

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI CAGLIARI

Dipartimento di Scienze economiche ed aziendali



DOTTORATO IN ECONOMIA E GESTIONE AZIENDALE



**I nuovi strumenti di finanziamento per le
PMI: una possibile applicazione alle
imprese sarde**

Vincenzo Rundeddu

XXVI Ciclo di Dottorato

*Tutor: Ch.mo Prof. Prof. **Roberto Malavasi***

*Coordinatore del Dottorato: Ch.mo Prof. **Andrea Melis***

Settori scientifici-disciplinari di afferenza

Finanza aziendale (SECS-P09)

Economia degli intermediari finanziari (SECS-P11)



“La presente tesi è stata prodotta durante la frequenza del Corso di Dottorato in Economia e Gestione aziendale dell’Università degli Studi di Cagliari, A.A. 2010/2013 (XXVI Ciclo), con il supporto di una borsa di studio finanziata con le risorse del P.O.R. SARDEGNA F.S.E. 2007-2013 - Obiettivo competitività regionale e occupazione, Asse IV Capitale umano, Linea di Attività I.3.1 “Finanziamento di corsi di dottorato finalizzati alla formazione di capitale umano altamente specializzato, in particolare per i settori dell’ICT, delle nanotecnologie e delle biotecnologie, dell’energia e dello sviluppo sostenibile, dell’agroalimentare e dei materiali tradizionali”.

Vincenzo Rundeddu gratefully acknowledges Sardinia Regional Government for the financial support of her PhD scholarship (P.O.R. Sardegna F.S.E. Operational Programme of the Autonomous Region of Sardinia, European Social Fund 2007-2013 - Axis IV Human Resources, Objective I.3, Line of Activity I.3.1.)”.

ABSTRACT

La crisi finanziaria ha evidenziato la debolezza strutturale delle imprese italiane, eccessivamente indebitate e troppo dipendenti dal canale bancario. Le soluzioni prospettate per finanziare e favorire la ripresa promuovendo l'accesso diretto delle imprese al mercato finanziario risultano teoricamente robuste e supportate dalla letteratura finanziaria, ma operativamente di difficile applicazione, a causa, soprattutto, di un mercato finanziario italiano non adeguatamente sviluppato.

Oltre a trattare tali tematiche questo lavoro presenta un'analisi empirica dettagliata sulle dinamiche del mercato dei *Minibond* a circa due anni dalla sua nascita e analizza - attraverso l'impiego di modelli di "early warning" su un database composto da 1.225 società - le discriminanti di natura endogena, legate alla struttura finanziaria delle imprese emittenti, e di come esse hanno inciso sulla decisione di emettere o meno *Minibond*.

The financial crisis has highlighted the structural weakness of Italian firms, highly bank-dependent and characterized by high leverage as well. The proposed solutions to finance and favour the recovery – promoting the direct access of firms to the financial market – are theoretically robust and acknowledged by the financial literature – although difficultly implementable due to an Italian financial market not adequately developed.

Apart from the aforementioned issues, this study presents a detailed empirical analysis on the dynamics of the Minibond-market (two years after its launch) and

analysis – through the employment of “early warning” models based on a sample of 1.225 firms – the endogenous features (linked to the financial structures of the issuing firms) that have influenced firms about the choice of issuing, or not, the Minibonds.

INDICE

PREMESSA	9
CAPITOLO PRIMO LE CRITICITÀ DEL MERCATO DEL CREDITO	12
1. Introduzione	12
2. La debolezza strutturale delle imprese italiane: alcune evidenze empiriche	16
3. Il credito bancario alle imprese nel periodo di crisi	21
4. Nuovi e vecchi modelli di intermediazione creditizia	24
<i>Appendice al Capitolo Primo</i>	32
CAPITOLO SECONDO LE PRINCIPALI SOLUZIONI FINANZIARIE INNOVATIVE PER LE PMI ITALIANE	39
1. Introduzione	39
2. Il finanziamento delle PMI alternativo al canale tradizionale	41
2.1. La finanza strutturata	41
2.2. “Decreto Sviluppo” e “Piano Destinazione Italia”	47
2.3. Frontiere della finanza: l’ <i>Equity Crowdfunding</i> in Italia	52
2.4. Novità in tema di <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	58
3. Il nuovo <i>Mercato ExtraMOT Pro</i>	62
3.1. Caratteristiche e requisiti dei <i>Minibond</i>	64
CAPITOLO TERZO L’IMPATTO DEI MINIBOND SULLE IMPRESE ITALIANE	68
1. L’evoluzione dei <i>Minibond</i> in Italia.....	68
1.1. Le difficoltà di diffusione dei nuovi strumenti finanziari	73
2. Caratteristiche delle aziende che accedono al mercato dei <i>Minibond</i>	76
2.1. Campione	77
2.2. Risultati.....	82
<i>Appendice al Capitolo Terzo</i>	87
CONCLUSIONI	90
BIBLIOGRAFIA DI RIFERIMENTO	94

PREMESSA

Gli accadimenti economici degli ultimi anni facenti seguito, in particolare, alla crisi finanziaria iniziata nel 2007 e ancora perdurante, hanno evidenziato le difficoltà del sistema finanziario da un punto di vista della domanda e dell'offerta di credito.

Le difficoltà derivano da anni di bancocentrismo all'italiana e dalla debolezza strutturale delle imprese italiane, da un lato eccessivamente indebitate e troppo dipendenti dal canale bancario per il reperimento di risorse rispetto ai *competitors* europei e, dall'altro, frammentate in numerose nano, micro, piccole e medie aziende non in grado di accedere direttamente al mercato dei capitali.

Il modello di finanziamento incentrato sul credito bancario ha consentito alle imprese, per larga parte dello scorso decennio, di aumentare il proprio indebitamento, nonostante la debolezza della redditività operativa. Dal 2008 in poi l'offerta del credito si è ridotta per effetto degli accadimenti macroeconomici cui sono stati ripetutamente esposti gli intermediari bancari. Tali difficoltà si sono trasmesse rapidamente al sistema produttivo principalmente attraverso una più severa selezione della clientela, accrescendo di conseguenza la percentuale d'imprese razionate (*credit crunch*). Emerge, in questo contesto, una necessità da parte delle imprese di essere meno dipendenti dal circuito bancario. A questo proposito, le varie soluzioni prospettate per finanziare e favorire la ripresa promuovendo l'accesso diretto delle imprese al mercato finanziario (tra le quali in particolare i *Minibond*) risultano teoricamente robuste e supportate dalla letteratura finanziaria, ma operativamente di difficile applicazione, a causa, soprattutto, di un mercato finanziario italiano non adeguatamente sviluppato.

Mentre il **Capitolo 1** esamina le criticità del sistema finanziario italiano e, in particolare, le problematiche sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta di credito, il **Capitolo 2** propone una breve disamina degli strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario già esistenti e di quelli "innovativi" di recente regolamentazione da parte del legislatore italiano. L'attenzione principale nello specifico verte poi sull'innovativo tema del *Mercato ExtraMOT Pro* e in particolare sulle obbligazioni previste a favore soprattutto delle PMI. Il **terzo Capitolo** introduce

uno studio empirico che stima il possibile impatto sul tessuto imprenditoriale italiano del nuovo Mercato per le PMI. Strumenti simili sono presenti in altre realtà europee e americane, ma le peculiarità del sistema creditizio nostrano, di cui si dà ampia giustificazione nei primi due capitoli del lavoro, e le specificità dei requisiti formali - ma soprattutto sostanziali - che il legislatore ha previsto per questo strumento creano un quadro non confrontabile con altre realtà territoriali.

Un'analisi empirica dettagliata studia, infine, le dinamiche del mercato dei *Minibond* a circa due anni dalla sua nascita e analizza, su un database caratterizzato da 1.225 imprese e attraverso l'impiego di modelli di "early warning", le discriminanti di natura endogena, legate soprattutto alla struttura finanziaria, delle imprese emittenti, e di come esse hanno inciso sulla decisione di emettere o meno *Minibond*. Il tentativo, quindi, è quello di fornire spunti di riflessione sia a supporto dei *policy maker* circa i possibili correttivi da applicare alla normativa prevista, sia alle imprese sulle modalità operative e sul potenziale sviluppabile in termini di diversificazione delle forme di finanziamento aziendale.

Il legislatore ripone, infatti, nello strumento *Minibond* molte speranze di riuscire nell'intento di orientare al mercato la finanza delle imprese di piccole e medie dimensioni, contribuendo così allo sviluppo di un moderno mercato finanziario.

Capitolo Primo

LE CRITICITÀ DEL MERCATO DEL CREDITO

1. INTRODUZIONE

Le possibilità di finanziamento per le imprese italiane sono andate progressivamente riducendosi negli ultimi anni anche a causa dalla profonda crisi economica e finanziaria che ha colpito l'Europa. Per quanto verrà esposto nel presente capitolo, nei prossimi anni si dovrà assistere al passaggio da una struttura finanziaria d'impresa con un capitale di terzi estremamente orientato al canale bancario, ad un'altra in cui convergono anche altre forme di finanziamento. Nella vita dell'impresa si presenteranno complessità crescenti da gestire in misura proporzionale all'articolazione delle fonti di finanziamento cui si ricorre, secondo un approccio a matrice di finanziabilità (Dallocchio e Salvi, 2011).

Gli ultimi anni sono stati penalizzanti per il sistema produttivo, in particolare per le piccole e medie imprese. Le evidenze empiriche sulla gravità della situazione sono tante e drammaticamente significative (cfr. paragrafo 2). Fino al 2007 lo stretto legame banca-impresa non aveva pregiudicato la crescita per via del ciclo monetario espansivo mentre le analisi relative ai dati degli ultimi anni mostrano i limiti della dipendenza dell'industria nazionale dal sistema bancario, destando preoccupazioni sulle reali possibilità di ripresa economica. Come noto, la necessità relativa alla disponibilità di fondi non risponde solo alle esigenze di investimento dell'impresa, ma anche ad una necessità legata alle esigenze di liquidità. Le imprese - ormai sono passate oltre sette anni dall'inizio della crisi finanziaria - presentano livelli di redditività operativa ai minimi storici, condizione determinata dal contesto macroeconomico di mancata crescita nonostante la drastica riduzione dei costi.

Il sistema finanziario italiano/europeo - e nello specifico quello bancario – risente, quindi, del contesto istituzionale Europeo, alla luce delle recenti cronache economico-finanziarie ancora più instabile, accentuando in questo modo la condizione di crisi e esacerbando, allo stesso modo, il divario fra sistema Italia e resto d'Europa (Germania in particolare) e del Mondo. La forte recessione è sicuramente una delle peggiori di sempre: non è stato mai possibile osservare una crisi del debito sovrano, perlomeno di questa dimensione, all'interno di una unione monetaria. Infine, il contesto internazionale non è mai stato caratterizzato da livelli così elevati di volatilità nei tassi di cambio.

Ripercorrendo la genesi dell'attuale recessione economica, la crisi finanziaria negli Stati Uniti (estate 2007), a seguito delle insolvenze sui mutui erogati (*subprime lending*), si è rapidamente propagata al mercato finanziario globale, interessando prima le istituzioni finanziarie con una spiccata operatività nella finanza “innovativa” per poi colpire i mercati della liquidità bancaria “più tradizionale”. Gli interventi delle banche centrali hanno, in parte, contenuto i danni derivanti dal blocco dei mercati interbancari, ma ciò non è stato sufficiente a restituire livelli di fiducia tali da ripristinare normali condizioni di funzionamento del sistema finanziario. Le banche italiane hanno superato “indenni” la prima crisi finanziaria, avendo – rispetto ad altri paesi europei - una prevalenza di fonti di raccolta e d'impiego tra la clientela ordinaria. Un'attività più tradizionale, rispetto ad altri stati europei, ha consentito loro di reagire alla crisi in maniera più dinamica: interventi – interni e non strutturali - hanno loro permesso il mantenimento delle coordinazioni lucrative senza necessità del ricorso in massa ad aiuti di stato (Malavasi, 2011 e 2013).

In Europa la crisi finanziaria, diventata quasi virale, si è diffusa al mercato dei titoli di stato. Ne hanno pagato le conseguenze, in particolare, i paesi periferici dell'Eurozona, sia per la percezione di un crescente rischio d'insolvenza, sia per i timori legati alla possibile disgregazione dell'area euro che ne hanno accresciuto i costi di rifinanziamento alimentando, a sua volta, una perversa spirale tra spesa per interessi, disavanzo e debito. Gli elevati debiti e disavanzi pubblici e l'incapacità individuale dei paesi della zona euro di espandere la propria offerta di moneta hanno acuito,

ulteriormente, la percezione di un grave rischio d'insolvenza. Tutto ciò ha determinato la fuga di capitali dal debito sovrano dei Paesi più a rischio e aumentato drasticamente il loro costo di rifinanziamento. A questo punto la BCE, oltre a decidere di continuare a utilizzare, per il rifinanziamento delle banche, aste a tasso fisso e con pieno soddisfacimento della domanda, ha avviato un programma di acquisti di titoli pubblici, che, dati i vincoli statutari cui è attualmente soggetta, non poteva che essere temporaneo e limitato. Tali interventi non si sono rivelati risolutivi: la percezione di una maggiore rischiosità dei titoli pubblici di questi paesi presso gli investitori internazionali è stata poi accentuata dalle inadeguatezze delle istituzioni europee, soprattutto a causa di una mancata politica fiscale comune e dell'impossibilità per la BCE di garantire il valore dei titoli di stato dei paesi in difficoltà. Tutto ciò ha comunque indebolito la fiducia del mercato e il merito di credito in molti paesi, in particolare di Spagna e Italia, dove il calo dei prezzi delle obbligazioni sovrane ha influito, negativamente, sul livello di capitalizzazione delle banche per via anche nelle nuove regole contabili ispirate a principi del *mark to market*.

Il progressivo deterioramento del quadro macroeconomico, seguito alla crisi dei debiti sovrani, ha influenzato profondamente gli assetti organizzativi ed i modelli di comportamento degli intermediari, alterando le stesse relazioni banca-cliente. In Italia gli effetti sono stati accentuati dalle debolezze economiche strutturali (debito pubblico elevato, ritardi del sistema produttivo) che non permettono di affrontare adeguatamente il progresso tecnologico, la globalizzazione dei mercati e la competizione nel contesto europeo ed internazionale. La seconda ondata di crisi, legata quindi al debito sovrano, ha provocato un peggioramento delle condizioni di raccolta e ha riproposto i problemi del sistema finanziario italiano: la bancocentricità (dipendenza delle banche e inconsistenza dei mercati azionari) e l'incapacità di offrire soluzioni alternative al credito (Panetta, 2014).

L'intero sistema bancario europeo attraversa, dunque, un periodo di profonde difficoltà, stretto tra inasprimento della regolamentazione, aumento del rischio di credito e riduzione delle opportunità di raccolta. La combinazione di questi fattori impedisce alle aziende creditizie di fungere da motore della ripresa. La crisi del 2008 ha

generato una drastica diminuzione degli attivi bancari e così, a fronte della necessità di un maggiore fabbisogno finanziario per la ripresa, la capacità delle banche di estendere direttamente credito è, invece, limitata. Rimangono sotto-utilizzati sistemi differenti d'intermediazione che, per il tramite del mercato finanziario, potrebbero andare a colmare questo *gap*.

Per quanto riguarda la normativa, Basilea III ha accresciuto notevolmente per le banche gli oneri, in termini di capitale e liquidità, andando ad incidere in particolare su tre aspetti: i) maggiore e migliore capitale di vigilanza; ii) limitazione della leva finanziaria; iii) nuovi e stringenti requisiti di liquidità a breve e medio-lungo termine. Secondo alcune stime (Zadra, 2014) la necessità di capitale per le banche europee si aggira sui 330 miliardi di euro.

Riassumendo, alle condizioni di mercato attuali, per le banche, appare complicato reperire capitale in tali quantità per diversi motivi:

- le difficoltà del contesto macroeconomico europeo che incidono negativamente sulla necessità di risolvere i problemi strutturali delle aziende di credito;
- i bassi livelli di utili che generano livelli di redditività del capitale inferiori rispetto alla media del costo del capitale;
- le resistenze degli azionisti ad aumenti di capitale che potrebbero modificare gli equilibri del controllo societario;
- il ridotto supporto finanziario delle istituzioni agli intermediari bancari dovuto all'incremento – negli anni della crisi – del debito pubblico per il salvataggio degli intermediari finanziari in difficoltà.

D'altra parte, i canali tradizionali di raccolta-depositi, obbligazioni e *covered bond* non sembrano in grado di soddisfare la rilevante necessità di *funding* necessaria per la ripresa. Tutto ciò si concretizza nella necessità di nuovi e alternativi canali di finanziamento per le imprese (cfr. Capitolo 2).

Gli scenari macroeconomici così articolati, in cui nasce, cresce e muta il rapporto banca-impresa non agevolano la crescita del sistema produttivo in Italia. Si dovrà andare verso nuovi equilibri di cui non si conosce il punto di arrivo. L'Italia - e ancor

più la Sardegna - non sembrano avere istituzioni e operatori pronti e capaci di allinearsi a queste dinamicità.

2. LA DEBOLEZZA STRUTTURALE DELLE IMPRESE ITALIANE: ALCUNE EVIDENZE EMPIRICHE

La debolezza della struttura finanziaria delle imprese italiane, e in particolare quella delle PMI, è un tema molto dibattuto in letteratura, dove si riscontrano numerose evidenze empiriche che assumono un ruolo chiave, oltre che il punto da cui partire, per l'analisi delle criticità del sistema creditizio italiano e delle difficoltà delle aziende nel reperimento di risorse finanziarie (domanda di credito).

Il contesto competitivo in cui operano le imprese italiane subisce pesantemente il divario – la diversa velocità – fra la condizione italiana e quella degli altri paesi europei. Nel sistema Eurozona, l'Italia e la Spagna hanno un'economia a crescita decisamente più “lenta” rispetto a Germania e Francia: in termini di GDP (cfr. Appendice), l'economia italiana è cresciuta in 7 anni (2006-2012) poco meno del 5% (così come la Spagna). Il GDP della Germania è cresciuto invece di oltre il 15% (oltre il 13% la Francia). Il Valore Aggiunto Lordo aggregato (GVA) tedesco complessivo è il doppio di quello italiano: i settori trainanti in Germania sono evidentemente l'industria e il manifatturiero. Al commercio, settori trainanti negli altri tre paesi *core* dell'eurozona, la Germania relega il terzo posto (pur avendo in valore assoluto volumi superiori agli altri tre membri UE).

Analizzando la problematica dal punto di vista delle imprese, la struttura finanziaria è caratterizzata da un'eccessiva dipendenza dal canale bancario e con livelli elevati di sottocapitalizzazione. Il modello di finanziamento delle imprese secondo la letteratura prevalente (tra i tanti Forestieri, 2014) subisce il peso dei prestiti bancari sul passivo e risente di un cosiddetto effetto prociclico: la banca amplifica “più velocemente” l'offerta nelle fasi cicliche positive e la raziona (più velocemente) nelle

fasi recessive, aumentandone anche il costo. Crisi congiunturali (*subprime* prima e debito sovrano poi), sistema banconcentrico, concessione non sempre meritoria del credito incidono in maniera più forte sulla crisi in atto rendendo il sistema finanziario ancora più instabile. Oltre alla fortificazioni del circuito di capitale si rende necessario, evidentemente, una riqualificazione del credito bancario. Alla luce di questo, il peso dei prestiti sul passivo e la relazione banca-impresa rende il modello descritto strutturalmente debole e inadatto a sostenere lo sviluppo dell'economia reale di cui le imprese devono necessariamente essere il motore, in particolare quelle ad alta innovazione.

Panetta (2014), riassumendo le difficoltà del settore produttivo italiano, evidenzia i costi economici delle recessioni degli ultimi anni che, in un arco temporale breve (2007 – 2014), hanno portato ad una decisa riduzione del PIL italiano, al crollo della produzione industriale e del numero di occupati. La crisi, di matrice internazionale, ha accentuato le debolezze strutturali del sistema paese, che si estrinsecano in un altissimo debito pubblico e nei ritardi con cui l'Italia ha risposto al progresso tecnologico e alla globalizzazione dei mercati. Una decisa leva della disintermediazione bancaria, un potenziamento dei circuiti del mercato dei capitale è, alla luce del ragionamento sopra esposto, inevitabile e urgente.

In termini di innovazione (ricerca e sviluppo), cresce lentamente l'impegno italiano, ma la distanza con la medie europea è ancora rilevante. In Italia il peso economico dei settori ad alta tecnologia (che sono quelli da cui emerge la spinta di un Paese verso l'innovazione) è tra i più bassi in Europa. L'investimento in Ricerca & Sviluppo è cresciuto sino al 2008 e poi ha rallentato per arrivare a decrescere nel 2012 (cfr. Appendice), in particolare circa il 50% della spesa in ricerca e sviluppo è sostenuta dalle imprese. Anche nell'area euro mediamente c'è stata una flessione della curva, ma la crescita era ed è rimasta consistente. Ancora, la spesa derivante dal settore imprenditoriale nell'area euro è mediamente superiore al 60% del totale (in Italia è circa il 50%). In Europa, dunque, la spesa in ricerca e sviluppo è mediamente molto più alta e la quota relativa di spesa del settore imprenditoriale è superiore. Il nostro Paese, nonostante lenti e leggeri miglioramenti, mostra una debolezza cronica per quanto concerne gli investimenti in Ricerca e Sviluppo. Un sistema produttivo orientato alla crescita deve necessariamente mostrare altre dinamiche e le imprese dovrebbero

incrementare quantitativamente e qualitativamente la spesa in Ricerca e Sviluppo. Al momento succede, ma con velocità differenti: le imprese tedesche nel 2006 pesavano circa il 30% dell'area euro e nel 2012 il 40%; in Italia dal 6% del 2006 la proporzione cresce sino all'8% (cfr. Appendice). Il quadro produttivo italiano, già critico in partenza, mostra tendenze al peggioramento, tendenza inversa rispetto ad altri paesi *core* (Francia, ma soprattutto Germania): condizioni di produttività inferiore, industria decisamente meno sviluppata e investimenti in innovazione (ricerca e sviluppo) ancora non adeguati.

