14bab459d2c53d>
- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181128.en.html>
- https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe201811.en.html#toc17

- https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe201905~082335a4d1.en.html#toc2
- https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190529_1~1d2b2ee8d5.en.html
- https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe201911~57720ae65f.en.html#toc4
- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr191129~9a88d360ad.en.html>
- <https://www.appuntieconomia.it/economia-aziendale/autofinanziamento-cash-flow-della-gestione-corrente>
- <https://www.pmi.it/professioni/investimenti-e-affari/197102/lautofinanziamento-e-lo-sviluppo-dellimpresa.html>
- <https://www.fondidigaranzia.it/conosci-il-fondo/>
- <https://quifinanza.it/soldi/banche-addio-cosi-le-imprese-si-finanziano-altrove/185814/>
- <https://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/raisingfinanceforeurope.pdf>
- <https://www.milomb.camcom.it/il-sistema-produttivo-e-il-rapporto-banca-impresa>
- https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2018/rel_2018.pdf
- https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/rel_2019.pdf
- https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-factsheet_small-medium-enterprises-access-finance_it.pdf
- [https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-dei-capitali.html#:~:text=Mercato%20nel%20quale%20vengono%20trattati,12%20mesi\)%20o%20a%20scadenza%20indeterminata.](https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-dei-capitali.html#:~:text=Mercato%20nel%20quale%20vengono%20trattati,12%20mesi)%20o%20a%20scadenza%20indeterminata.)
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-regolamentato.html>

- [http://www.consob.it/web/area-pubblica/mercati-regolamentati-italiani-e-europei-#:~:text=L'attivit%C3%A0%20di%20organizzazione%20e,elenco%20tenuto%20dalla%20Consob%20\(art.](http://www.consob.it/web/area-pubblica/mercati-regolamentati-italiani-e-europei-#:~:text=L'attivit%C3%A0%20di%20organizzazione%20e,elenco%20tenuto%20dalla%20Consob%20(art.)
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-non-regolamentato.html>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/storia/storia/consolidamento.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/storia/storia/scenari-economici-finanziari.htm>
- https://commercialisti.it/documents/20182/1235584/Rating+advisory+Format_4.pdf/deff2e48-6663-4d2b-a63e-9ca975fef8b4
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azioni.html>
- <http://www.consob.it/web/investor-education/le-azioni>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mta.html>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/piazza-affari-toglie-piu-quello-che-da-8-anni-drenati-50-miliardi-imprese-ABu5KlqB>
- <https://financecue.it/italia-mercato-azionario-imprese-banche-private-equity-ipo-quotazione/21533/>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/aim-italia-capitalizzazione-raddoppiata-cinque-anni-AD7gSpf>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/gliadvisor.htm>
- <https://www.finanzaoperativa.com/osservatorio-aim-italia-migliora-lefficienza-del-mercato-e-la-capitalizzazione-sale-a-58-euro-ml/>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/obbligazioni.html>
- <http://www.consob.it/web/investor-education/le-obbligazioni>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mot.html>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-bond.html>
- https://www.gammamarkets.it/images/press/GCM_ILS24_281219.pdf

- <https://www.istat.it/it/files//2020/07/Finanziamento-imprese-durante-emergenza-sanitaria.pdf>
- <http://www.consob.it/documents/46180/46181/Rep-covid-19.pdf/02fa9e7c-c7f1-4348-be40-1d39b0c3e545>
- <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2019/12/18/pmi-impresa-finanza/>
- <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>
- <http://www.consob.it/web/area-pubblica/crowdfunding-gestori>
- https://www.crowdfundme.it/wp-content/uploads/2019/01/Il-sole-24-ore_quotazione.pdf
- <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.cad.univpm.it/science/article/pii/S1057521920301873?via%3Dihub>
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/focus-small-cap/strumenti/cosa-sono-i-minibond.htm#:~:text=La%20sottoscrizione%20di%20queste%20obbligazioni,dall'articolo%20107%20del%20T.U.>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/corsa-dall-estero-minibond-pmi-italiane-AB6jQIWB>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/il-crowdfunding-apre-minibond-ACFCPet>
- <https://www.bizplace.it/2019/03/le-differenze-tra-venture-capital-e-private-equity/>
- <https://www.bizplace.it/2020/10/agevolazioni-investimenti-start-up-pmi/>
- <https://gdctax.it/it/quotidiani/il-sole-24-ore-le-sis-sviluppano-il-venture-capital-a-favore-delle-pmi>
- <https://www.economyup.it/innovazione/societa-dinvestimento-semplce-sis-che-cose-e-perche-e-utile-per-linnovazione/>
- <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/gestione-collettiva-del-risparmio/societa-di-investimento-semplce-riflessioni-sugli-orientamenti-banca-d-italia>

- <https://www.normtributidigital.ilsole24ore.com/art/norme-e-tributi-mese/2020-01-08/societa-investimento-semplce-nuovo-strumento-valorizzare-pmi-112732.php?uuid=ACRYmT4>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/pmi-centro-italia-fuori-mirino-private-equity-ACzZW2JB>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/il-private-equity-non-premia-pmi-ACG5QqLB>
- <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2020/bi-consob-sis/Documento-consultazione.pdf>
- <https://www.proiezionidiborsa.it/quali-benefici-portera-la-prima-societa-di-investimento-semplce/>
- <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/le-societa-di-investimento-semplce-sis-un-nuovo-veicolo-supporto-di-pmi-e-start>
- <https://forbes.it/2020/08/10/la-prima-societa-di-investimento-semplce-ditalia-e-di-un-ex-under30-selezionato-da-forbes/>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/crowdfunding-minibond-private-equity-finanza-alternativa-le-pmi-vale-27-miliardi-ADaxuP6>
- <https://www.ucima.it/uc-it/press-area/news/refrigerazione-industriale-il-settore-cresce-in-italia-e-nel-mondo/>
- <https://www.cgcompressori.it/normative-aria-compressa/normative-e-sicurezza/norme-antiquinamento-da-gas-freon>