Nel confronto europeo anche la struttura patrimoniale ed economica delle imprese italiane è inadeguata allo sviluppo e ancor meno ad affrontare una crisi economica della portata di quella attuale: i) bassissimi livelli di capitalizzazione; ii) elevata presenza di debiti bancari nei bilanci; iii) scarso ricorso al mercato quotato (capitale e obbligazioni); iv) ridotte dimensioni aziendali; v) insufficiente spesa in innovazione, ricerca e sviluppo (fra gli altri Forestieri, 2014; Malavasi, 2015).

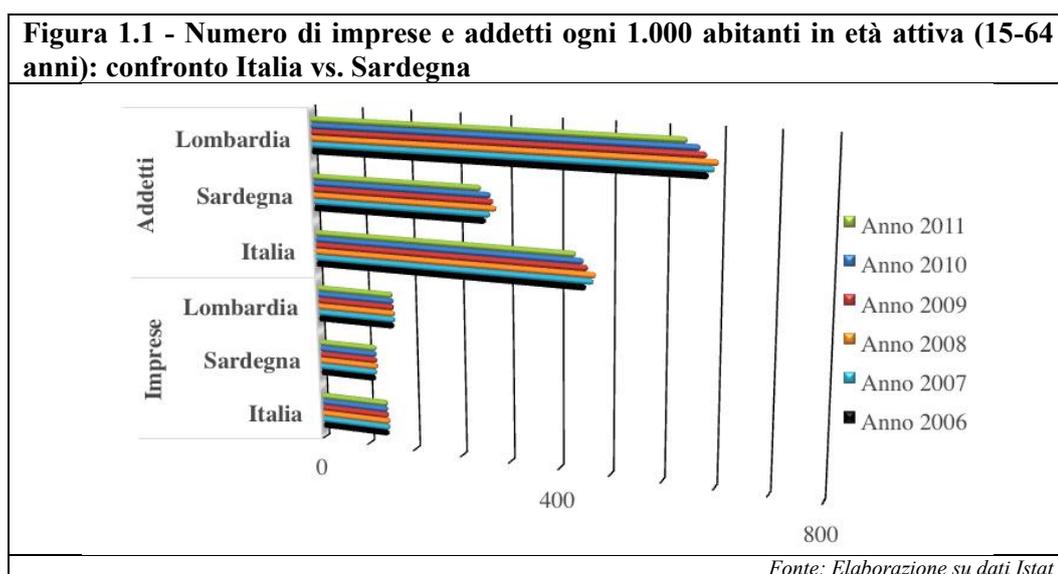
Tali fattori, oltre alla contrazione produttiva, determinano, a parità di altri fattori, la crescita dei rischi aziendali. I dati presentati da Panetta (2014) mostrano come negli ultimi anni la produttività ha ristagnato, la redditività è peggiorata, il grado di copertura degli investimenti con fonti interne è calato al minimo storico e, soprattutto, il grado d'indebitamento (*leverage*) è cresciuto, partendo - fra l'altro - da valori di base superiori rispetto alle medie internazionali.

Forestieri (2014) fornisce qualche informazione quantitativa più dettagliata sulla composizione dei bilanci delle imprese italiane. Oltre alle tendenze già richiamate si sofferma sull'apparente mancanza di canali alternativi al finanziamento bancario e sulla presenza massiccia di operazioni a breve termine, in particolare a vista, le quali moltiplicano gli effetti negativi della crisi. Il problema è chiaramente strutturale e se le condizioni non dovessero mutare, anche in una prospettiva di ripresa macroeconomica, le imprese non sarebbero pronte ad affrontare gli investimenti poiché il canale bancario è sottodimensionato rispetto alle future esigenze di liquidità a medio e lungo termine. Inoltre, la capacità di assumere rischi per gli istituti di credito è destinata a ridursi e ciò rende il futuro ancora più incerto. Le nozioni base di finanza aziendale ci ricordano che

gli investimenti devono essere finanziati con canali a medio lungo termine e preferibilmente con capitale proprio. Il problema del consolidamento e riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese comporta, dunque, il rafforzamento del capitale proprio, lo sviluppo di mercati di debito alternativi al canale bancario e una decisa riduzione e riqualificazione del debito bancario. Allo stesso tempo, poiché l'indebitamento cresce al ridursi delle dimensioni, è importante anche favorire la crescita aziendale (fusioni e strumenti simili): questo comporta, fra l'altro, un cambiamento di visione degli imprenditori italiani, i quali possiedono aziende a primario controllo familiare e l'ingresso di nuovi soci è in genere non gradito.

IL CONTESTO PRODUTTIVO REGIONALE

I dati nazionali sono le risultanze medie di realtà italiane che possono essere, talvolta, molto eterogenee tra loro. Il sottosistema Sardegna presenta una situazione ancor più critica rispetto alla media nazionale e soprattutto rispetto ad altri contesti produttivi italiani. La Sardegna ha un tessuto imprenditoriale decisamente sottodimensionato: le attività produttive rapportate alla popolazione in età attiva (Figura 1.1) mostrano una situazione fortemente differenziata tra Italia e Sardegna.



Poche sono le informazioni leggibili in maniera dinamica e aggiornata che permettono di comprendere l'evoluzione dinamica attuale e stimare le tendenze future. Il numero medio di attività economiche attive (cfr. Appendice), seppur indicativo, non consente di definire la crisi superata: la situazione, al contrario risulta drammatica e gli eventi turbolenti degli ultimi anni sembrano avere le maggiori ripercussioni nell'ultimo periodo (dalla metà del 2012 in poi). La situazione sarda mostra ancora una volta criticità decisamente superiori rispetto alle medie italiane.

Un'analisi relativa al comparto delle società dei capitali, per le quali è disponibile la maggiore informativa fornita dai dati di bilancio (fonte Aida - Bureau van Dijk) consente di approfondire brevemente le dinamiche del contesto produttivo regionale sviluppatasi negli ultimi anni (2006-2012).

Le evidenze empiriche (cfr. Appendice) mostrano una crescita nel tempo dell'indice di autonomia finanziaria (Capitale Proprio / Totale impieghi) più che altro dovuta ad una riduzione generalizzata degli attivi determinata dalla crisi economica. È altresì rilevante la riduzione degli investimenti in immobilizzazioni materiali; il calo dei fornitori incide sulla riduzione dei debiti di terzi, mentre il capitale proprio è rimasto relativamente stabile. Le società, quindi, non hanno affrontato o prevenuto la crisi investendo risorse proprie, ma riducendo pesantemente gli investimenti. Nel periodo in analisi si riduce fortemente anche la quota relativa ai crediti: tale calo, parallelo alla riduzione dei "fornitori", è dovuto al crollo del fatturato e conseguentemente degli utili, anche per rapporto all'attivo. In linea generale è evidente un peggioramento generalizzato delle strutture di bilancio, delle situazioni finanziarie e delle redditività aziendali. Gli imprenditori, partendo da una situazione di svantaggio, di fronte alla crisi non hanno avuto gli strumenti per poter reagire positivamente. La scarsa propensione a fare impresa o a "farla bene" (leggasi gestione dei rischi) non ha permesso di incrementare, quando ancora era possibile, il capitale proprio o creare soggetti giuridici "dimensionalmente" più adeguati e competitivi.

Analizzando i debiti verso banche, in tutte le declinazioni numeriche possibili, è evidente il crollo che hanno subito. Un semplice esercizio permette di comprendere più nel dettaglio le dinamiche relative al debito bancario a breve e a lungo termine: il

calcolo della variazione annuale dei debiti entro e oltre l'esercizio per ogni singola impresa. La riduzione (in termini di mediana) del credito bancario a breve si è verificata nel periodo 2008-2009; discorso a parte per il credito bancario a medio e lungo termine per il quale si nota una riduzione progressiva crescente nel tempo. Le esemplificazioni statistiche consentono di studiare le tendenze di fondo: emerge la forte riduzione dei flussi bancari oltre i 12 mesi (cfr. Appendice).

Altro dato interessante è il valore restituito dalle società dei capitali alla collettività in termini di imposte: vi è un calo medio dal 2 al 14%. Questo crea anche un effetto macroeconomico legato alla riduzione delle entrate erariali e, quindi a livello di stato centrale, alle minori capacità di spesa.

3. IL CREDITO BANCARIO ALLE IMPRESE NEL PERIODO DI CRISI

Alle problematiche relative alla domanda di credito (bancario) di cui al paragrafo precedente si cumulano quelle legate agli istituti bancari (offerta di credito). In prima battuta, le difficoltà delle imprese si ripercuotono sulle banche attraverso l'aumento delle sofferenze che gravano sul conto economico e sul patrimonio. Negli ultimi anni si nota una tendenziale riduzione della redditività bancaria, in parte riconducibile ai costi crescenti del finanziamento alla clientela a causa delle tensioni sui mercati della raccolta e dell'incremento del rischio percepito sulle banche italiane. A ciò va aggiunto l'effetto negativo provocato dai bassi tassi d'interesse che hanno inciso maggiormente sui rendimenti variabili degli impieghi e meno sui costi variabili della raccolta. Infine, va considerata la riduzione delle attività fruttifere in rapporto alle passività onerose e si riconferma la tendenza ad una riduzione del credito alle imprese e al rialzo dei tassi di interesse (Dell'Aversano e Lopes, 2014). Da uno studio di Giordano e Lopes (2013) emerge che la percentuale d'impresе razzionate è in costante crescita: l'accesso al credito rimane più difficile per le aziende minori, per le quali è meno agevole il ricorso a fonti di finanziamento alternative al canale bancario.

La stretta relazione tra banche e imprese in Italia riflette le già descritte caratteristiche strutturali della nostra economia e, *in primis*, la frammentazione del tessuto produttivo in numerose piccole e medie aziende che non sono in grado di accedere direttamente al mercato dei capitali. Il modello di finanziamento incentrato sul credito bancario, pur non esente da criticità, ha consentito alle imprese, per larga parte dello scorso decennio, di aumentare il proprio indebitamento, nonostante la debolezza della redditività operativa, grazie alla presenza di condizioni più vantaggiose di accesso al credito, in parte frutto dell'accresciuta concorrenza che gli intermediari di minore dimensione hanno esercitato nei confronti delle banche maggiori. Dal 2008 in poi, l'offerta del credito si è ristretta per effetto delle forti tensioni cui sono stati ripetutamente esposti i bilanci bancari. Queste si sono trasmesse al sistema produttivo principalmente attraverso una più severa selezione della clientela, accrescendo di conseguenza la percentuale d'imprese razionate. I vincoli di bilancio e l'incertezza delle condizioni macroeconomiche accentuatesi negli anni successivi hanno spinto gli intermediari a concentrare gli affidamenti verso le imprese meno rischiose cioè quelle con le condizioni economiche e finanziarie più equilibrate; lo stesso non è accaduto nei confronti di molte imprese le quali, pur presentando un'elevata crescita del fatturato, alti tassi di accumulazione e una rilevante capacità di penetrazione nei mercati esteri, mostravano indici d'indebitamento superiori (Dell'Aversano e Lopes, 2014).

Gli effetti della crisi si sono inevitabilmente manifestati sul sistema bancario attraverso: i) problematiche di *funding*; ii) riflessi (dovuti al deterioramento dell'economia reale) sulla qualità del credito; iii) riduzione dei margini di intermediazione. Due forti recessioni nell'arco di pochi anni hanno determinato un peggioramento della qualità degli attivi bancari. Le sofferenze bancarie hanno raggiunto livelli elevati: da uno studio (Crespi e Rundeddu, working paper 2015)¹ sull'andamento dei crediti deteriorati lordi presenti nei bilanci 2010-2013 delle principali banche italiane² emerge che oltre il 50% delle aziende di credito analizzate presenta una crescita dei crediti deteriorati per ogni anno (dal 2010 al 2013) pari ad almeno il 18%.

¹ In corso di perfezionamento.

² Le prime 50 banche italiane che rappresentano circa l'82% de *Total Assets* 2013.

In questo contesto, l'inasprimento delle condizioni di concessione del credito è stato relativamente più intenso nelle erogazioni destinate alle imprese meridionali (Dell'Aversano e Lopes, 2014): la restrizione ha riguardato in particolare le banche di maggiori dimensioni. Le banche minori sembrano dimostrarsi ancora relativamente più attente alle esigenze delle imprese locali. Prendendo in considerazione la dimensione aziendale, le imprese che hanno sofferto in misura relativamente più severa la restrizione del credito verificatasi tra l'autunno del 2011 e la primavera del 2013 sono state quelle del Centro-Nord con almeno 20 addetti; nel Mezzogiorno, al contrario, sono state invece le imprese con meno di 20 addetti ad aver registrato la maggior contrazione di affidamenti, segnalando in modo drammatico il problema di una crescente difficoltà di accesso al credito per le imprese minori largamente prevalenti nelle regioni meridionali. Nel Mezzogiorno i prestiti vivi erogati a favore delle imprese manifatturiere hanno registrato un'ininterrotta riduzione nel corso di questi anni, che tuttavia è stata più forte nel Centro-nord; invece la dinamica più negativa è quella che ha coinvolto i prestiti al settore delle costruzioni (Dell'Aversano e Lopes, 2014).

La dinamica dei prestiti per dimensione dell'intermediario mostra il forte rallentamento del credito erogato dagli intermediari più grandi, soprattutto quelli appartenenti ai cinque maggiori gruppi italiani, che erogano circa la metà dei finanziamenti complessivi alle piccole aziende, a fronte di una variazione positiva per gli altri intermediari. Le ragioni di tale situazione sono molteplici. In primo luogo, la crisi finanziaria internazionale ha comportato l'accresciuta percezione dell'incidenza del rischio di controparte, in modo asimmetrico, e ha fortemente condizionato il *funding* delle grandi banche italiane. In secondo luogo, la crisi ha colto i grandi gruppi bancari italiani impegnati in complessi interventi macro-organizzativi, imposti dai processi di aggregazione e concentrazione che hanno caratterizzato gli ultimi anni. Inoltre, la maggiore incidenza dei rischi derivanti dalla crisi ha evidenziato la più contenuta dotazione patrimoniale delle grandi banche e la leva più elevata.

4. NUOVI E VECCHI MODELLI DI INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA

Le problematiche presentate, sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta di credito sono confermate in letteratura da numerosi contributi, i quali ripropongono vecchi modelli di intermediazione creditizia in veste rinnovata o presentano nuovi modelli adatti alle mutate condizioni macroeconomiche. Da alcuni di questi lavori scaturiscono le considerazioni teoriche di base dalle quali originano nuovi o rinnovati strumenti di debito e di capitale tramite i quali, si potrebbero risolvere le criticità di un sistema finanziario ancora troppo bancocentrico.

BANCA PRIVATA O BANCA PUBBLICA?

Secondo alcuni studiosi (tra i quali *Filotto et al, 2012 e Molineaux, 2015*), durante la crisi dei *subprime* prima e quella del debito sovrano poi, le banche sono entrate in crisi soprattutto perché per un lungo periodo hanno finanziato soggetti non finanziabili (con merito creditizio basso), anche per ragioni di carattere sociale. Sempre con finalità pseudo-sociali molte banche sono state (e vengono ancora) salvate per evitare il dissesto dell'economia degli Stati e, a catena, di interi sistemi economico-finanziari (in letteratura si vedano i contributi sulla tematica del *too big to fail* (fra gli altri *Mattana et al., 2015; Mattana e Rossi, 2015*). Spesso le banche vengono, quindi, rese pubbliche (anche indirettamente) e ci si trova di fronte ad un paradosso: un intermediario privato trattato come soggetto pubblico. È sostenibile il ritorno alla banca pubblica? Questo è il tema trattato da *Filotto et al, 2012*, mentre buona parte della letteratura si sofferma sul rafforzamento e l'innovazione in tema di controlli prudenziali (vigilanza unica, meccanismi di monitoraggio e di liquidità ad esempio). Il tema degli assetti proprietari e il problema della nazionalizzazione è stato trattato nel dibattito istituzionale soprattutto durante la crisi dei *subprime*, quando ad alcune banche “fu consentito” il fallimento (la prima fu Lehman Brother) mentre altre furono “salvate” (ad esempio la Northern Rock) e nazionalizzate, ovvero aiutate attraverso l'ingresso temporaneo nel capitale degli Stati Sovrani con l'obiettivo di stabilizzarle e poi ri-privatizzarle in tempi migliori.

La maggior parte della letteratura bancaria sostiene che la figura della banca privata è ormai la sola possibile e che ci si debba concentrare sulla regolamentazione, sulla vigilanza e sulla trasparenza. Gli autori citati (*Filotto et al, 2012*) sostengono, invece, che la banca sia un'impresa "speciale" il cui obiettivo sovraordinato è quello di allocare importanti risorse per lo sviluppo economico; la banca prende il denaro da chi lo ha e lo rialloca a chi "non lo ha" e spesso non "meriterebbe" di averlo, proprio come fa uno Stato³.

IL MODELLO DI BANCA UNIVERSALE

Il modello tradizionale dell'intermediazione creditizia prevede, in breve, la concessione del credito finanziato dalla raccolta di depositi, dei quali una parte rilevante ha funzione monetaria e di obbligazioni. Le perdite che hanno colpito le banche durante la prima parte della crisi finanziaria sono, in larga misura, scaturite non da attività in operazioni "tradizionali" (raccolta del risparmio fra pubblico per finanziare famiglie e imprese), ma bensì da *trading* proprietario, derivati, prestiti a *hedge fund* non garantiti e *private equity*. Ciò ha riaperto il dibattito sulla separazione dell'attività tradizionale da quella "speculativa", mettendo di nuovo in evidenza il quesito sulla validità del modello di banca universale (*Bernardi, 2013*).

La separazione delle differenti attività permetterebbe un utilizzo degli aiuti di stato orientati al recupero dell'efficienza dell'attività tradizionale, la sola da cui scaturisce e si sviluppa la vera economia non finanziaria, quella reale, di cui la finanziaria è uno strumento. Bernardi identifica le possibili alternative in tale ambito: i) divieto per le banche di condurre talune attività di natura speculativa considerate eccessivamente rischiose; ii) separazione giuridica e funzionale dell'attività di banca tradizionale dalle attività di natura speculativa. Le alternative proposte secondo l'ABI, in un modo o nell'altro, limitano negativamente la profittabilità del settore bancario poiché agiscono su diverse leve: i) costi di finanziamento delle banche; ii) diversificazione delle fonti di profitto; iii) riduzione della gamma di possibili prodotti per la clientela. Il punto su cui spinge l'ABI è, invece, la regolamentazione omnicomprensiva delle istituzioni finanziarie, seppur in maniera proporzionale, e non

³ Gli autori ri-propongono provocatoriamente questa teoria come minoritaria, quasi eretica.

solo, del singolo settore bancario al fine, da un lato, di evitare fughe degli operatori dal settore bancario verso settori più “grigi” e dall’altro rendere più efficiente e globalizzato il sistema dei controlli, limitando così tracolli e ripercussioni a cascata.

NUOVI MODELLI “SOSTENIBILI”

Anche per Mottura (2013) il modello d’intermediazione della banca è certamente divenuto insostenibile nella duplice valenza dell’equilibrio d’impresa e in quella del servizio offerto all’economia. Secondo lo stesso autore la crisi non è contingente ai “macro accadimenti” degli ultimi anni, ma è strutturale. Il sistema bancario non è stato in grado di riprendersi a dovere trovandosi al centro di un grande paradosso: una banca liquida che non fa credito e non è in grado di ricostituire le condizioni reddituali, finanziarie e patrimoniali necessarie per uscire dalla situazione attuale di stallo. Il circuito d’intermediazione bancaria è pericolosamente da tempo in condizione di squilibrio strutturale: le banche integrano la raccolta tradizionale derivante dai depositi con l’emissione di titoli obbligazionari entrando in competizione con altri emittenti di titoli di debito (in Italia quello “più forte” è sicuramente lo Stato). Mottura è critico verso le soluzioni di separazione dell’economia tradizionale dalle altre a tutela dell’interesse pubblico, tenta, di proporre una regolamentazione ed una maggiore tutela per la banca commerciale affinché sia protetta dai rischi delle attività diverse. Questa però si muove tra le maglie di un interesse pubblico e di un interesse privato. Come a voler dire che ci sia una mano invisibile che indirettamente maschera una banca pubblica dietro a un soggetto fintamente privato. Secondo Mottura tale modello non è sostenibile: “è equivoca o ambigua l’idea di un’attività bancaria protetta che sottostà a regole speciali, che fruisce di sussidi e di pubblica garanzia e che, nello stesso tempo, condivide la logica del mercato”. Egli evidenzia, invece, la necessità di nuovi modelli per risolvere lo squilibrio strutturale, uscire dalla crisi e abbracciare lo sviluppo. Propone un nuovo modello, a suo argomentare, sostenibile: il modello, in termini semplicistici, prevede il mantenimento del credito a breve per l’esercizio della funzione creditizia e la cartolarizzazione dei crediti a lungo. Ciò dovrebbe ridurre il fabbisogno di riserve di liquidità e di capitale.

La situazione attuale è abbastanza evidente: i rischi crescono; la banca tendenzialmente non produce più credito, ma lo riduce (o, nella migliore delle ipotesi,

crea sempre meno nuovo credito). La banca svolge una funzione d'intermediazione dinamicamente inadeguata rispetto al fabbisogno dell'economia reale. La sua attività ha una natura statica: non riesce a generare nuova liquidità, la quale ormai troppo spesso dipende dalle azioni della Banca Centrale. Secondo Mottura anche l'intero modello attuale di regolamentazione prudenziale è diventato insostenibile poiché impone coefficienti di patrimonializzazione e di liquidità che spingono l'equilibrio economico della banca verso l'insostenibilità: per assurdo il banchiere dovrebbe liquidare la propria attività poiché non dispone di combinazioni produttive economiche. Il vantaggio di un modello fortemente regolamentare è, forse, la stabilità. Ciò però contrasta, come argomentato, con l'interesse privato dell'attività di impresa. Interessante la considerazione, sempre di Mottura, a proposito dell'esistenza di un *loop* perverso triangolare che si è formato fra banca commerciale, modello regolamentare prudenziale e economia reale: la regolamentazione ha bloccato il funzionamento della banca per ottenere la tanto ricercata stabilità; il mercato non riceve dalla banca prestazioni (prodotti e servizi) necessari alle sue esigenze, ma allo stesso tempo richiede stabilità ai regolatori.

La soluzione di ristrutturazione dei passivi e degli attivi bancari (anche) tramite lo strumento delle cartolarizzazioni è contrastata dall'opinione pubblica, la quale è psicologicamente in difficoltà ad accettare tale ipotesi per via di quanto successo con la crisi dei *subprime*. Le potenzialità dello strumento, però, esistono, si conoscono, si misurano e sono visibili, ma i rischi e il recente abuso ne scoraggiano, con elevate dosi di pregiudizio, l'utilizzo senza opportune contromisure. Il modello ben strutturato e teorizzato da Mottura verte su una visione d'insieme organizzata principalmente in tre punti:

- Il passivo monetario della banca deve essere gestito separatamente e regolato specificamente.
- La banca esercita piena funzione creditizia offrendo sia credito a breve che a lungo. I prestiti a lungo vengono, però, cartolarizzati a gestori indipendenti e competenti.
- L'indebitamento della banca necessario per il finanziamento del credito a breve e per la creazione di quello da cartolarizzare deve essere

riconfigurato con strumenti finanziari privi di funzione monetaria e perciò sensibili ai rischi di mercato.

Affinché il meccanismo sia valido ed efficace le società di gestione dei prestiti cartolarizzati devono essere indipendenti e deve essere garantita la piena trasparenza del processo. È proprio quest'ultimo il punto sul quale vengono alimentati i dubbi per la concreta efficacia di tale modello. Esistono, al momento, gli strumenti regolamentari che garantiscano, non solo teoricamente, la trasparenza di queste operazioni senza cadere nell'accezione negativa propria dello *shadow banking*? Esistono regole in grado di tenere lontani anche indirettamente da un mercato così potenzialmente importante per i grandi colossi bancari? È possibile predisporre una regolamentazione che impedisca la creazione di nuovi strumenti finanziari i quali, anziché frammentare il rischio in maniera equa sull'intero sistema finanziario, lo "scarichino" sul risparmiatore? È possibile ridurre il *deficit* informativo che avrebbe la società di gestione rispetto alla banca, la quale ha un rapporto diretto e costante con il depositante? In ultimo, il sistema ancora pesantemente bancocentrico è in grado di creare e smaltire gli strumenti finanziari che consentano alle società di gestione di riconfigurare e ricollocare i prestiti agli investitori, mantenendo trasparenza e efficienza del sistema?

Secondo Zadra (2013), le varie soluzioni prospettate in Europa per finanziare e favorire la ripresa promuovendo l'eccesso diretto delle imprese al mercato finanziario (tra le quali in particolare le cartolarizzazioni e i mini bond) sono teoricamente valide, ma operativamente di difficile applicazione poiché si tratta di strumenti strutturalmente illiquidi. È necessario dunque lo sviluppo di un mercato secondario europeo liquido ricorrendo, ancora una volta, alle *securitization*, le uniche che rendono possibile grandi emissioni di strumenti finanziari. L'attività bancaria è ormai estremamente complessa e cerca di muoversi fra le pesanti difficoltà attuali: inasprimento della regolamentazione, aumento del rischio di credito e riduzione delle opportunità di raccolta. In questa situazione le banche hanno forti difficoltà a fungere da motore della ripresa, da "strumento finanziario" per le imprese e in generale per l'intero sistema produttivo. L'auspicata (parziale) disintermediazione bancaria colmerebbe (parzialmente) l'incapacità delle banche di estendere il credito alle imprese in maniera diretta. Il

mercato finanziario italiano non è, infatti, sufficiente sviluppato e figlio di decenni di bancocentrismo.

LA SECURITIZATION COME SOLUZIONE ALLA PROBLEMATICHE DI FUNDING

La redistribuzione del rischio consentita dalla *securitization* viene considerata vantaggiosa per gli intermediari, soprattutto di tipo bancario, poiché consente di frazionare il rischio e redistribuirlo verso altre controparti, permettendo il rientro della liquidità impiegata (Mengarelli, 2012). Nonostante numerosi studi sono concordi nel ritenere gli ABS⁴ come primaria determinante della crisi dei *subprime* del 2008, è generalmente riconosciuto che la presenza in un mercato di prodotti cartolarizzati ben regolamentati, di alta qualità e trasparenza può svolgere un ruolo chiave nei mercati dei capitali.

Prodotti finanziari di questo tipo possono soddisfare sia le esigenze degli investitori che richiedono strumenti di debito garantiti e liquidi, sia le necessità dell'intermediario bancario di finanziarsi su scadenze più lunghe attraverso lo smobilizzo di posizioni illiquide. La natura strutturata dei prodotti cartolarizzati permette, inoltre, di attrarre una varietà di partecipanti al mercato e contribuisce al trasferimento dei rischi nell'ambito del sistema finanziario, rinforzando – potenzialmente - l'economia reale nell'ipotesi di utilizzo come fonte di finanziamento per le PMI.

Le cartolarizzazioni, divenute tecnicamente complesse e sempre meno trasparenti, hanno diffuso nel mondo finanziario gli effetti della crisi del mercato immobiliare statunitense alla crisi del 2008. Tale modello, definito come “*Originate to distribute*”, si contrappone al modello tradizionale “*Originate to hold*” (Battaglia, 2013). Il nuovo modello che, col tempo, sta rendendo l'intermediario bancario maggiormente *market-funded* trae origine da alcuni fattori causali fra i quali si ricorda il crescente sviluppo del fenomeno della disintermediazione e dei mercati mobiliari, il costo crescente del capitale per effetto dell'inasprimento della regolamentazione prudenziale e la maggiore pressione competitiva nell'ambito del settore bancario. Al contrario del modello tradizionale, il quale si fonda sulla concessione del credito e della raccolta diretta e

⁴ Asset-Backed Securities

frazionata di risorse finanziarie mediante indebitamento tramite depositi e obbligazioni (Mottura, 2011), il processo di reingegnerizzazione del modello d'intermediazione creditizia ha portato ad una sistematica cartolarizzazione dei prestiti. Il modello di economicità dell'intermediario tradizionale si basa sul margine d'interesse (differenza tra tassi attivi applicati sui prestiti e tassi passivi corrisposti sui depositi) il quale consente all'intermediario di effettuare sia l'attività di trasformazione delle scadenze, sia quella di trasformazione del rischio, rispettivamente attraverso la creazione di un premio di liquidità e di un premio per il rischio. Il modello di economicità dell'intermediario *market-funded* è invece fondato sul margine provvigionale, determinato dalla differenza tra commissioni attive e passive. Ciò rende il mercato mobiliare non più un *competitor*, ma un partner che contribuisce ad accelerare il processo di disintermediazione (Battaglia, 2013).

Anche secondo Malavasi e Aliano (2015) la cartolarizzazione dei prestiti destinati al finanziamento degli investimenti a medio - lungo termine è lo strumento ideale per la produzione di credito con maggiore efficienza. La fonte delle risorse per il finanziamento dell'intermediazione creditizia sarebbe, dunque, la domanda di strumenti d'investimento da parte di investitori istituzionali e di investitori privati. In questo modo verrebbe superato sia il problema del *funding* sia quello della capitalizzazione della banca di deposito, rendendo più efficienti e flessibili le funzioni classiche di trasformazione dei rischi e delle scadenze. A livello italiano, sono diverse le criticità che riguardano l'implementazione efficiente della cartolarizzazione per la dismissione dei mutui. In *primis* il diffuso convincimento, nell'opinione pubblica e nei media, che tali processi siano alla base della crisi finanziaria, scoppiata nel 2007, e innescata proprio dalla crisi dei mutui *subprime* (trasparenza del processo e degli assets cartolarizzati). Non secondario è il problema relativo alla liquidità che tali strumenti dovrebbero garantire: al fine di renderli appetibili e facilmente mobilizzabili, l'emissione degli ABS dovrebbe, infatti, rispettare criteri di standardizzazione atti alla loro circolazione sul mercato secondario. Zadra (2014) su tale tema suggerisce: i) l'istituzione di un'agenzia di rating (magari sovranazionale) che consenta la certificazione (leggasi maggiore trasparenza), da parte di un soggetto terzo, del rischio insito in tali ABS; ii) l'utilizzo di

processi di ri-cartolarizzazione, o di cartolarizzazione di secondo livello, finalizzati ad incrementare lo spessore del mercato secondario.

APPENDICE AL CAPITOLO PRIMO

Figura A1.1 – Evoluzione del PIL nei primi 4 Paesi dell'Eurozona

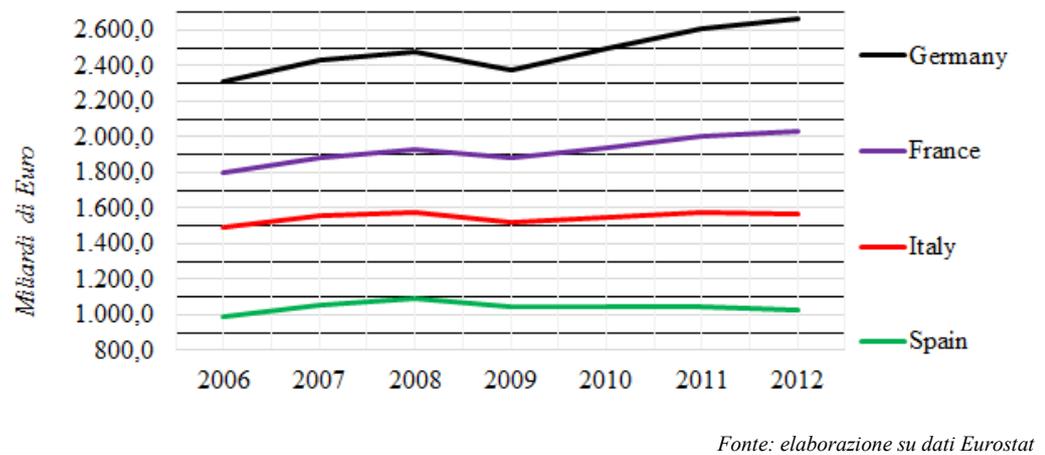


Figura A1.2 – Valore aggiunto lordo (VGA) a prezzi di mercato per classi di attività economica (classificazione NACE Rev. 2).

Valori in miliardi di euro (Anno 2013)

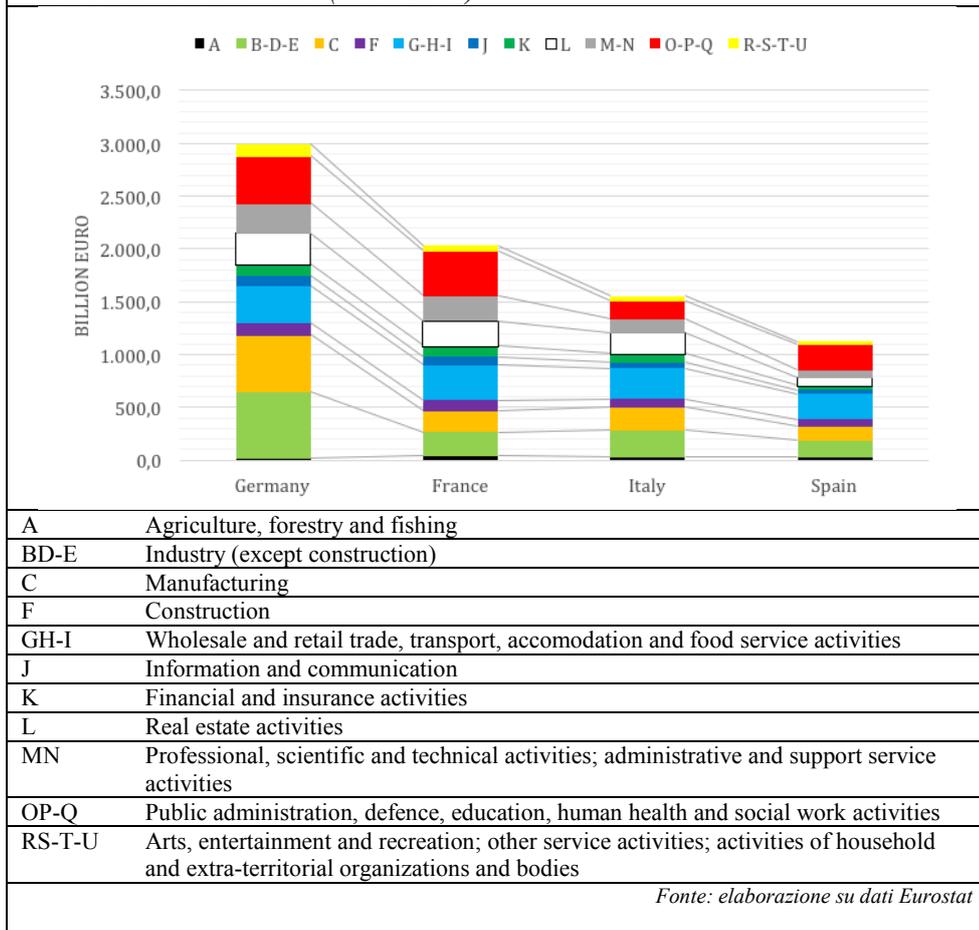


Figura A1.3 – Total intramural R&D expenditure (GERD) by sectors of performance
Euro per abitante

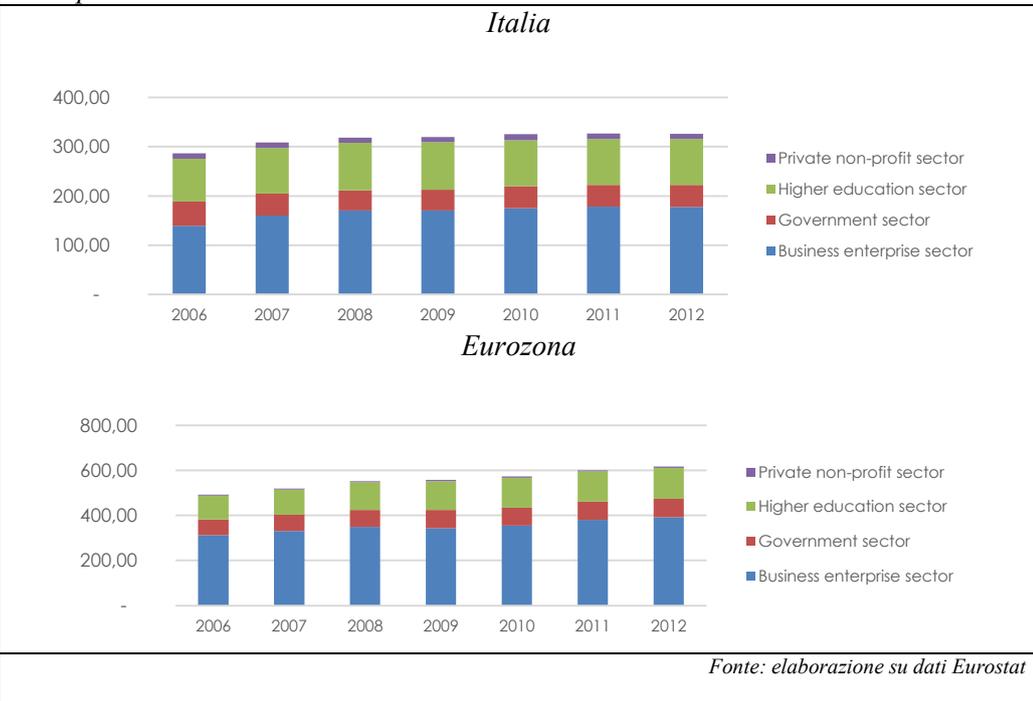


Figura A1.4 – Totale intramurale della spesa in R&S nell'Area Euro (settore delle imprese)
Valori in milioni di Euro

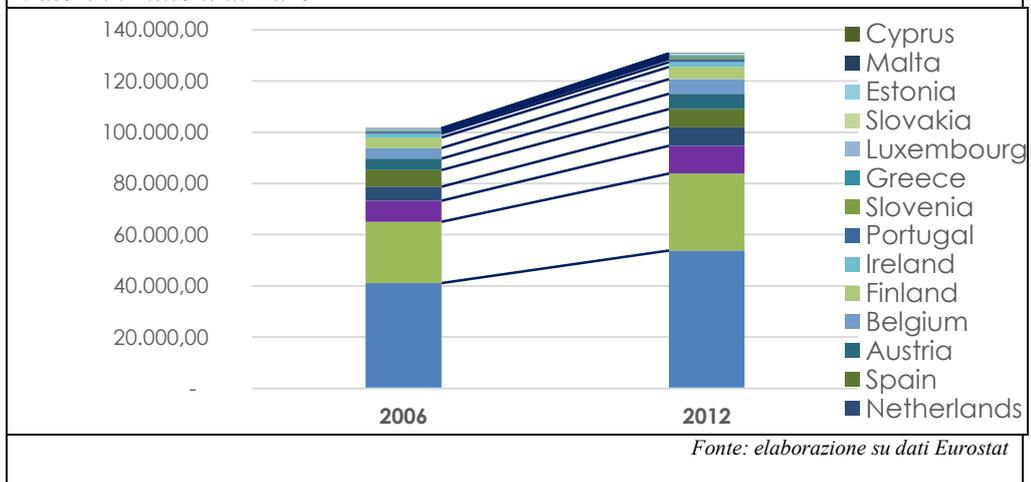


Figura A1.5 - Numero medio di attività economiche attive: confronto Italia vs. Sardegna

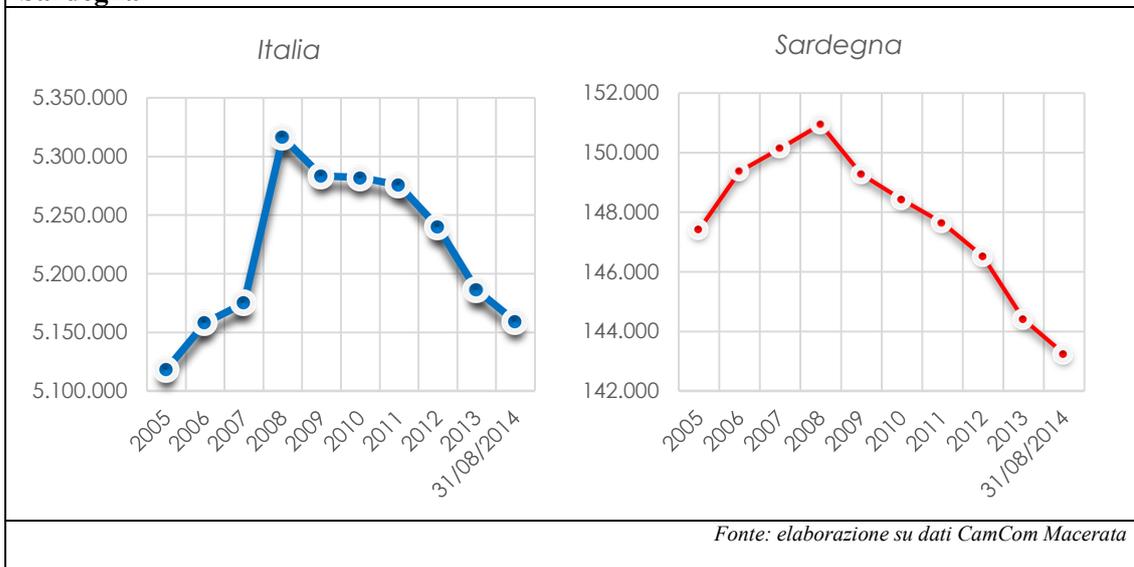


Figura A1.6 – Impieghi, Capitale proprio, Capitale di Terzi, Indice di autonomia finanziaria
Valori mediani

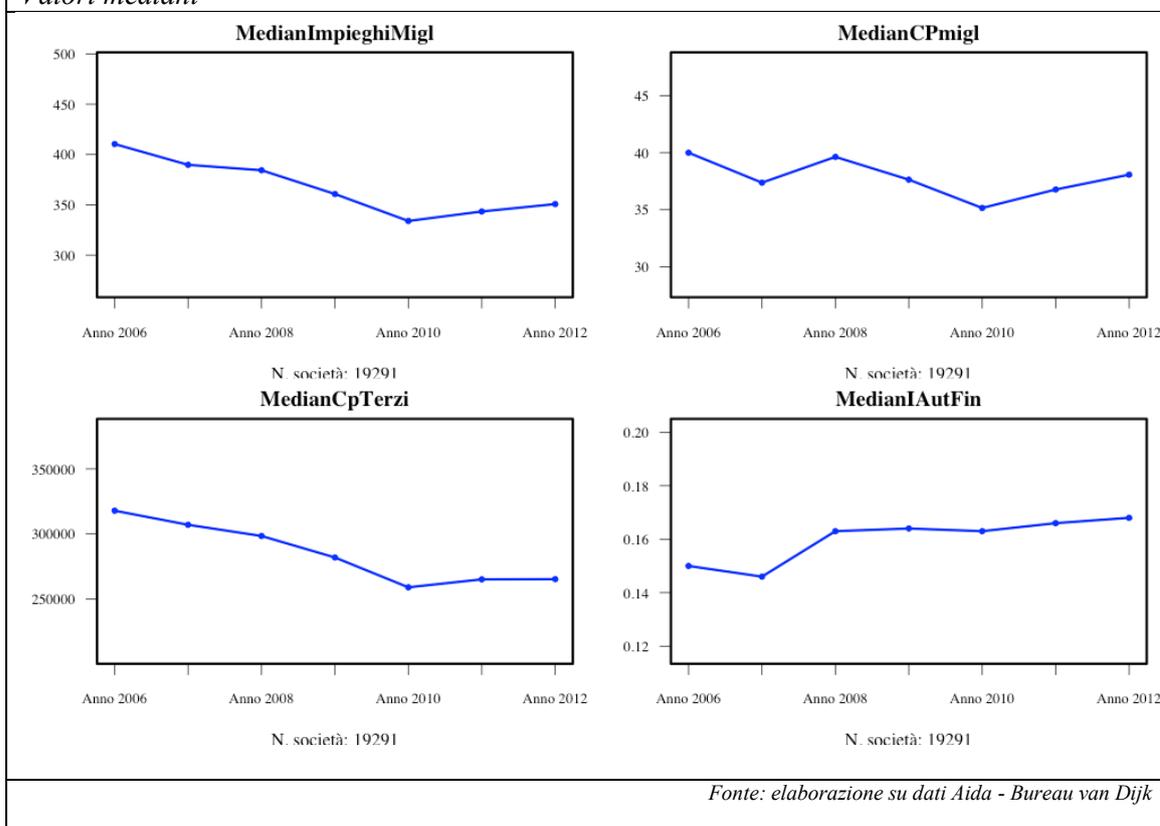
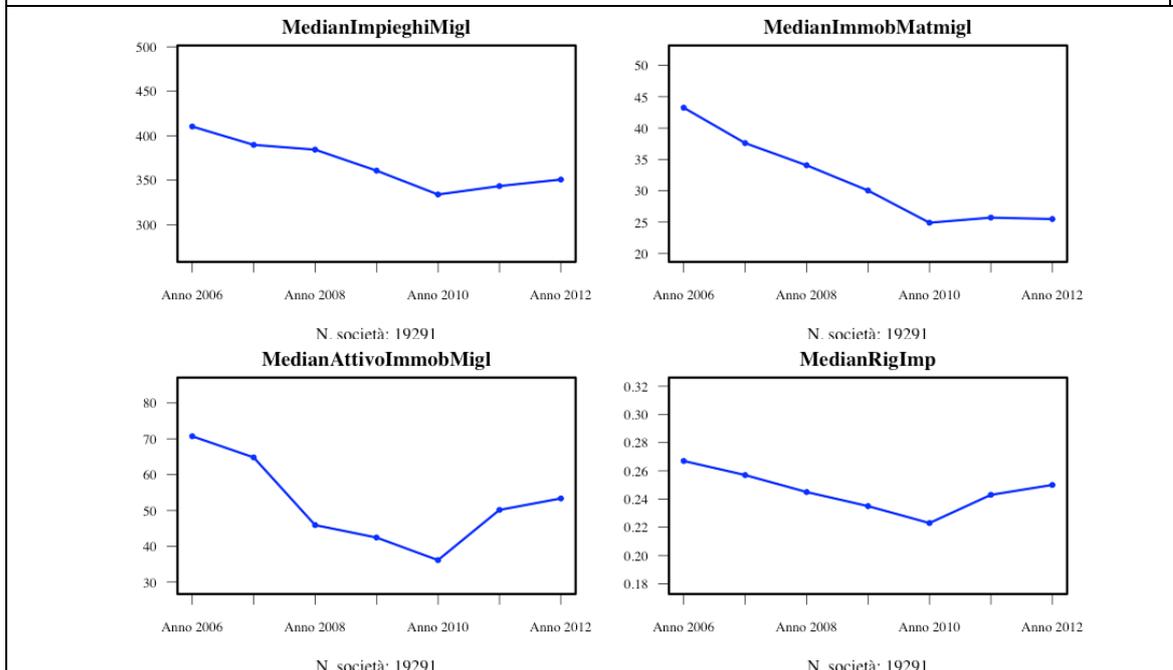
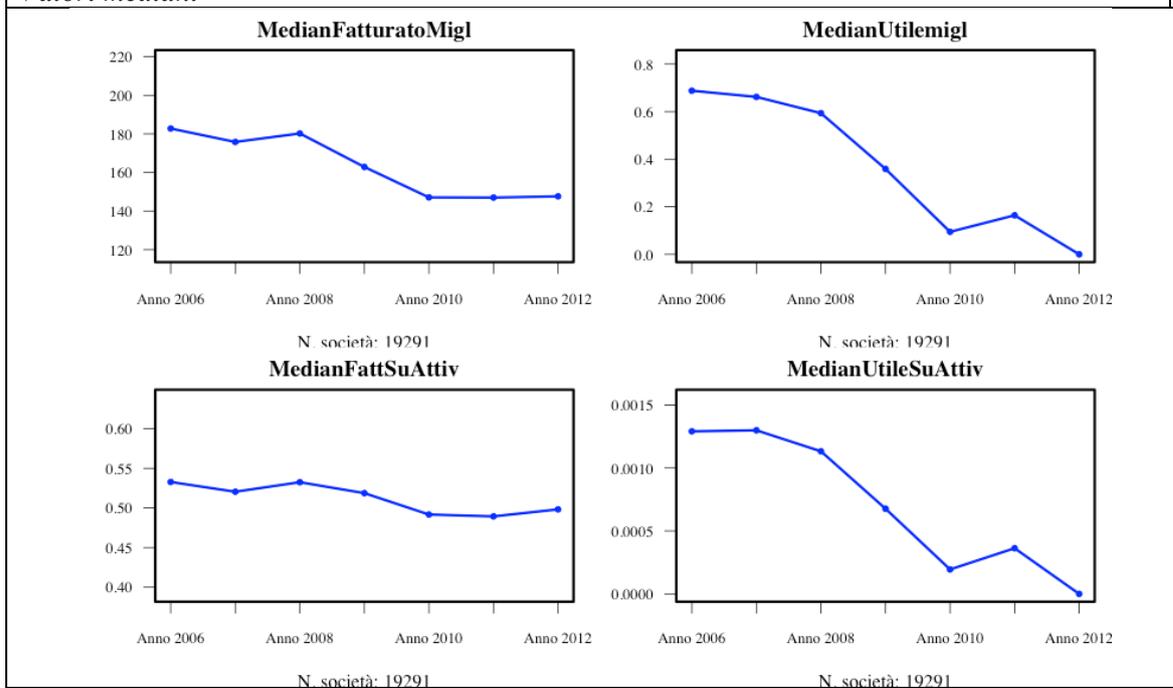


Figura A1.7 – Impieghi, Immobilizzazioni materiali, Attivo immobilizzato, Indice di rigidità degli impieghi
Valori mediani



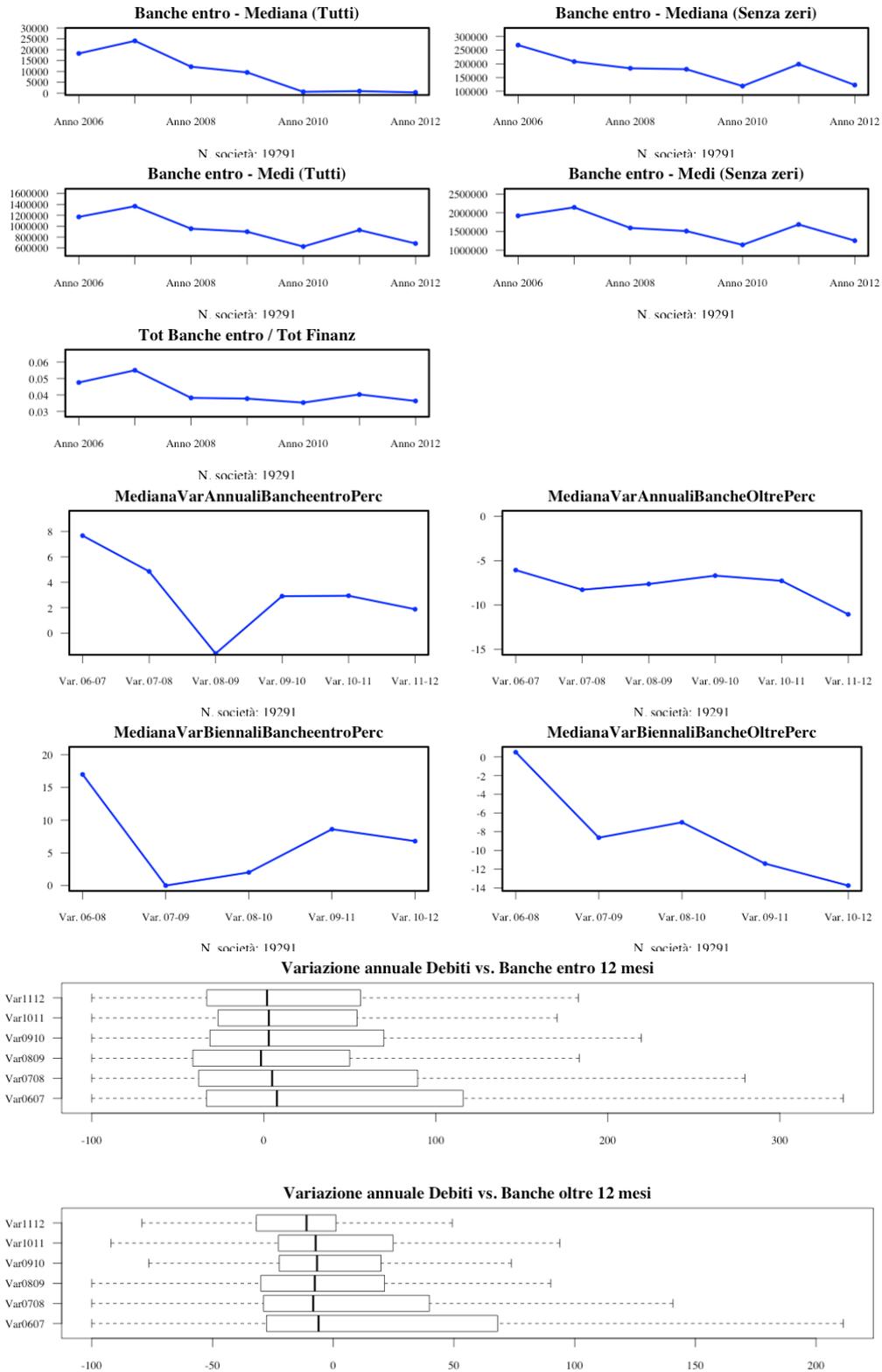
Fonte: elaborazione su dati Aida - Bureau van Dijk

Figura A1.8 – Fatturato, Utile, Fatturato su attivo, Utile su attivo
Valori mediani



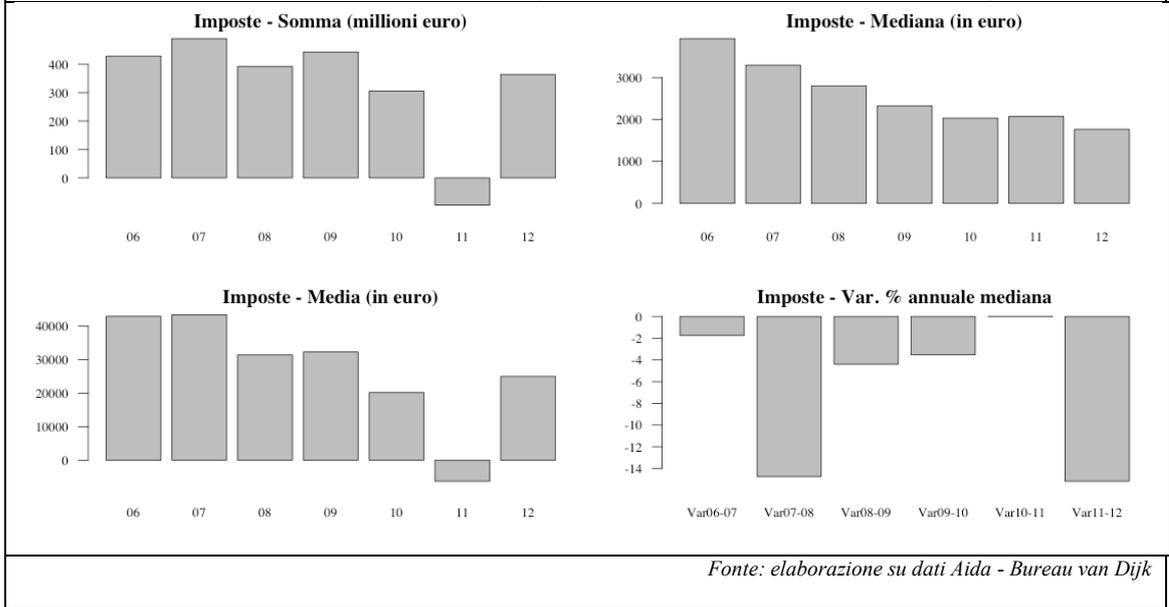
Fonte: elaborazione su dati Aida - Bureau van Dijk

Figura A1.9 – Banche, banche (valori diversi da zero), Banche su Totale finanziamenti
 Valori medi e mediani e variazioni annuali (debiti bancari entro e oltre i 12 mesi)



Fonte: elaborazione su dati Aida - Bureau van Dijk

Figura A1.10 – Banche, banche (valori diversi da zero), Banche su Totale finanziamenti
Valori medi e mediani e variazioni annuali (debiti bancari entro e oltre i 12 mesi)



Capitolo Secondo

LE PRINCIPALI SOLUZIONI FINANZIARIE INNOVATIVE

PER LE PMI ITALIANE

1. INTRODUZIONE

Dalle argomentazioni sviluppate nel capitolo precedente è emerso che la struttura finanziaria delle aziende italiane, e in particolare la piccole dimensioni, può essere un ostacolo all'espansione di strumenti finanziari non bancari e rende difficile il reperimento di nuove risorse, sia a titolo di debito sia a titolo di capitale. Ciò ha portato alcuni autori ad osservare che la crisi delle imprese italiane coincida con la crisi di un sistema industriale e della sua struttura obsoleta e non competitiva. Gli effetti della crisi sono stati esasperati dagli squilibri finanziari esistenti, benché questi non fossero la causa diretta della crisi. Come dire che i problemi strutturali hanno esasperato le conseguenze di un fenomeno endogeno e tali problemi non possono essere risolti semplicemente con nuovi strumenti di finanza. In prospettiva futura, le fonti di finanziamento delle imprese dovrebbero essere più omogenee con il resto d'Europa e dei paesi più sviluppati, dove il finanziamento bancario non è dominante, ma in concorrenza con altri canali che forniscono valide alternative di capitale e di debito.

Per quanto riguarda le banche, le nuove regole hanno cercato di rispondere alla necessità di ridurre i rischi in conseguenza del significativo deterioramento della qualità del credito e la necessità di allineare gradualmente le nuove norme in materia di requisiti patrimoniali (Basilea 3). La crisi del modello di comportamento delle banche italiane - leva finanziaria utilizzata per sostenere le imprese finanziariamente sbilanciate - ha indebolito prima le banche e poi, con un effetto a spirale, le aziende non finanziarie. Di conseguenza le aziende di credito hanno necessariamente ridotto i flussi finanziari in uscita verso le imprese.

Il ricorso al mercato dei capitali può rappresentare, dunque, un canale alternativo al credito bancario, o meglio uno complementare. Ciò è un'opportunità sia per le banche sia per le imprese: si apre un nuovo rapporto tra le due entità che consente alle aziende di avere accesso a fonti di finanziamento alternative con il supporto (consulenziale) della banca. Infatti, quando una società prende contatto con una banca per emettere, ad esempio, Minibond la banca valuta il merito creditizio e la fattibilità del progetto su cui basare l'emissione delle obbligazioni. L'impegno delle imprese e delle banche è necessario, ma non sufficiente: gli investitori finali sono necessari in quanto senza il loro intervento il mercato non decolla.

In questo quadro le imprese hanno l'esigenza di ripensare la propria struttura finanziaria, rendendola più flessibile ed efficiente, mediante la diversificazione di strumenti e fonti di finanziamento. L'individuazione del canale finanziario ottimale passa per il ricorso ad un intermediario finanziario, oppure attraverso il ricorso diretto al mercato (emissione di titoli).

A quest'ultimo riguardo, in Italia, fino a poco tempo fa, le PMI non avevano alternative al credito bancario, anche per via di ostacoli fiscali e normativi. Intervenedo in questo senso, Il Decreto "Sviluppo Italia"⁵ aveva rimosso alcuni di questi ostacoli, tuttavia lo sviluppo del mercato per le PMI continuava ancora a risentire di alcuni ostacoli poi rimossi dal Piano "Destinazione Italia"⁶ (Troise, 2014).

Le novità normative introdotte pongono le basi affinché in Italia si possa sviluppare in modo adeguato un mercato dei *Minibond*⁷. Rimane ovviamente da capire quanto riuscirà questo mercato a creare una vera alternativa al canale bancario e rendere il nostro sistema meno bancocentrico (cfr. Capitolo 3).

⁵ DL 134/2012, convertito dalla Legge 187/2012.

⁶ DL 145/2013, convertito dalla Legge 9/2014. In particolare gli interventi principali in tal senso riguardano: i) la sostanziale parificazione del trattamento fiscale (imposta di bollo) delle garanzie sul credito bancario che prima era più favorevole di quello sulle garanzie per emissione di obbligazioni emesse da società non quotate; ii) il mercato dei potenziali investitori, prima limitato, è stato aperto (normativamente) anche ai fondi comuni di credito e ai titoli derivanti da cartolarizzazioni che costituiscano attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione.

⁷ Una di queste prevede che i Minibond possono essere posti a garanzia dei "covered bond" emessi dalle banche e già oggi acquistabili da un'ampia platea di soggetti istituzionali e possono costituire oggetto di cartolarizzazione (Troise, 2014).

Nel seguito si illustrano, in primis, le principali innovazioni relative alla finanza strutturata, che per natura meglio si adattano a imprese di medie e grandi dimensioni, con qualche eccezione per le PMI, che intendono innovare la propria tradizionale struttura di business (cambi generazionali, investimenti in nuovi mercati, innovazioni di processo ad esempio). Vengono poi introdotte le numerose novità apportate negli ultimi anni dal legislatore italiano, in particolare con il “Decreto Sviluppo”, il “Decreto Destinazione Italia” e i provvedimenti collegati. In ultimo la trattazione si sofferma sul nuovo mercato per le PMI, il quale sarà oggetto di apposita analisi empirica nel Capitolo 3.

2. IL FINANZIAMENTO DELLE PMI ALTERNATIVO AL CANALE TRADIZIONALE

2.1. LA FINANZA STRUTTURATA

La finanza strutturata è una complessa area di attività che comprende una casistica ampia di operazioni, le principali delle quali a medio-lungo termine. Le operazioni rientranti in questa tipologia comportano la messa in *pool* di attività patrimoniali e la susseguente vendita agli investitori di titoli di credito suddivisi in *tranche* emessi a fronte dei flussi monetari generati dalle attività stesse. Tale pratica ha assunto importanza crescente come mezzo per il trasferimento del rischio creditizio, e il volume delle emissioni, negli Stati Uniti, è aumentato rapidamente negli ultimi anni, di pari passo con i progressi tecnici compiuti nella modellizzazione matematica e statistica del rischio. Analogamente ad altre forme di trasferimento del rischio creditizio – come i *credit default swap* e i titoli *pass-through* – gli strumenti finanziari strutturati possono essere impiegati per ripartire il rischio fra diverse istituzioni finanziarie o fra settori alternativi. Una differenza consiste, però, nel fatto che, mediante il frazionamento in *tranche*, essi operano anche una trasformazione del rischio, generando esposizioni verso

segmenti diversi della distribuzione delle perdite nel sottostante *pool* di attività. A causa di tale segmentazione e delle strutture contrattuali necessarie per realizzarla, il loro profilo di rischio-rendimento può essere particolarmente difficile da valutare (Fender and Mitchell, 2005).

La logica di un'operazione strutturata prevede, generalmente la presenza di un'entità veicolo (*SPV, Special Purpose Vehicles*), il quale “veicola” i flussi di cassa in entrata e in uscita dell'operazione. Le operazioni di finanza strutturata vengono definite, dunque, *off-balance sheet financing* poiché il Veicolo diviene il centro d'imputazione di tutte le variabili economiche-patrimoniali e finanziarie generate dall'iniziativa. Essendo il Veicolo il destinatario dei finanziamenti ed essendo lo stesso dotato di proprio patrimonio, gli attivi strumentali alla gestione del progetto risultano separati dal rimanente patrimonio dei soggetti che hanno creato lo stesso Veicolo. Questi diventano una garanzia collaterale a favore dei creditori. Diverse sono le operazioni di finanza strutturata che prevedono l'utilizzo di un Veicolo:

- cartolarizzazioni;
- operazioni di *Project Finance*;
- operazioni di *Leasing* (su grandi cespiti);
- operazioni di *Leveraged buy-out*.

Il vantaggio di un'operazione *off-balance* rispetto ad una *corporate* deriva dall'isolamento degli asset a garanzia del finanziamento in un'entità giuridica apposita. Questo può comportare che il merito creditizio dello sponsor e del Veicolo sia differente e, in caso di risultati negativi dell'operazione, per lo sponsor non si avrebbero ripercussioni. Il vantaggio è, dunque, triplice: i) separazione dell'operazione dall'attività dello sponsor; ii) separazione dei patrimoni; iii) valutazioni differenziate del rischio.. In teoria, se ben strutturata, la convenienza economica per lo sponsor deriva sia dal minor costo complessivo, sia dalla propria capacità di finanziamento che rimane inalterata. La struttura finanziaria dello sponsor, infatti, non varia e può ricorrere ai canali tradizionali per investimenti di altra natura. I vincoli all'operazione derivano dal *trade-off* costi-benefici: tali operazioni non sono evidentemente adeguate a micro e piccole imprese italiane. Le operazioni, di cui in seguito si danno alcuni cenni, sono costruite su misura per imprese che hanno particolari esigenze e per manager che si avvalgono di esperti

consulenti finanziari. I benefici, di natura giuridica e finanziaria, viaggiano in parallelo con la convenienza fiscale della costruzione della stessa prevedendo l'intervento o la creazione di diversi soggetti spesso in abiti nazionali differenti che si avvantaggiano così di regimi fiscali differenti.

2.1.1. La cartolarizzazione dei crediti nelle PMI

Le operazioni di cartolarizzazione, già trattate nel capitolo precedente da un punto di vista dell'azienda banca, si realizzano mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari sia esistenti sia futuri. Le somme corrisposte dal debitore sono destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, e al pagamento dei costi dell'operazione. I soggetti che rientrano nell'operazione, oltre al cedente, alla società che cartolarizza i crediti, all'*arranger*, al *servicer* e al *subservicer* sono anche le agenzie di rating e tutti i consulenti legali e revisori che si affiancano nell'operazione (Troise, 2014). L'operazione, nella pratica, è lenta e complessa e occorrono tutta una serie di collaboratori anche dopo il collocamento delle obbligazioni. Tutti questi soggetti sono, nella realtà italiana, perlopiù banche o in qualche modo satelliti di banche che in questo modo coltivano un nuovo e fiorente tipo di attività consulenziale. Inutile dire che tali operazioni non sono, salvo rari casi, utilizzabili per piccole e micro imprese, ma per imprese medie e grandi e comunque per investimenti di una certa entità, altrimenti i costi dell'operazione non potrebbero essere coperti.

2.1.2. Il Project Finance

Il *project finance* è un finanziamento strutturato di un'entità economica specifica creata dagli sponsor con il conferimento di capitale in cui il finanziatore considera i flussi di cassa come la fonte del rimborso del prestito e gli *asset* solo come garanzia collaterale. Generalmente si tratta di un finanziamento bancario; meno frequentemente avviene sotto forma di emissione di titoli obbligazionari. Il vantaggio deriva dal fatto che è indipendente dall'affidabilità e capacità di credito degli sponsor, cioè dei soggetti che hanno avuto l'idea imprenditoriale di avviare il progetto e che spesso ne finanziano

la dotazione di mezzi propri. La letteratura è concorde nello schematizzare gli elementi fondanti di un'operazione di *project finance*:

- Il debitore è una società progetto costituita ad hoc e indipendente dagli sponsor (quello che abbiamo più volte identificato come Veicolo).
- Il coinvolgimento degli sponsor nell'operazione è limitato nel tempo (generalmente rimane in essere fino al periodo di *startup*), nell'ammontare (al massimo vengono chiamati a qualche iniezione di capitale se necessario) e nella qualità (gestiscono l'impianto e l'organizzazione in maniera da garantire livelli di performance alti di partenza).
- I rischi del progetto sono allocati in maniera appropriata tra tutti i soggetti interessati all'operazione.
- I flussi generati dall'iniziativa sono sufficienti a coprire le uscite a scadenza (compresi costi operativi, quote e costo del finanziamento).

È possibile che gli sponsor rilascino garanzie reali, ma la garanzia principale è la fattibilità del progetto e l'allocazione del rischio fra gli operatori. Le valutazioni pratiche poste in essere dai finanziatori sono ben più complesse di quelle indicate generalmente in letteratura (Troise, 2014).

2.1.3. Le operazioni di *Structured leasing*

Nella forma si tratta di un contratto di leasing finanziario che, però, presenta come *asset* sottostante un bene di varia natura, ma comunque di elevato valore. Nella sostanza quindi l'operazione diventa strutturata perché occorre una particolare e complessa costruzione della stessa poiché si riferisce ad un *asset* di dimensione (relativa o assoluta) rilevante o ne configurano vantaggi fiscali che la fanno divenire primaria rispetto ad altre modalità di finanziamento. Ciò è coerente con gli approcci *Tax based financing* che hanno l'obiettivo di massimizzare lo spazio economico disponibile riferito alle variabili fiscali. I beni relativi utilizzati per questo tipo di operazione sono in genere beni immobili di varia natura e utilizzo (fabbricati, macchinari, navi, aerei ecc.) o addirittura interi impianti industriali. Ci sono poi quelle di finanza più evoluta che prevedono l'utilizzo di marchi, intere aziende o azioni. È evidente come l'intera

operazione sia condizionata dal profilo merceologico del cespite oggetto di leasing e dai profili giuridici che si configurano nell'operazione⁸. In base alle sovrapposizione di queste caratteristiche emerge la complessità, il costo e dunque la convenienza dell'intera operazione.

Essendo molto complessa l'operazione in analisi, non è possibile individuare un'analitica tassonomia delle varie configurazioni, ma generalmente esistono tre principali categorie di riferimento:

- Operazioni di “*Standardized o leveraged leasing*”. Si tratta delle operazioni che si basano sul ricorso alle leva finanziaria utilizzabile per qualsiasi cooperazione che per, dimensione, giustifichi il ricorso a un *pool* di finanziatori esterni rispetto all'operazione originaria. Tendono ad essere preferite in presenza di agevolazioni fiscali.
- Operazioni di “*Synthetic leasing*”. Prevede la presenza di un Veicolo dedicato all'operazione e che acquisisce il bene. Tendono ad essere preferite in presenza di agevolazioni fiscali e può accedere che l'ottimizzazione dello stesso vantaggio trasformi il leasing in operativo.
- Operazioni di “*Asset management*”. In pratica utilizzano la struttura del *leas-back* come logica di accelerazione del vantaggio fiscale prodotta dal leasing finanziario rispetto alla proprietà del bene e di creazione di ricchezza finanziaria sostenibile.

2.1.4. Leverage by out

Il Leverage by-out è un'**operazione** di finanza strutturata, utilizzata generalmente da operatori di *Private equity*, che consente l'acquisto di un'azienda o di un ramo d'azienda tramite il ricorso al debito per finanziare e quindi la capacità di indebitamento della società stessa. In generale, l'operazione prevede, a cura del soggetto acquirente (sponsor), la costituzione di una nuova entità (*New company*) che s'indebita per realizzare l'acquisizione. Se l'acquisto riguarda un'azienda, un suo ramo o un gruppo di attività, il debito dovrà essere remunerato e rimborsato dai flussi di cassa dell'azienda

⁸ *Sale and lease back* piuttosto che *Real estate leasing* piuttosto che *Project leasing* (Troise, 2014).

e/o dalla successiva cessione di attività. Se si tratta di acquisto di partecipazioni, si può procedere remunerando e rimborsando il debito della Newco con i dividendi della partecipata e la sua successiva cessione, ovvero realizzando la fusione tra la target e la Newco ponendo i flussi di cassa della target e le sue attività direttamente al servizio del debito contratto per la sua acquisizione.

Poiché l'operazione generalmente per la nuova società porta ad un indebitamento finanziario maggiore, tale operazione è preferibile con società target avente un basso grado di leva finanziaria e che hanno un'alta capacità di generare flussi di cassa, tali da poter ripagare maggiori oneri finanziari. Viste le ampie manovre di possibile elusione fiscale tale operazione in Italia è stata resa legale solo nel 2003, ma devono esistere valide ragioni che giustificano l'operazione; in particolare, occorre che gli amministratori delle società interessate predispongano un piano economico e finanziario, confortato da una relazione di esperti che ne attesti la ragionevolezza, nel quale devono essere indicate le fonti delle risorse finanziarie e devono essere descritti gli obiettivi che si intendono raggiungere.

2.1.5. Il leasing azionario

Il leasing azionario consente a una società di aumentare il suo capitale, facendolo sottoscrivere da una società di leasing, che poi lo concede in locazione alla stessa società, ovvero alla sua controllante, prevedendo un riscatto finale. Si tratta di uno strumento patrimonializzante che però lascia la gestione ai soci, diluendo nel tempo l'esborso finanziario dell'aumento di capitale, finanziato dalla società di leasing. È uno strumento utilizzato, in genere, per il passaggio generazionale e l'ingresso di nuovi soci (spesso *venture capital* o fondi di *private equity*).

In Italia tale operazione può essere effettuata anche su quote di Srl, anche se in tal caso l'utilizzatore non potrà essere la stessa società, poiché vige il divieto civilistico di compiere operazioni sulle proprie quote⁹.

⁹ Art. 2474 del codice civile.

Il vantaggio dell'operazione è duplice: da un lato è possibile finanziarie un aumento di capitale e dall'altro ottenere un passaggio generazionale non traumatico e con un timing adeguato. In quest'ambito l'operazione può essere assumere parametri più elevati di complessità potendo intervenire, ad esempio, società fiduciarie. Può anche essere costruita un'operazione di *sale and lease back* o ancora affiancarsi al passaggio di quotazione in borsa della società.

2.2. “DECRETO SVILUPPO” E “PIANO DESTINAZIONE ITALIA”

Nell'ambito delle recenti misure adottate per la crescita e lo sviluppo del tessuto produttivo il Decreto Sviluppo e il Decreto Destinazione Italia hanno introdotto un pacchetto di disposizioni a favore delle PMI italiane, volte a rafforzare le forme di finanziamento alternative o complementari a quelle bancarie. L'obiettivo del legislatore è, dunque, quello di riequilibrare la struttura finanziaria delle imprese orientandole verso il mercato. I Decreti cercano di rispondere alle necessità di approvvigionamento finanziario delle PMI italiane, che attualmente maggiormente soffrono del *credit crunch*, ampliando e diversificando le fonti di finanziamento, con la consapevolezza che la transizione verso un sistema finanziario richiede tempi non brevi. La ratio dell'impianto normativo è la liberalizzazione della finanza d'impresa, necessario per l'aumento della competizione nel settore finanziario, la riduzione del costo di approvvigionamento del denaro, la riduzione della dipendenza dal canale tradizionale bancario e il rafforzamento patrimoniale delle PMI.

Il legislatore, ponendo le basi sul “Rapporto Restart, Italia”, ha voluto dare una forte spinta all'incentivazione su vari fronti della nascita di Start up, individuandone fra le altre una categoria cui intende fornire le “chiavi” di rinascita e sviluppo dell'Italia: le “*Start up innovative*” (**Tavola 2.1**).

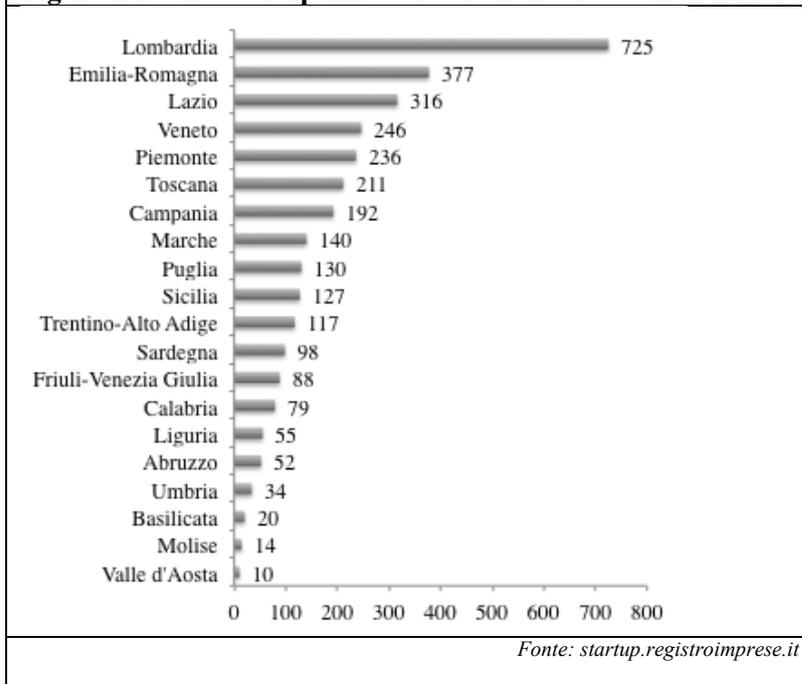
A favore delle Start up innovative nel corso degli ultimi due anni sono stati introdotti incentivi e agevolazioni fiscali, strumenti di finanziamento, tra i quali quelli delle varie regioni italiane. I dati, a settembre 2014, mostrano che le Startup innovative italiane sono 3.267 (**Figura 2.1**).

Tavola 2.1 – I requisiti per le *Start up innovative* (DL 179/2012)

- È costituita e svolge attività d'impresa da non più di 48 mesi dalla data di presentazione della domanda.
- Ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia.
- A partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro.
- Non distribuisce e non ha distribuito utili.
- Ha quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- Non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.
- Almeno uno dei 3 seguenti requisiti:
 - ✓ Le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15 per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start-up innovativa [...].
 - ✓ Impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di requisiti di alta formazione [...].
 - ✓ È titolare o depositaria o licenziataria di brevetti per industria, biotecnologie semiconduttori o varietà vegetali [...].

Fonte: *startup.registroimprese.it*

Figura 2.1 – Le Startup innovative italiane al settembre 2014.



I due Decreti e tutte le norme collaterali e affini hanno previsto una serie di interventi finanziari di varia natura che mirano da un lato a orientare la nascita e lo sviluppo delle imprese, e nello specifico delle PMI e delle start up innovative, e dall'altro a fornirgli strumenti alternativi di finanziamento.

VOUCHER ICT DA 10 MILA EURO; CREDITO DI IMPOSTA DA 20 MILA EURO

Il legislatore ha previsto i cosiddetti “voucher ICT” a favore delle PMI che acquistano “software, hardware o servizi che consentano il miglioramento dell'efficienza aziendale, lo sviluppo di soluzioni di e-commerce, la connettività a banda larga e ultralarga (compresa quella satellitare). I voucher potranno altresì finanziare la formazione qualificata, nel campo ICT, del personale delle suddette piccole e medie imprese”. L'importo a disposizione di questo strumento è di 100 milioni di euro.

Nello stesso ambito, è stato anche previsto un credito d'imposta riconosciuto a PMI o consorzi di PMI che fanno interventi su reti fisse o mobili volti a garantire connessioni internet di almeno 30 Megabit. Il credito è pari al 65% degli importi a carico del contribuente, fino a un valore massimo di 20.000 euro. L'ammontare a disposizione per questo intervento è di 50 milioni di euro. L'intento è chiaramente quello dell'alfabetizzazione digitale delle PMI italiane.

CREDITO D'IMPOSTA PER RICERCA E SVILUPPO

L'idea del legislatore è introdurre nell'ordinamento in maniera stabile e automatica (e non sporadica come fatto sinora) il credito d'imposta rispetto alle spese sostenute in ricerca e sviluppo nell'anno precedente.

L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE IMPRESE

Il Decreto Destinazione Italia ha incrementato il Fondo per la promozione degli scambi e l'internazionalizzazione delle imprese di oltre 22 milioni di euro. La dotazione aggiuntiva è destinata alle sole PMI. L'Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane (ICE) e il Ministero stabiliranno i programmi per l'utilizzo dei fondi.

POTENZIAMENTO DEL FONDO CENTRALE DI GARANZIA

È stato rifinanziato e incrementato il Fondo Centrale di Garanzia. È Stato consentito l'accesso anche a professionisti, imprese sociali e cooperative. È stata anche istituita una riserva per le operazioni di contro-garanzia dei Confidi. Inoltre, si è avviata una profonda revisione dei criteri di accesso per ampliare il bacino di beneficiari anche fra le stesse imprese che, pur alle prese con contingenti e inevitabili difficoltà, restano comunque sane e con reali prospettive di sviluppo. È stata istituita una sezione speciale dedicata a progetti di ricerca e innovazione.

FINANZIAMENTI AGEVOLATI ALLE IMPRESE PER INVESTIMENTI

Con la “Nuova Legge Sabatini” è stato attivato un canale di finanza agevolata per il rinnovo dei processi produttivi delle PMI. I finanziamenti a tassi agevolati saranno concessi per l'acquisto di macchinari, impianti e attrezzature, incluse soluzioni hardware e software. L'importo a disposizione per l'intervento è di 2,5 miliardi di euro, incrementabili fino a 5 miliardi in funzione delle effettive esigenze -.

ACCORDI FISCALI PER INVESTIMENTI IN ITALIA DI ELEVATO IMPORTO

È stata introdotta, nel rispetto della disciplina dell'Unione europea in materia di pari trattamento degli investitori nazionali ed esteri e di aiuti di Stato, una pratica di accordi fiscali per investimenti superiori a una certa soglia, con cui l'impresa e l'Agenzia delle Entrate concordano in via preventiva e non modificabile le modalità fiscali per un periodo definito (ad esempio, i primi 5 anni dall'investimento), dando certezza sugli oneri tributari in capo agli investitori. La logica della normativa è quella che chi investe ha bisogno di un sistema certo e prevedibile e occorre favorire un'interlocuzione rapida e in grado di garantire certezze agli investitori interessati.

RIVITALIZZAZIONE DEL MERCATO AZIONARIO

Per raggiungere quest'obiettivo, per la verità molto complesso, sono state previste una serie di misure, alcune ancora in corso di definizione e attuazione.

- Predisposizione di incentivi fiscali all'investimento in azioni o quote di PMI quotate o quotande e/o in veicoli specializzati nell'investimento azionario in PMI quotate, per rendere attrattivo l'investimento in azioni di *Small Caps* italiane. Si tratta di una misura introdotta sulla falsariga di

quanto già immaginato per le startup innovative, nel rispetto della disciplina europea sugli aiuti di Stato.

- Predisposizione di un sistema di regole “graduato” che, contemplando minori adempimenti quali/quantitativi per emittenti neo-quotati o di minori dimensioni, stimoli l’accesso e favorisca la permanenza sul mercato (in particolare da parte delle PMI).
- Eliminazione dell’imposta sulle plusvalenze per investitori che investano in Small Caps e che mantengano tali investimenti per un periodo di almeno 3/5 anni. Tale incentivo contribuirebbe a diffondere una cultura dell’investimento azionario di medio-lungo periodo.
- Introduzione dell’ACE e progetto d’introduzione di una “super ACE” per le società che si quotano tramite aumento di capitale. Si tratta di un’agevolazione per le imprese che consiste in una riduzione dell’imposizione dei redditi derivanti dal finanziamento con capitale di rischio. L’obiettivo è dunque ridurre lo squilibrio fiscale tra le imprese che si finanziano con capitale proprio (ossia quelle agevolate dall’Ace) e le imprese che si finanziano con il ricorso al debito.
- Agevolazione della costituzione di SPAC (Special Purpose Acquisition Companies) per dare a un maggior numero d’imprese accesso indiretto alla quotazione, intervenendo ad esempio sulla disciplina relativa al diritto di recesso.

ALTRI INTERVENTI

Oggetto di apposita trattazione nei paragrafi successivi sono il Crowdfunding (Paragrafo 2.3), gli interventi in tema di Fondi, Private equity e Venture Capital (Paragrafo 2.4) e, in particolare, il tema del mercato ExtraMOT Pro (Paragrafo 3),

2.3. FRONTIERE DELLA FINANZA: L'EQUITY CROWDFUNDING IN ITALIA

Il crowdfunding¹⁰ è una nuova frontiera nell'ambito della microfinanza. In generale, è un processo di finanziamento di un particolare progetto che coinvolge un numero elevato di microfinanziatori (letteralmente finanziamento dalla “folla”). Il canale che meglio veicola tale tipologia di *funding* è quello web, che, ovviamente, facilita la raccolta da migliaia di persone anche di poche decine di euro. Il crowdfunding trae le sue origini dalla necessità di finanziare iniziative di varia natura quali ad esempio tragedie umanitarie, progetti musicali o campagne elettorali¹¹. Benché si tratti di una tematica relativamente innovativa nell'ambito della microfinanza, in realtà il funzionamento basilare intrinseco al concetto di crowdfunding esiste da alcuni secoli¹².

L'evoluzione tecnologica degli ultimi decenni e, soprattutto, l'esponentiale diffusione dei social network degli ultimi anni ha traslato tale fenomeno anche verso la finanza aziendale (finanziamento di startup in particolare), tanto da richiedere la previsione di nuove norme (in USA come in Europa) che delineino tutele, diritti e doveri dei fruitori e donatori di fondi. Forte è stata la spinta “pubblicitaria” al crowdfunding apportata dal finanziamento di progetti specifici quali giornali, campagne elettorali o in particolare progetti musicali di rock band, nonché raccolte di beneficenza online in particolare a metà degli anni Novanta.

Le origini furono, negli anni Novanta, le raccolte di fondi online. Un'evoluzione si ebbe nel 2005 con l'avvento del **social lending** o **P2P lending**¹³: si tratta dei prestiti personali erogati tra privati tramite il canale online, una forma di disintermediazione bancaria “libera”. È una forma introdotta, appunto nel 2005, in Gran Bretagna dalla

¹⁰ Il termine è stato coniato da Michael Sullivan durante il lancio del progetto “Fundavlog” (12 agosto 2006)

¹¹ Il crowdfunding ad esempio è uno dei principali elementi che ha permesso a Barack Obama di diventare il Presidente USA nel 2008, grazie ad una campagna elettorale dove centinaia di migliaia di persone hanno donato in media pochi dollari ciascuno, ma consentendo tutte insieme al leader dei Democratici di raccogliere una somma di denaro mai accumulata prima da nessun candidato alla Casa Bianca.

¹² Una forma arcaica di crowdfunding è il modello di “Subscription business model” utilizzato nel XVII per finanziare le stampe di libri.

¹³ Prestito tra privati, prestiti peer-to-peer, prestiti p2p, prestiti 2.0, prestiti people-2-people o prestito sociale.

Zopa Ltd. Si è sviluppato prevalentemente negli Usa, in Europa e in Cina. Nel 2012 ha superato il miliardo di dollari di prestiti erogati. Il Social Lending è l'evoluzione digitale di quello che da sempre esiste, il prestito tra conoscenti, parenti o amici: libera da molti costi di intermediazione applicati da banche, società finanziarie e istituti di credito classici; il richiedente propone le condizioni del finanziamento e il finanziatore sceglie chi e che cosa finanziarie.

Nel 2010 e nel 2011 il fenomeno ha subito un'ulteriore evoluzione verso l'equity-based crowdfunding: è la cosiddetta partecipazione finanziaria collettiva a progetti, di microimprenditori in tutto il mondo prima e piccole e medie imprese poi. I prestatori non hanno in cambio denaro, ma azioni della società. Questa nuova forma permette di superare il concetto di social lending mirato a finanziare imprenditori che non ha riscosso molto successo inizialmente, in particolare a causa delle molte limitazioni regolamentari. Il crowdfunding nasce come modello di business innovativo messo in atto per aiutare le **start-up tecnologiche** ad assicurarsi un finanziamento iniziale fino ad un massimo di 1 milione di dollari. Lo strumento è anche molto rapido: in poche settimane si ottiene tale raccolta. Sinora tale modello non è stato sfruttato negli Stati Uniti a causa di restrizioni legislative. Ma ad aprile 2012 il Presidente Obama ha firmato la Legge "JOBS Act", che ha legalizzato, per piccole imprese e imprenditori, cedere azioni in cambio di risorse finanziarie.

Riepilogando col tempo il crowdfunding ha subito diverse evoluzioni andandosi a configurare in 4 forme tecniche con obiettivi specifici differenti:

- *Donation based*: raccolta di fondi da donatori che in cambio non chiedono nulla.
- *Reward based*: raccolta di fondi con l'obiettivo di avere un servizio in cambio.
- *Lending based*: obiettivo di ottenere prestiti personali.
- *Equity based*: obiettivo di ottenere capitale di rischio per attività d'impresa.

Ad ogni configurazione di crowdfunding può essere associata una motivazione, uno spirito sottostante: un "ritorno" sociale dei finanziatori che trovano soddisfazione a donare per finanziare un'iniziativa benefica. Un "ritorno" materiale che può essere un

prodotto o servizio di massa dai quali usufruire. Se ognuno degli utenti comprasse singolarmente quel bene o servizio spenderebbe molto di più. Unendo le forze di tante persone è sufficiente un piccolo sforzo di ognuno. Sotto può esserci anche un interesse finanziario di investire in un'attività, avere un prestito a condizioni migliori o comunque personalizzate. Spesso il ritorno economico dell'investimento non è alto o comunque non è parificabile ad altri, ma conta di più il credere in un progetto in un'idea e i piccoli investitori si sentono così parimenti appagati. È il valore di una comunità crowdfunding che è fuori dai soliti schemi della finanza. Il crowdfunding può essere anche strumento sociale con il quale le comunità raccolgono denaro per l'interesse comune (ad esempio aree o spazi pubblici ad hoc o bycle sharing).

Da uno studio del 2012 (crowdsourcing.org, 2012), basato sui dati provenienti da due differenti survey, ad Aprile 2012 i portali di crowdfundig attivi nel mondo risultavano essere 452 (stimati a 536 nel dicembre 2012), per la maggioranza in Nord America e Europa Occidentale. Queste piattaforme nel 2011 hanno raccolto circa 1,5 miliardi di dollari (per il 2012 si stima una raccolta di 2,8 miliardi¹⁴) e finanziato 1 milione di campagne. L'equity based e il lending based sono più efficaci per i contenuti digitali (software, film, musica), che, in media, hanno raccolto le maggiori somme per campagna. Il donaton e reward based sono modelli migliori per le campagne basate su un appello ai finanziatori e su convinzioni personali e passioni. La fonte principale di ricavi per i portali deriva dalle commissioni pagate dagli imprenditori per la richiesta di fondi. La maggior parte delle campagne riguarda le donazioni (come numero di campagne), ma come fondi l'equity based raccoglie più risorse).

Per quanto riguarda l'Europa, le esperienze più significative (77% delle piattaforme) di crowdfunding si trovano in 5 paesi: UK (44), Olanda (29), Francia (28), Germania (20), e Spagna (18) ma il fenomeno è rappresentato in ciascun Paese con la presenza di almeno una piattaforma.

Nel 2011 le 191 piattaforme USA hanno raccolto circa 656 milioni di euro (857 milioni di dollari), mentre le 181 europee hanno raccolto 458 milioni di euro (584 milioni di dollari). Nel complesso le 452 piattaforme esistenti al mondo hanno raccolto

¹⁴ Una crescita del 300% dell'equity e reward based, del 75% dell lending based e del 50% del donation basis.

più di 1 miliardo di euro nel 2011, dei quali l'8% è rivolto all'azionario e circa il 40% è relativo a strumenti di debito. Per l'anno 2012 la stima è superiore ai 2 miliardi di euro, con una crescita complessiva del 91%, soprattutto con riferimento ai modelli *equity* (con un incremento del 300%, principalmente in Europa) e *lending based* (con un incremento del 75% e una raccolta vicina al miliardo di euro).

2.3.1. Il contesto italiano

Nel 2013 l'*equity crowdfunding* è stato regolamentato dal legislatore italiano attraverso il Decreto Crescita e dal relativo Regolamento attuativo predisposto dalla Consob (2013)¹⁵. La prima evidenza è dunque che il legislatore italiano, alla pari di quello statunitense, è intervenuto laddove in altri stati (Olanda e Svezia in particolare) hanno scelto la strada della deregolamentazione. L'*Authority* italiana ha stabilito regole di condotta per i portali online (esentati dalla normativa Mifid) che si dovranno comportare come una "vetrina", ma non potranno raccogliere le sottoscrizioni. Le somme saranno invece versate all'impresa tramite l'intervento di una banca o di una Sim. A quel punto si applicherà la Mifid che stabilirà l'appropriatezza dell'investimento da parte del singolo risparmiatore. Il Decreto Crescita ha, infatti, modificato pure il TUF, aggiungendo l'articolo 100 Ter ("Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali"), restringendo il campo del finanziamento alle sole *start up* innovative.

Da queste prime considerazioni emergono le prime critiche alla normativa introdotta:

- A cosa servono tutte queste "rigidità" procedurali se poi è semplice ed immediato investire in portali olandesi o svedesi? La normativa dovrebbe essere perlomeno armonizzata a livello europeo.
- In Italia poi è stato limitato il campo di investimento alla figura delle *start up* innovative, ma una normativa di tale portata dovrebbe perlomeno riguardare tutte le *start up*. Regole troppo restrittive in questo campo creano un circolo vizioso che rende lo strumento impopolare e inutilizzato.

¹⁵ "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line": delibera n. 18592 del 26 giugno 2013.

La deregolamentazione olandese deriva dall'assunto che è interesse dei gestori dei portali selezionare buone opportunità di investimento, poiché il tutto si basa su affidabilità e fiducia. L'Olanda pone anche un investimento minimo di 20 euro e quindi c'è ampia flessibilità. In Belgio è come se si acquistassero quote di un fondo e in Svezia invece si entra in una sorta di "club di investitori" che valutano le proposte degli imprenditori.

Analizzando nel dettaglio il regolamento Consob emergono altri elementi di criticità. Il regolamento, composto da 25 articoli, è suddiviso in tre parti che trattano, rispettivamente: le disposizioni generali; il registro e la disciplina dei gestori di portali; la disciplina delle offerte tramite portali. Il regolamento è stato rivisto più volte prima della pubblicazione con l'obiettivo di coniugare la tutela dei risparmiatori e costi bassi per gli operatori.

Le startup innovative possono accedere al crowdfunding senza l'obbligo di affidarsi, al momento dell'emissione, ad un investitore professionale, ma sarà obbligatorio averlo per poter concludere la campagna. La limitazione alle sole start up innovative potrebbe portare ad un ridimensionamento del fenomeno. Un altro problema riscontrato in fase di bozza, e per il quale sono state apportate modifiche sostanziali, riguarda la mancanza di liquidità delle azioni acquistate. L'*equity crowdfunding* si rivolge solamente alle start up innovative, i cui soci, precedentemente avevano un vincolo di un *holding period* di almeno 24 mesi. Con le nuove modifiche, questo vincolo è stato rimosso.

Le finalità generali delle misure introdotte dal Decreto a favore delle start up innovative riguardano la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico e l'occupazione giovanile. Tutto ciò, è difficilmente ottenibile senza la creazione di un ambiente affidabile in grado di apportare fiducia e benefici sia agli investitori che alle start up innovative, in modo da facilitare l'accesso al capitale di rischio. La disciplina delle offerte attraverso le piattaforme di crowdfunding prevede la vendita di strumenti finanziari, anche di piccoli importi, emessi da start up innovative attraverso portali iscritti al registro Consob, per un corrispettivo che può arrivare fino a 5 milioni di euro. Come è facile immaginare, i problemi legati all'*equity crowdfunding* sono molti, anche perché gli stakeholder sono diversi e con interessi spesso contrastanti. Per questo

motivo, la Consob ha posto tra gli obiettivi principali quello di disciplinare il comportamento dei portali in modo da tutelare anche gli investitori non professionali, mettendoli nelle condizioni di operare scelte consapevoli offrendo la possibilità di consultare la documentazione relativa ai progetti proposti, sfruttando la chiarezza e la trasparenza offerta.

A circa un anno dalla nuova normativa i progetti finanziati di crowdfunding sono 3 per un ammontare raccolto di circa 1 milione di euro (**Tavola 2.2**). Lo strumento potrebbe funzionare, purché venga esteso anche alle aziende non innovative. Allargare questo mercato porterebbe al possibile coinvolgimento delle banche che in futuro potrebbero inserire gli investimenti in equity crowdfunding tra i propri prodotti come una valida opportunità, per i clienti, di diversificare il proprio portafoglio e, per le banche, di offrire prodotti inediti a quella clientela che non disdegna gli investimenti ad alto rischio. Il binomio “equity – startup innovativa” è dunque un limite da superare; non tutti gli investitori sono in grado di apprezzare e comprendere appieno un progetto potenzialmente rivoluzionario.

Tavola 2.2 – Alcune cifre del crowdfunding				
Portali	Pubblicati	Finanziati	Non finanziati	In essere
Starsup.it	4	1	1	2
Assitecacrowd.com	2	1	0	1
UnicaSeed.it	1	1	0	0
<i>Fonte: Il Sole 24 Ore (Nova del 13/09/2014)</i>				

I correttivi che il legislatore ha apportato nell’ultimo periodo per il rilancio del *crowdfunding* prevedono la possibilità di raccogliere capitale in *crowdfunding* con diversi “veicoli di investimento”. Significa che le startup, che lanciano le proprie campagne online, attraverso le piattaforme riconosciute, potranno fare parte di “pacchetti” di investimento. È un meccanismo che dovrebbe servire ad ampliare la platea di investitori: la logica è quella di consentire l’accesso a fondi di investimento in start up innovative e non soltanto alle singole start up; gli investitori potranno in questo modo bilanciare il rischio, investendo attraverso gli organismi di investimento collettivo

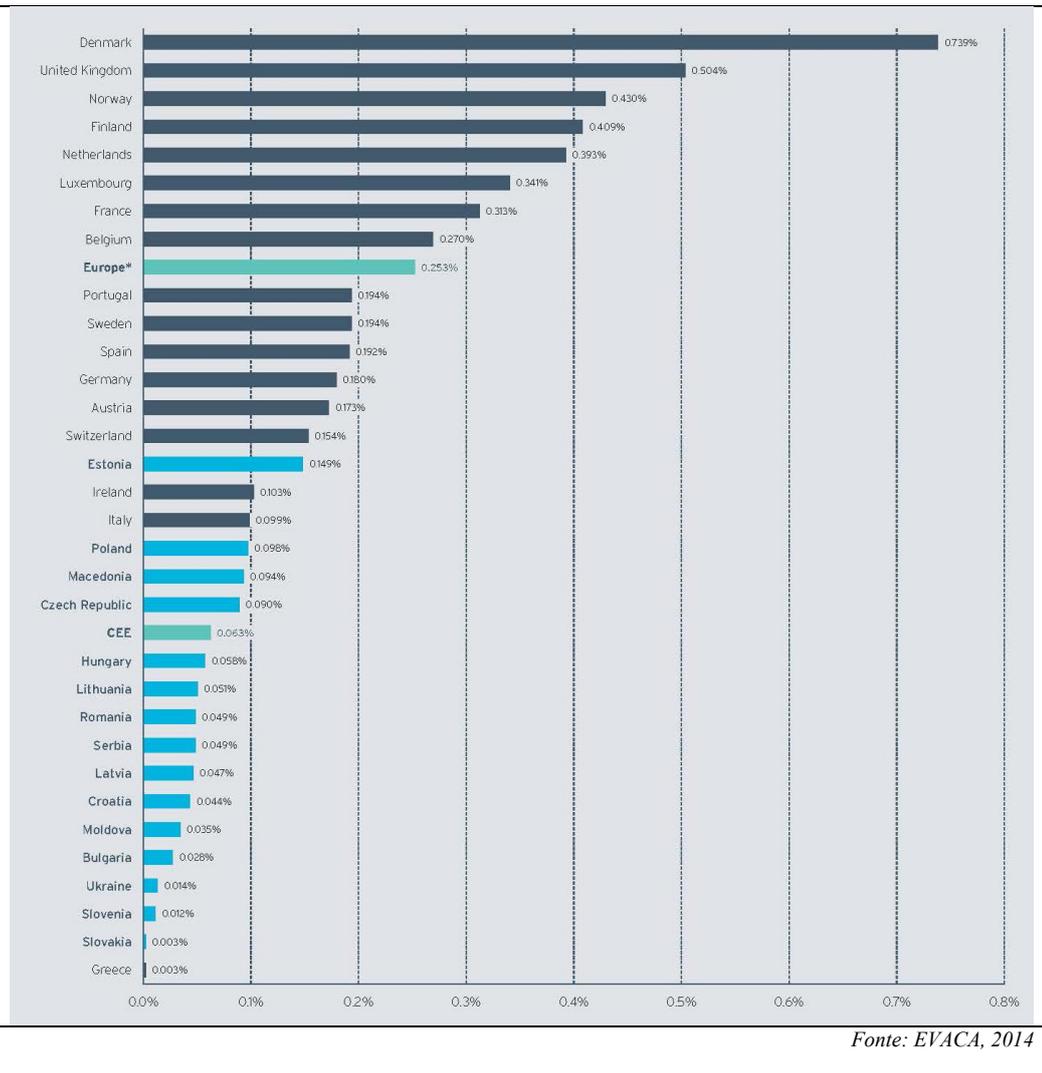
del risparmio, che operano con Fondi comuni di investimento o Società di investimento a capitale variabile.

2.4. NOVITÀ IN TEMA DI *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

Le tipologie di investitori interessati e le modalità di finanziamento variano e si combinano a seconda dell'età e della dimensione aziendale. Secondo la letteratura (tra i quali Bonifazi e Giannetti, 2014), l'impresa innovativa prima di accedere al *Private equity* ricorre a due forme di finanziamento informali quali l'*Insider finance* e l'*Angel finance*. L'*Insider finance* prevede l'utilizzo di fonti di finanziamento interne tipicamente dell'imprenditore e/o dei suoi familiari; l'*Angel finance* prevede il coinvolgimento dei Business angel, i quali sono individui con elevati patrimoni che investono direttamente in imprese ancora di piccole dimensioni, ma con elevati potenziali di crescita. Quest'ultima figura non è da confondere con quella del Venture capital, il quale invece agisce come un vero e proprio intermediario finanziario, raccogliendo fondi da un gruppo di investitori (capitale di rischio) e reinvestendoli nel capitale di imprese giovani ad alto potenziale di crescita e di rischio. Inoltre, in questa fase del ciclo di vita dell'impresa si apre la possibilità di ricorrere a fonti finanziarie agevolate e/o a contributi europei. Il Venture capital dunque interviene dopo queste fonti alternative, ma prima che l'impresa s'indebiti facendo ricorso al finanziamento bancario.

Ad oggi l'Italia (dati 2013), rispetto al totale europeo stimato in circa 3 miliardi e mezzo di fondi investiti nelle neo imprese (investimenti di *Venture capital* nelle start up) si aggiudica la quota dell'1,7%, posizionandosi al quattordicesimo posto (EVA, 2014). In Italia l'ammontare degli investimenti dei *Private equity* in rapporto al GDP è dello 0,99% (**Figura 2.2**).

Figura 2.2 – Europa: investimenti in *Private equity* in rapporto al PIL
Dati 2013



Come ampiamente dibattuto, in Italia, il mercato finanziario per la raccolta di capitale di rischio è storicamente carente, e solo negli ultimi anni si è assistito ad un modesto aumento. Le ragioni sono dovute principalmente al controllo familiare di tante società: per oltre la metà delle aziende italiane la maggioranza dei membri sono legati da vincoli di parentela, mentre in circa un quarto di loro il controllo è esercitato da una sola persona. Il timore di perdere il controllo provoca la resistenza all'apertura della società a soggetti esterni, anche se conduce al grave fenomeno di strutture sottodimensionate spesso “nane”. Questo fatto, unitamente alla mancanza di trasparenza nei rapporti esterni, non incoraggia l'ingresso di *Private equity* e *Venture capital* nelle

aziende, tanto più un intervento dei Fondi di investimento di provenienza internazionale.

L'Italia è un Paese che ha deciso di puntare sulle start up innovative. Serve quindi fare in modo che sempre più idee di business innovativo possano contare, in particolare nella delicata fase di avvio d'impresa, su capitali e competenze adeguate. Per farlo serve che si rafforzi il mercato degli investitori tipici in start up (Venture capitalist e Business angel). La domanda non manca: secondo alcuni dati del 2012 (Mind The Bridge Venture Camp, 2013) il 59% delle giovani imprese italiane richiede un finanziamento di un Venture Capital, ma solo l'1,2% riesce ad ottenerlo. Esiste una reale opportunità di attrarre capitali esteri disposti a investire in startup che, nate in Italia, hanno una vocazione naturale a conquistare in tempi rapidi i mercati internazionali. Se si riuscisse a sostenere lo sviluppo di una Venture Capital Industry italiana, più imprese avrebbero la possibilità di ottenere fondi da investire in innovazione e internazionalizzazione.

La soluzione principale verso il quale il legislatore si è orientato, è stata la costituzione di un "Fondo dei Fondi" dedicato al co-investimento in fondi di Venture capital, che supportano operazioni di investimento realizzate da Angel investor, incubatori e acceleratori d'impresa, in analogia a quanto proposto nel rapporto "Restart, Italia!". I fondi pubblici vengono attivati solo a condizione che (almeno) una parte delle risorse private sia di origine straniera.

FONDO ITALIANO D'INVESTIMENTO

Tecnicamente la gestione del Fondo dei Fondi è stata concessa al Fondo di Investimento italiano. Si tratta di un ente che esiste dal 2010 e viene così utilizzato come strumento tecnico per dirottare gli interventi a favore delle PMI e in particolare delle start up innovative. Tecnicamente il fondo può porre in essere investimenti nel capitale di rischio delle PMI operanti nei settori dell'industria, del commercio e dei servizi al fine di supportare progetti di crescita e sviluppo¹⁶. Interviene, fornendo sostegno, anche per le operazioni di sostituzione di un socio in uscita o operazioni di

¹⁶ Non entra, ovviamente, nei settori di tipo finanziario e immobiliare. Non può investire in aziende con fatturato inferiore a 10 milioni di euro e superiore a 250 milioni di euro. La partecipazione del Fondo non può essere superiore al 50%.

buyin e management buyout. Può, all'occorrenza, sottoscrivere prestiti subordinati o convertibili.

Il supporto pubblico ammontava inizialmente ad un investimento di 150 milioni di euro che, sommato ad un investimento privato dello stesso importo e suddiviso in un periodo di tre anni, garantisce una dotazione annua del Fondo di 100 milioni di euro. L'utilizzo di questo strumento si traduce in un significativo impulso per l'innovazione, in quanto stimola la crescita e lo sviluppo operatori Venture Capital in grado di finanziare la nascita di attività innovative. L'intervento pubblico segnala un supporto da parte dello Stato alla ricerca e allo sviluppo e dovrebbe attirare l'attenzione di investitori nazionali ed internazionali.

A fine 2014 è stato firmato un accordo di collaborazione tra il Fondo italiano di Investimento e il Fondo europeo per gli investimenti finalizzato a supportare lo sviluppo delle PMI italiane. L'accordo prevede la stretta collaborazione per co-investire un ammontare complessivo di circa 600 milioni di euro in fondi di Private equity e Private debt (tra cui quelli che investono nei Minibond) dedicati alle PMI italiane e in fondi di Venture capital dedicati a investimenti in start up e imprese innovative sia nella fase *seed*, sia nelle fasi di finanziamento successive. La collaborazione prevede, inoltre, anche la creazione di un fondo dedicato al *Seed capital* della dimensione di circa 30 milioni di euro che co-investa sistematicamente al fianco di *Business angel* selezionati congiuntamente come già fa il Fondo europeo nel mercato europeo.

Il Decreto Destinazione Italia ha anche istituito un fondo per l'investimento in equity di microimprese, con tagli medi da 50 a 500 mila euro. Il Fondo, complementare per taglia d'intervento al Fondo Italiano d'Investimento, sarà costituito da risorse pubbliche, risorse private (banche o altri investitori istituzionali, a partire da quelli a più stretto contatto col territorio come le banche di credito cooperativo) e da quote di investitori istituzionali esteri, che, contando sull'expertise e sulla valutazione delle "banche del territorio", potranno più facilmente investire nel sistema delle micro e piccole imprese italiane. Il Fondo investirà, nel rispetto del diritto dell'Unione europea, in quelle micro-società che avranno predisposto un assetto societario adeguato a consentire l'ingresso d'investitori stranieri, incoraggiando in questo modo anche

l'internazionalizzazione e la crescita delle PMI italiane, anche nell'ottica della partecipazione ai bandi di Horizon 2020.

In Italia, il progetto di Fondo di fondi di Private equity è stato lanciato tramite il Fondo italiano d'investimento con il patrocinio della Cassa Depositi e Prestiti. Il modello è analogo all'esperienza tedesca.

3. IL NUOVO MERCATO EXTRAMOT PRO

Il legislatore italiano, con una serie di Provvedimenti, ha, definito una serie di agevolazioni fiscali e rimosso alcuni ostacoli amministrativi per permettere anche alle PMI non quotate di accedere al mercato obbligazionario attraverso tre strumenti:

- le cambiali finanziarie, ossia strumenti di debito a breve termine;
- le obbligazioni partecipative subordinate, ossia strumenti ibridi di debito a medio lungo termine;
- i Minibond, ossia strumenti di debito a medio lungo termine.

È stato creato un apposito Segmento Professionale all'interno del quale è possibile procedere al collocamento degli strumenti finanziari per le PMI. Il nuovo Segmento professionale del segmento ExtraMOT è stato attivato l'11 febbraio 2013 e prende il nome di ExtraMOT PRO. La ratio del legislatore è creare un quadro normativo e un mercato che offra alle PMI italiane un primo accesso ai mercati dei capitali semplice ed economico. Il segmento ha la medesima struttura del mercato ExtraMOT, ma è consentita la negoziazione ai soli investitori professionali. È, inoltre, facoltativa la presenza di un operatore specializzato che sostenga la liquidità del titolo.

Il circuito ExtraMOT Pro allinea l'offerta di Borsa Italiana a quella di altre borse europee, consentendo così alle imprese italiane di quotare i propri strumenti finanziari di debito su un mercato nazionale supportato da un'ampia rete di intermediari connessi alla piattaforma di negoziazione (Gabbrielli *et al.*, 2014).

LE CAMBIALI FINANZIARIE

Le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie, equiparati ad ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie e girabili esclusivamente con la clausola "senza garanzia"¹⁷. La durata dei titoli, prevista inizialmente non inferiore a 3 mesi e non superiore a 12 mesi (rispetto alla data di emissione) è stata incrementata dal Decreto Sviluppo (da 1 a 36 mesi dalla data di emissione). Lo stesso Decreto ha previsto anche la possibilità di emissione dematerializzata tramite una società autorizzata e, altresì, la possibilità di emissione garantita da garanzie. La leva fiscale per questo strumento è legata all'eliminazione dell'imposta di bollo per l'emissione dematerializzata e alla deducibilità degli interessi.

OBBLIGAZIONI PARTECIPATIVE SUBORDINATE

Le obbligazioni partecipative subordinate sono strumenti ibridi previsti dal Decreto Sviluppo che consistono in titoli di debito con clausole di subordinazione e di partecipazione agli utili d'impresa. Hanno una durata non inferiore a 60 mesi. Saranno assoggettate alla disciplina del codice civile che le assimila a strumenti di patrimonializzazione e potranno prevedere una remunerazione in parte fissa e in parte variabile (nella forma di remunerazione commisurata al risultato economico dell'esercizio dell'impresa secondo la percentuale da individuarsi nel regolamento del prestito). La clausola di subordinazione, contenuta nel regolamento del prestito, definirà inoltre i termini di postergazione del portatore del titolo ai diritti degli altri creditori della società. La parte variabile del corrispettivo è computabile in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza.

Tali strumenti finanziari non hanno diritti di natura amministrativa, poiché hanno una mera funzione di finanziamento. Il tasso d'interesse non può essere inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento.

MINIBOND

I Minibond sono obbligazioni che possono essere emessi da un'impresa non quotata, il cui principale obiettivo è raccogliere nuove risorse finanziarie, realizzando

¹⁷ Legge 43/1994 e ss. mod.

una diversificazione delle proprie fonti di finanziamento a titolo di debito con conseguente attenuazione dei rischi connessi alla forte dipendenza dai canali bancari¹⁸.

3.1. CARATTERISTICHE E REQUISITI DEI MINIBOND

I requisiti formali richiesti dalla normativa prevedono che possano accedere all'ExtraMOT le società italiane, comprese le PMI italiane, non micro. Sono escluse anche le banche (**Tavola 2.3**).

Tavola 2.3. Requisiti formali	
Forma giuridica	Società di capitali Società cooperative Mutue assicuratrici
	Escluse banche Escluse società quotate
Unità lavorative	10 e oltre
Fatturato annuo	Oltre 2 milioni di euro
Totale di bilancio	Oltre 2 milioni di euro
<i>Fonte: Commissione Europea</i>	

Oltre ai requisiti formali la normativa prevede alcuni requisiti di mercato e requisiti informativi. Fra i primi, in particolare l'impresa emittente deve avere una solidità finanziaria (*rating investment grade* o disponibilità di garanzie collettive), rispettare i limiti fissati dall'art. 2412 del codice civile (obbligazioni totali emesse non superiori al doppio del capitale sociale più riserve¹⁹); impiegare tali risorse finanziarie a

¹⁸ Per la definizione di PMI (e la conseguente esclusione delle micro imprese) vale quanto stabilito dalla Commissione Europea con la Raccomandazione del 6 maggio 2003

¹⁹ A meno di quotazione del titolo su mercati regolamentati o MTF ovvero di titolo convertibile in azioni.

supporto di progetti di crescita, non finalizzate a sostituzione o ristrutturazione del debito bancario.

I requisiti informativi, invece, richiedono i seguenti elementi:

- bilancio degli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno il più recente sottoposto a revisione contabile.
- Rating emittente.
- Disponibilità di un business plan dettagliato e solido.
- Processi e sistemi dell'area amministrazione e controllo in grado di produrre un reporting periodico.
- Appropriata documentazione societaria (atto costitutivo, statuto della società emittente, certificato di vigenza rilasciato dalla competente Camera di Commercio, certificato fallimentare rilasciato dalla competente sezione del Tribunale Fallimentare).

Non è, ovviamente, richiesta la pubblicazione di un prospetto di quotazione ai sensi della Direttiva Prospetti. La normativa ha ritenuto fondamentale indirizzare verso una *disclosure* sui bilanci e sui progetti che si intendono finanziare e sui risultati da raggiungere. Gli investitori coinvolti potrebbero avere l'esigenza di predisporre la *due diligence* sull'impresa emittente da finanziarie che terrà conto del settore di attività, della corporate governance societaria, delle strategie e della struttura del capitale. Per snellire l'operazione e renderla maggiormente appetibile (in termini di costi e tempistiche) in sede di conversione del D.L. 83/2012 sono stati eliminati alcuni ulteriori requisiti fra i quali la necessità di uno sponsor che assistesse e supportasse l'impresa emittente nella gestione della procedura, la certificazione dell'ultimo bilancio da parte di un revisore e il collocamento presso investitori qualificati (Gabbrielli et al, 2014).

Le agevolazioni fiscali introdotte prevedono la deducibilità degli interessi passivi - analogamente a quanto accade per le società quotate - con riferimento ai titoli quotati sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione ovvero a quelli sottoscritti da investitori qualificati che non detengono più del 2% del capitale. Al fine di evitare la doppia imposizione è stata, inoltre, prevista l'esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi corrisposti su titoli negoziati su mercati regolamentati o sistemi

multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'Unione Europea. Anche i costi di emissione sono totalmente deducibili.

La procedura di emissione dei Minibond nel dettaglio prevede varie fasi.

- Emissione da parte della società emittente.
- Ammissione dei Minibond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT Pro.
- Immissione nel sistema di gestione accentrata presso Monte Titoli.

Il regolamento di emissione del prestito deve contenere - oltre ai diritti dei titolari e gli obblighi dell'emittente - le caratteristiche degli strumenti emessi (natura, forma, importo, valore nominale, limiti alla circolazione) e le modalità di pagamento degli interessi, nonché di rimborso della quota capitale.

Tutto il processo potrebbe essere chiuso in quattro settimane, ma spesso ci vogliono più di due mesi perché gli imprenditori sono restii a divulgare i numeri delle loro aziende.

Il Decreto Destinazione Italia è, nell'ultimo periodo, intervenuto modificando la disciplina sulla cartolarizzazione e in particolare rivedendo alcuni aspetti della Legge 130/1999 in maniera da consentire il sorgere di nuovi veicoli d'investimento che possano operare come sottoscrittori di Minibond. Ciò potenzialmente dovrebbe aumentare il numero dei soggetti che possono acquistare titoli obbligazionari e, di conseguenza, aumentare la diffusione dei Minibond. È stata inoltre rivista, in senso agevolativo, la fiscalità indiretta sulle garanzie, sui pegni e sui relativi privilegi, al fine di favorire le emissioni in forma garantita, nella prospettiva che la PMI ricorra prevalentemente a questa modalità di emissione.

Capitolo Terzo

L'IMPATTO DEI MINIBOND SULLE IMPRESE

ITALIANE

1. L'EVOLUZIONE DEI MINIBOND IN ITALIA

L'indagine empirica che segue studia l'impatto quantitativo sul sistema finanziario italiano dall'attivazione del segmento “*ExtraMOT PRO*” di Borsa Italiana, il quale, come ampiamente discusso nel capitolo precedente, è stato realizzato per facilitare l'accesso al mercato delle PMI non quotate e per attuare (in parte) la disintermediazione bancaria resasi necessaria a causa delle mutate condizioni di bilancio delle banche italiane. Lo studio si concentra sui dati relativi agli strumenti finanziari quotati nel nuovo segmento, accessibile solo agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, e non direttamente agli operatori privati italiani. Al momento la quotazione dei titoli è solo una formalità, poiché i negoziati preliminari sono condotti dalla controparte fuori dal mercato.

A circa due anni dall'attivazione del segmento *ExtraMOT PRO*²⁰ sono stati emessi 104 strumenti da parte di 80 società (**Tavola 3.1.**) per un totale di circa 4,6 miliardi di euro di cui: 8 cambiali finanziarie, 1 obbligazione convertibile e 95 Minibond. La maggior parte delle obbligazioni, anche per valore, prevede il rimborso in “unica soluzione” (**Tavola 3.2.**) e paga un tasso fisso. Soltanto 11 obbligazioni sono a tasso variabile e il parametro di indicizzazione è sempre l'Euribor a 3 o 6 mesi rispettivamente per strumenti a cedola trimestrale o semestrale. La *maturity* media degli strumenti emessi è il 2018.

²⁰ L'*ExtraMOT PRO* nasce l'11 febbraio 2013. I dati sono aggiornati con le emissioni al 31 gennaio 2015.

Tavola 3.1. Distribuzione delle emissioni per fasce di <i>outstanding</i>					
	Numero emissioni	<i>Outstanding</i> (importi in migliaia di euro)			
		Min	Max	Media	Tot.
Sino a 2 mln euro	13	114	1.900	1.038	13.494
>=15 mln; <50 mln euro	16	15.000	29.900	20.647	330.350
>=2 mln; <5 mln euro	19	2.000	4.000	3.013	57.251
>=5 mln; <15 mln euro	35	5.000	14.300	8.554	299.400
>=50 mln; <200 mln euro	12	50.000	198.100	124.561	1.494.735
200 mln euro e oltre	9	200.000	411.600	270.898	2.438.085
Totale complessivo	104	114	411.600	44.551	4.633.315
<i>Fonte: elaborazione su dati Borsa Italiana</i>					

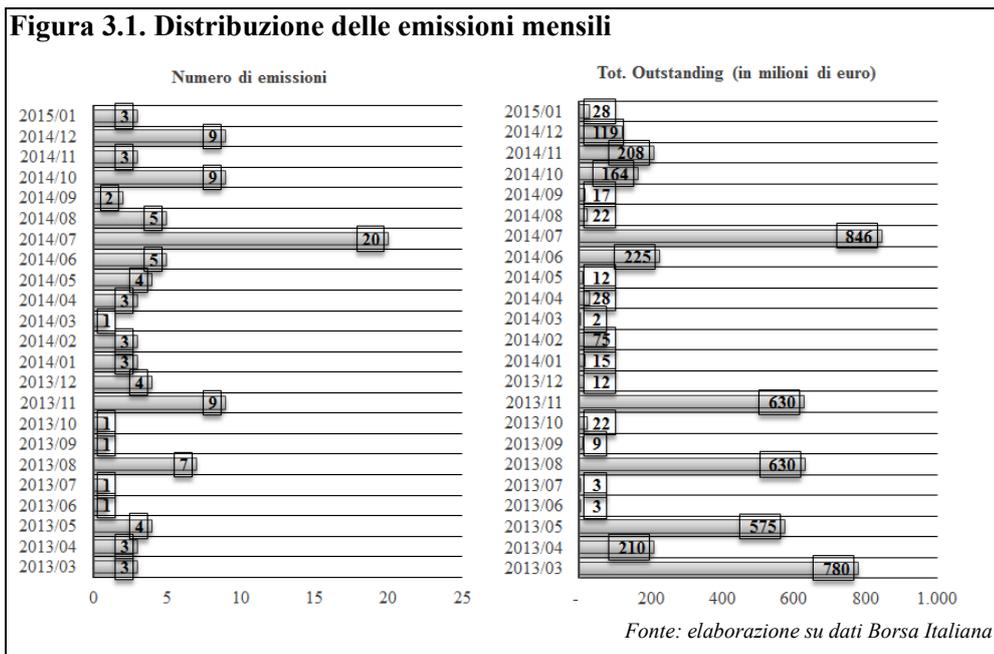
Il tasso medio dei Minibond è 6,28%, superiore ai tassi effettivi globali medi (TEGM) registrati dalla Banca d'Italia tra il 2014 e il 2015 per le operazioni di mutuo ipotecario leasing strumentale, leasing immobiliare a tasso variabile²¹. Di conseguenza, quale tratto distintivo, emerge come l'interesse per tale strumento sia lontano dalle logiche di costo, ma sia piuttosto orientato, attraverso l'innovazione finanziaria, al reperimento di risorse finanziarie provenienti da canali di finanziamento alternativi a quello bancario tradizionale.

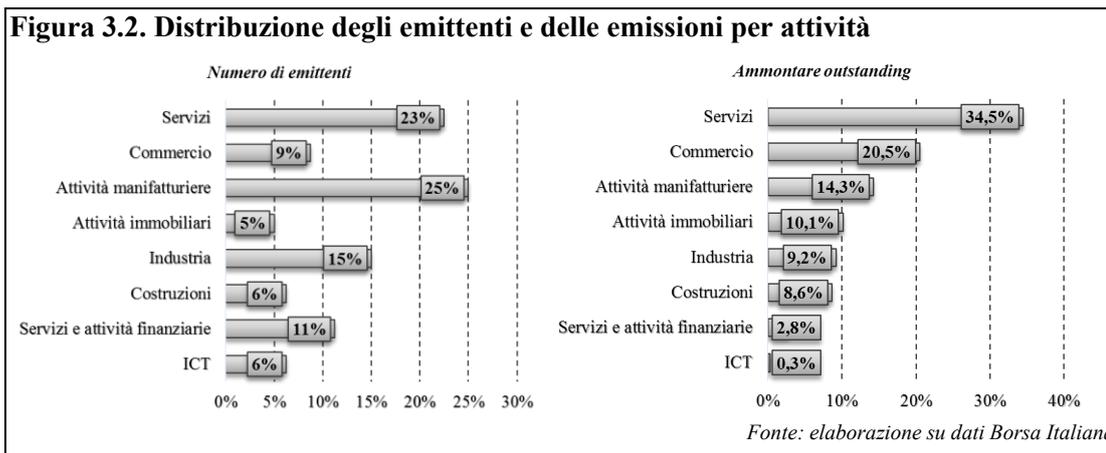
La distribuzione mensile del numero di emissioni è piuttosto irregolare, con picchi nei mesi di agosto 2013, novembre 2013 e luglio 2014, mentre a marzo 2013 e luglio 2014 sono state registrate la quantità più alte, concentrate in tre edizioni di una singola azienda (**Figura 3.1**). In **Figura 3.2**, si riporta la ripartizione degli emittenti e del totale **outstanding** per settore di attività.

²¹ Risulta inferiore ai TEGM su leasing immobiliare a tasso fisso.

Tavola 3.2. Distribuzione delle emissioni per fasce di <i>outstanding</i>					
	Numero emissioni	<i>Outstanding</i> (in migliaia di euro)			
		Min	Max	Media	Tot.
Obbligazioni	95	1.000	411.600	48.419	4.599.801
- Rimborso "Amortizing"	34	1.800	65.000	11.275	383.350
<i>Tasso fisso</i>	30	1.800	29.900	9.928	297.850
<i>Tasso variabile</i>	4	3.000	65.000	21.375	85.500
- Rimborso "Unica soluzione"	61	1.000	411.600	69.122	4.216.451
<i>Tasso fisso</i>	54	1.000	411.600	65.995	3.563.751
<i>Tasso variabile</i>	7	1.900	250.000	93.243	652.700
Obbligazioni convertibili	1	8.000	8.000	8.000	8.000
Cambiali finanziari	8	114	10.000	3.189	25.514

Fonte: elaborazione su dati Borsa Italiana





È stato posto in essere, a questo punto, un semplice esercizio: ordinare gli emittenti in modo decrescente per *outstanding* e calcolare l'ammontare cumulato. Mentre il valore medio per emissione è di circa 44 milioni di euro, emerge che oltre il 54% del totale è stato assorbito dalle emissioni di 6 società (media di 415 milioni di euro per emittente); circa il 90% delle emissioni totali è stato effettuato da 19 società. L'ultimo 10% di emissioni appartiene, dunque, a ben 60 emittenti, con una media che passa a 7,9 milioni di euro per emittente.

Nel primo periodo di funzionamento dell'ExtraMOT Pro (a novembre 2013) tra gli emittenti si riscontrano anche aziende di medie/grandi dimensioni, che hanno usufruito della favorevole legislazione e del trattamento fiscale agevolato per emettere titoli per *outstanding* significativamente elevati in altri paesi europei (Lussemburgo, Irlanda), in seguito quotati anche su Borsa Italiana. Alcune di queste società hanno nella compagine azionaria fondi di *private equity*, finanziariamente sofisticati e interessati alla leva finanziaria per massimizzare il ritorno dell'investimento (ROE).

In seguito sono stati emessi Minibond di importo piuttosto contenuto. In generale, l'obiettivo principale dichiarato dagli emittenti è quello di finanziare operazioni di espansione dell'attività, anche all'estero, cui si aggiunge, in taluni casi, l'intento di ridurre l'esposizione bancaria. La concentrazione delle prime emissioni di Minibond ha una sua logica in rapporto all'atteggiamento delle banche; da un lato operazioni di grande volume e di una certa rischiosità, che non potrebbero essere sostenute da una sola banca, ma solo da un pool di banche (forma tecnica che sta diventando sempre meno gradita). Dall'altro lato le PMI che sono disposte a pagare tassi elevati pur di

accedere a forme di raccolta finanziaria che difficilmente avrebbero potuto essere soddisfatte dalle banche sulla scorta dei bilanci storici.

In **Tavola 3.3.** viene rappresentata la ripartizione delle emissioni e degli emittenti per area geografica: la regione con i volumi maggiori è la Lombardia, seguita dal Veneto e dall'Emilia Romagna. Nell'ultimo periodo il Veneto ha avuto una decisa progressione in aumento rispetto alle altre regioni.

Tavola 3.3. Distribuzione delle emissioni e degli emittenti per regioni			
	Emittenti	Emissioni	Tot. Outstanding
Lombardia	27	37	€ 2.211.700.000,00
Veneto	16	20	€ 452.400.000,00
Emilia Romagna	9	12	€ 1.246.680.000,00
Piemonte	6	6	€ 36.100.000,00
Lazio	5	6	€ 233.450.000,00
Toscana	3	3	€ 57.000.000,00
Campania	2	4	€ 7.684.000,00
Puglia	2	2	€ 27.000.000,00
Trentino Alto Adige	2	2	€ 13.750.000,00
Umbria	2	2	€ 31.000.000,00
Basilicata	1	1	€ 5.000.000,00
Liguria	1	4	€ 2.000.000,00
Marche	1	2	€ 300.000.000,00
Molise	1	1	€ 2.700.000,00
Sicilia	1	1	€ 3.200.000,00
<i>Lussemburgo</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>€ 3.651.000,00</i>
Tot.	80	104	€ 4.633.315.000,00

Fonte: elaborazione su dati Borsa Italiana

Tra le 80 società emittenti²², solo le quelle appartenenti al terzo quartile presentano un fatturato superiore a 78 milioni di euro²³. Le imprese, invece, appartenenti al II quartile presentano un fatturato inferiore ai 10 milioni di euro;

²² Per 9 non sono disponibili i dati sul fatturato 2012 o 2013.

²³ Si fa riferimento al totale ricavi 2013 o se non disponibile 2012.

l'emissione più piccola è di 114 mila euro²⁴ mentre quella maggiore è di circa 411 milioni di euro.

Come discusso in precedenza, la partenza è stata piuttosto lenta e finora i risultati sono stati, forse, inferiori alle aspettative. Appena approvata la riforma, il Mise ipotizzava che nell'arco di un anno e mezzo si sarebbero realizzate emissioni per un valore di circa 10-12 miliardi di euro, ma come illustrato l'entità complessiva delle emissioni realizzate ad oggi è di circa 4,6 miliardi di euro (**Tabella 3.3**). Questi dati riflettono i limiti oggettivi del sistema finanziario italiano allo sviluppo di un mercato efficiente di Minibond, per il quale, come ampiamente discusso nel Capitolo 1 sono necessarie una serie di condizioni strutturali che coinvolgano imprese, banche e investitori, con particolare attenzione al ruolo ricoperto dalle garanzie a copertura dei rischi insiti in questa tipologia di operazioni.

1.1. LE DIFFICOLTÀ DI DIFFUSIONE DEI NUOVI STRUMENTI FINANZIARI

L'INFORMATIVA

Oltre alla difficoltà strutturale del sistema finanziario e produttivo italiano dovrebbe anche essere superata la cultura della scarsa trasparenza informativa attraverso una migliore divulgazione delle caratteristiche delle emissioni agli investitori. Tutto ciò richiede una revisione della regolamentazione in vigore. Tutte le informazioni vengono, in pratica, fornite direttamente agli investitori istituzionali nel corso delle trattative preliminari e la quotazione di titoli risulta essere una mera, e successiva, formalità. Per costruire un mercato secondario efficiente e trasparente attraverso il quale le aziende possano raggiungere una platea di investitori più ampia le informazioni contenute nel "Documento di Ammissione" richiesto da Borsa Italiana non sono sufficienti ed esaustive. Infatti, attualmente nel documento viene riportata l'analisi dei rischi (attività svolte e azioni da compiere), ma manca tutta un'altra serie di informazioni qualitative e

²⁴ Cambiale finanziaria

quantitative di primaria importanza: bilancio, budget e risultati da raggiungere (Riccio, 2015). Tale mancanza non consente agli interessati di stimare la capacità dell'investimento, di centrare l'obiettivo dell'emissione (sviluppo aziendale o del progetto) e, quindi, l'ammontare dei flussi di cassa per il rimborso naturale alle relative scadenze. Tutte queste informazioni si concretizzerebbero nella diffusione di *un business plan*. A questo proposito Zanotti e Martinoli (2014) hanno evidenziato come per quasi tutte le PMI che hanno emesso obbligazioni quotate alla PRO ExtraMOT il Documento di Ammissione richiesto da Borsa Italiana è povero di contenuti e di indicazioni strategiche che descrivano lo sviluppo del progetto per gli investitori.

I Minibond non sono, dunque, uno strumento adatto alle esigenze di tutte le imprese, in quanto, rispetto ai prestiti bancari, risultano meno versatili e sono tecnicamente non modulabili (allungamento della scadenza ad esempio). Per essere più appetibili per il mercato, e in particolare per gli investitori stranieri, dovrebbero avere un taglio minimo adeguato al business dell'impresa e ai costi fissi dell'operazione. I Minibond sono essenzialmente illiquidi e si collocano, dal punto di vista del rischio, tra un prestito bancario a medio lungo termine e un investimento di un fondo chiuso di *private equity*. La maggior remunerazione per l'aumento del rischio di controparte e di liquidità unita all'incidenza dei costi fissi (commissioni agli intermediari e costi di quotazione) giustificano, rispetto al canale bancario, l'incremento di costo per la raccolta.

IL COSTO

È ovviamente difficile fare una stima puntuale del costo di questo strumento, il quale è composto da:

- *Commissioni da sostenere in fase di emissione*. Sono rilevanti e particolarmente pesanti (in termini relativi) se gli importi in sottoscrizione sono limitati.
- *Commissioni di collocamento* percepite da ogni attore in ogni fase dello stesso.
- *Interessi*. Il tasso, come riportato in precedenza, è mediamente più elevato di un mutuo ipotecario.

Un'indagine di Milano Finanza²⁵ stima i costi di un'operazione di emissione di Minibond a 5 anni per un valore di 5 milioni di euro. In particolare i costi di predisposizione dell'operazione sono le consulenze ammontano a circa 20.000 euro, mentre per la procedura di rating sono necessari circa 20.000 euro; mentre il costo di quotazione è di circa 2.500 euro. Il costo relativo all'attribuzione del rating dipende dalla complessità dell'azienda (sedi e controllate ad esempio): i prezzi Cerved Group vanno dai 15 mila ai 50 mila euro per il primo anno e restano analoghi anche per gli anni successivi²⁶. I prezzi di Crif Rating Agency variano invece tra i 20 mila e i 40 mila euro per il primo anno e poi si riducono negli anni successivi di circa il 40%. I Minibond, rispetto alle cambiali finanziarie non hanno necessità di uno sponsor e di una garanzia, ma in ogni caso la garanzia di un Confidi ha un costo contenuto pari a circa circa 2.500 euro.

Emettere un Minibond del valore nominale di 5.000.000 di euro a 5 anni ha, dunque, un costo complessivo approssimato del 2% circa (**Tavola 3.4**).

Tavola 3.4. Il costo approssimativo di un'emissione di Minibond del valore di 5 milioni di euro a 5 anni.					
	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5
Consulenza finanziaria	€ 10.000,00	-	-	-	-
Consulenza legale	€ 10.000,00	-	-	-	-
Rating	€ 20.000,00	€ 15.000,00	€ 15.000,00	€ 15.000,00	€ 15.000,00
Quotazione ExtraMOT Pro	€ 2.500,00	-	-	-	-

Fonte: elaborazione su indagine Milano Finanza

Tuttavia l'utilizzo dei Minibond consente all'impresa di usufruire di alcuni vantaggi:

- Le condizioni rimangono fisse per tutta la durata del prestito obbligazionario.
- Il costo delle commissioni è unico, omnicomprensivo e deducibile fiscalmente.

²⁵ 18 gennaio 2014

²⁶ Ogni anno è necessario procedere ad una revisione completa del rating.

- L'alleggerimento della struttura finanziaria dell'impresa derivante dal ridimensionamento del canale bancario: in linea teorica potrebbe ridursi l'utilizzo delle linee bancarie e questo, eventualmente, si riflette positivamente sulle rilevazioni della Centrale dei Rischi, favorendo un possibile miglioramento delle condizioni economiche sulle linee di credito bancarie utilizzate.

L'alta incidenza dei costi fissi rende, comunque, sconsigliabili emissioni al di sotto dei 2,5 milioni di euro. L'operazione è adatta ad aziende di una certa dimensione: è vietata per le micro imprese e sconsigliata per imprese con fatturato inferiore a 15 milioni di euro (cfr. paragrafo 2). Le PMI potrebbero essere maggiormente attratte se gli intermediari adottassero processi di valutazione standard, riducendo dunque il costo di ingresso. Le aziende dovranno dotarsi di un modello per il confronto dei costi delle diverse forme di finanziamento, al netto delle imposte (Riccio, 2015).

Ma nella sostanza quante sono le imprese italiane che giuridicamente avrebbero i requisiti per accedere a questo strumento? E quante hanno i requisiti finanziari che le permetterebbero di emettere tali strumenti?

2. CARATTERISTICHE DELLE AZIENDE CHE ACCEDONO AL MERCATO DEI MINIBOND

Considerando il costo della modalità di finanziamento, sicuramente più alto di quello bancario, la natura straordinaria dello strumento ed il sostanziale requisito di salute degli emittenti, è legittimo chiedersi quali siano le principali discriminanti delle aziende che hanno avuto accesso al mercato Minibond.

L'analisi proposta presenta due funzionalità: dal lato del *policy maker*, consente di capire le primarie caratteristiche (struttura e situazione finanziaria; redditività) delle aziende che hanno avuto accesso al mercato; dal lato dell'impresa, consente di capire quali sono le leve che conducono il management aziendale e i consulenti verso questo tipo di strumento finanziario.

2.1. CAMPIONE

Il campione si compone di 1.225 aziende tra le quali rientrano sia quelle che hanno emesso Minibond²⁷ nel periodo 2013-2014, sia le società “*best performance*”, ovvero quelle che avrebbero, potuto accedervi. Come più volte ricordato le PMI italiane scontano molti problemi nell’accesso al credito, soprattutto a quello di medio-lungo termine, necessario per sostenere i progetti d’investimento e di crescita aziendale, a fronte di un’offerta che si indirizza, invece, soprattutto verso il circolante. Le aziende sane che si ritrovano precluso il credito per progetti del genere possono certamente trovare delle buone opportunità nel mercato obbligazionario. I Minibond possono essere una soluzione anche per le società che si trovano in nicchie di mercato in forte crescita (e magari piuttosto giovani), con grandi portafogli ordini, ma che sono sottocapitalizzate e caratterizzate da fatturati piccoli per sostenere gli investimenti necessari per restare al passo con l’espansione del proprio core business. Per tali aziende, in mancanza di garanzie reali dell’imprenditore, è molto difficile ottenere credito nel medio lungo periodo, e questo fenomeno rischia di paralizzare nuovi settori. Questo è tendenzialmente il target ideale di emittenti su cui puntare per un fondo di investimento in Minibond, anche se naturalmente, settori, dimensioni, specializzazioni produttive possono variare in base ai piani di investimento dei singoli fondi presenti sul mercato.

In quest’ambito dunque diventano rilevanti i requisiti sostanziali - prescindendo da quelli normativi che sono condizione necessaria - che, ovviamente, variano in base ai target di riferimento.

Secondo alcuni studi della “CRIF Rating Agency” (2013, 2014), solo un’impresa con le performance migliori può essere appetibile per un investitore istituzionale interessato a investire in Minibond. Per avere chance concrete di accedere al mercato dei Minibond e avere successo le aziende dovrebbero presentare determinate condizioni di bilancio. Nello specifico, identifica in particolare:

- un fatturato di almeno 10 milioni di euro;
- un EBITDA sempre positivo negli ultimi 3 anni,

²⁷ Per le quali si dispone di corretta informativa di bilancio di fonte AIDA BvD.

- una leva finanziaria (intesa come rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto) non superiore a 3;
- un rapporto tra posizione finanziaria netta e EBITDA non superiore a 4²⁸.

Confindustria Toscana (2014) sintetizza i requisiti di un'impresa target per gli investitori istituzionali in fatturato (oltre 10 milioni di euro), la presenza sui mercati esteri e/o progetti di crescita internazionale e il ricorso al debito commisurato alla redditività operativa (rapporto fra debiti onerosi e EBITDA maggiore di 5), utilizzo non elevato della leva (inferiore a 2-3) e la necessità di finanziare la crescita e non sostituire il debito bancario. Anche dai prospetti informativi o la documentazione a disposizione degli stakeholder di numerose SIM o investitori istituzionali risultano parametri per le aziende target simili, nonché la presenza sui mercati esteri e/o progetti di crescita internazionale. L'orientamento del mercato sembra essere diretto ad aziende target con un fatturato superiore ai 15 milioni di euro, anche in considerazione costi di emissione.

In considerazione di queste indicazioni la costruzione del campione di confronto (**Tavola 3.5**) parte dalla selezione delle aziende che rispettano i requisiti sia dimensionali-legali sia di *best performance* come indicati di seguito:

Requisiti dimensionali-legali

- ricavi delle vendite 2012 superiori a 2 milioni euro;
- totale attivo superiore a 2 milioni di euro;
- almeno 10 dipendenti.

*Best performance*²⁹

- ricavi vendite 2011 e 2012 superiori a 15 milioni;
- rapporto d'indebitamento 2011 e 2012 non superiore a 3;
- rapporto fra debiti e /EBTDA 2011 e 2012 inferiori a 5;

²⁸ Nella versione 2014 dello studio sono stati considerati parametri parzialmente diversi rispetto all'edizione 2013 per meglio rappresentare i potenziali target del mercato Minibond alla luce dei riscontri arrivati dalle prassi di mercato.

²⁹ Le migliori performance, di fatto, sono una barriera all'ingresso poiché altrimenti gli investitori non permetterebbero il buon esito dello strumento. A parere dello scrivente non sarebbe corretto analizzare tutto l'universo delle società dei capitali che non abbiano tali "requisiti sostanziali". Tale semplificazione ci permette in pratica di comprendere perché le società, fra quelle che avrebbero potuto usare lo strumento, non hanno emesso Minibond.

- EBTDA 2011 e 2012 maggiore a 0.

Anno 2012 (Società capitali)	Italia	%	Sardegna	%
Toto società dei capitali e cooperative attive	923.123	100,0%	19.075	100,0%
Requisiti formali - no imprese micro; - >=10 dipendenti - > 2mln attivo e ricavi	59.872	6,5%	720	3,8%
Best performance	4.731	0,5%	28	0,1%

Fonte: elaborazione su dati Aida BvD

Poiché, in questa sede, non si tiene conto di operazioni straordinarie cui le società sono state sottoposte, per cui non si considerano le società che presentano variazioni di attivo, patrimonio netto e capitale sociale superiori al 50%. In tal modo il campione di confronto è stato epurato delle unità che possono creare disturbo “rumore” per l’analisi. Inoltre, per essere meglio “confrontabile”, il campione è stato reso, attraverso un procedimento di campionamento stratificato, di proporzioni uguali a quelle delle società che hanno emesso Minibond per ripartizione territoriale e classe di attivo.

Il campione definitivo si compone di 1.225 unità (**Tavola 3.6.**).

Classe di attivo	Ripartizione territoriale	Emesso Minibond		Tot.
		SI	NO	
Inf 50 mln euro	Nord	17	331	348
	Centro	2	39	41
	Sud e isole	1	19	20
50 mln euro e oltre	Nord	32	623	655
	Centro	7	134	141
	Sud e isole	1	19	20
<i>Tot.</i>		<i>60</i>	<i>1.165</i>	<i>1.225</i>

Fonte: elaborazione su dati Aida BvD

Definito il campione, l’obiettivo è, come anticipato, capire se alcune caratteristiche delle società (dimensione, settore, condizioni strutturali, redditività e situazione finanziaria) abbiano inciso sulla decisione di emettere Minibond.

Il set di variabili esplicative considerate per l'analisi (**Tavola 3.7**) comprende una serie d'indicatori di bilancio che rappresentano gli aspetti economico-finanziari.

Tavola 3.7. Numero di imprese con requisiti per l'accesso ai Minibond		
Indicatore	Etichetta	Formula di calcolo
Totale attivo 2012	attivo	Totale attivo 2012
Totale patrimonio netto 2012	PN	Patrimonio netto 2012
Capitale sociale 12	CS	Capitale sociale 2012
Fatturato 2012	ricavi	Ricavi 2012
EBITDA 2012	EBITDA	EBITDA 2012
Utile/Perdita d'esercizio 2012	Utile	Utile 2012
Variazione totale attivo 2011-2012	VarATTIVO	(Attivo 2012 – Attivo 2011) / Attivo 2011
Variazione patrimonio netto 2012	VarPN	(Patrimonio netto 2012 – Patrimonio netto 2011) / Patrimonio netto 2011
Variazione capitale sociale 2011-2012	VarCS	(Capitale sociale 2012 – Capitale sociale 2011) / Capitale sociale 2011
Variazione EBTDA 2011-2012	VarEBITDA	(EBITDA 2012 – EBITDA 2011) / EBITDA 2011
Variazione utile 2011-2012	VarUTILE	(Utile d'esercizio 2012 – Utile d'esercizio 2011) / Utile d'esercizio 2011
Debt / Equity 2012	Debt/equity	(Banche entro e oltre l'esercizio 2012 + Altri finanziatori entro e oltre l'esercizio 2012) / Patrimonio netto 2012
Indice d'indebitamento a breve termine 2012	indBT	Debiti a BT 2012 / (Debiti a BT 2012 + Debiti a LT 2012)
Indice d'indebitamento a lungo termine 2012	indLT	Debiti a LT 2012 / (Debiti a BT 2012 + Debiti a LT 2012)
Leverage o rapporto di indebitamento 2012	leverage	Attivo 2012 / Patrimonio netto 2012
Indice di liquidità 2012	liq	(Attivo circolante 2012 – Tot rim. 2012) / Debiti a breve 2012
Indice di disponibilità 2012	disp	Attivo circolante 2012 / Debiti a breve 2012
Indice di indipendenza finanziaria 2012	indipFINANZ	Patrimonio netto 2012 / Totale attivo 2012 %
Indice di autocopertura 2012	autocoIMMOB	Patrimonio netto 2012 / Immobilizzazioni 2012
ROE % 2012	ROE	Utile d'esercizio 2012 / Patrimonio netto 2012 %

Fonte: elaborazione su dati Aida BvD

L'accesso o meno al mercato dei Minibond³⁰ è una variabile logica (Vero o Falso) che può essere considerata come una Dummy. È interessante capire come un insieme di variabili esplicative possa influenzare la variabile di riferimento. I modelli a scelta discreta, e nella fattispecie il modello *Logit*,³¹ permettono di meglio cogliere tali effetti (Hosmer e Lemeshow, 2000). La regressione logistica, anziché modellare direttamente Y, propone un modello per la probabilità che Y appartenga ad una particolare categoria:

³⁰ Riferita alle società che hanno emesso (“SI” = valore “1”) o meno (“NO” = valore 0) Minibond dall'11 febbraio 2013 al 31 gennaio 2015.

³¹ Il modello logistico appartiene alla famiglia dei modelli lineari generalizzati (GLM), i quali mettono in relazione una funzione del valore atteso della variabile dipendente Y con le variabili esplicative attraverso un'equazione lineare.

l'obiettivo è, dunque, costruire un modello di regressione per Y , variabile di risposta dicotomica avente valori 0 o 1. In un modello di regressione logistica la quantità che si ipotizza funzione di X e il valore medio condizionato corrispondente a $P(Y=1|x)$ e cioè alla probabilità di possedere l'attributo in esame condizionata al fatto che il vettore delle variabili indipendenti assume valore x .

Il modello di regressione per Y è dunque:

$$Y = \pi(x) + \varepsilon$$

Rispetto al modello lineare, nel quale l'errore si distribuisce come una Normale, con media nulla e varianza costante, nel modello logistico, l'errore può assumere solo 2 valori e ha media 0, ma varianza (non costante) che dipende dal valore assunto da x . Per descrivere la relazione di dipendenza della probabilità si può usare la distribuzione logistica

$$\pi(x) = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_n x_n}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_n x_n}} = \frac{e^{\beta_0 + \sum_{i=0}^n \beta_i x_i}}{1 + e^{\beta_0 + \sum_{i=0}^n \beta_i x_i}}$$

Il coefficiente β misura dunque la variazione nel *Logit* dovuta al possesso dell'attributo descritto da X . Per l'interpretazione dei coefficienti della regressione logistica occorre studiare gli *odds* della regressione, i quali possono assumere, anch'essi, solo due valori:

$$\frac{\pi_0}{1 - \pi_0} \quad \frac{\pi_1}{1 - \pi_1}$$

con

π_0 = probabilità che accada l'evento

π_1 = probabilità che accada l'evento.

Dal rapporto fra i due valori di *odds* si ottiene il cosiddetto *odds ratio (OR)*:

$$OR = \frac{\frac{\pi_0}{1 - \pi_0}}{\frac{\pi_1}{1 - \pi_1}}$$

Un valore pari ad 1 dell'*odds ratio* indica che gli odds degli eventi siano uguali tra di loro, e che quindi, ad esempio, un valore di una variabile esplicativa non influenza la probabilità di accedere al mercato Minibond.

2.2. RISULTATI

Nei risultati dei modelli *Logit* presentati in seguito si stima la probabilità che una società abbia accesso al mercato Minibond in funzione di alcune caratteristiche di redditività, struttura e situazione finanziaria. Le caratteristiche sono ovviamente osservate nel periodo precedente (anno 2012 e variazioni rispetto al 2011), al fine di non alterare i risultati delle stime.

Il segno + o - assunto dal parametro della variabile indica come a più elevati (o più bassi) livelli delle variabili indipendenti corrisponda un aumento (o una riduzione) della probabilità di emissione di Minibond. I risultati sulle variabili inserite nel modello, sono presentati in **Tavola 3.8**.

Tavola 3.8. Risultati delle stime del modello di regressione logistica					
	Estimate	Std. error	Wald z-statistic	P-value	Signif.
intercetta	-4.920	1.354	-3.634	0.000	***
VarPN	6.673	1.947	3.427	0.000	***
indBT	-4.607	0.901	-5.113	0.000	***
leverage	2.576	0.394	6.534	0.000	***
liq	-0.866	0.413	-2.094	0.036	*
roe	-0.033	0.020	-1.689	0.091	.
<i>Signif. codes: 0.000 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.'</i>					
<i>Fonte: nostra elaborazione</i>					

La lettura dei coefficienti è, come noto (fra gli altri Hosmer e Lemeshow, 2000), legata ai cosiddetti *odds*: ad esempio un incremento di un'unità della variabile "VarPN" determina un aumento di 6,67 del log odds della variabile "minibond". Si possono anche esplicitare i coefficienti interpretandoli come Odds ratio (**Tavola 3.10**). Se il regressore è una variabile quantitativa, come nel caso proposto in questa sede, il

coefficiente è una stima del logaritmo dell'*Odds ratio* per l'aumento di una unità in x . Spesso è più appropriato esprimere l'*Odds ratio* per un aumento in x di c unità.

	Sig. level 2.5 %	Sig. level 97.5 %
VarPN	3,136	10,629
indBT	- 6,429	- 2,873
leverage	1,864	3,411
liq	- 1,738	- 0,138
roe	- 0,074	0,0035

Fonte: nostra elaborazione

	Odds Ratio	Sig. level 2.5 %	Sig. level 97.5 %
VarPN	790,525	23,022	41318,657
indBT	0,010	0,0016	0,056
leverage	13,149	6,449	30,307
liq	0,420	0,176	0,871
roe	0,967	0,928	1,003

Fonte: nostra elaborazione

Il confronto fra un modello completo (con $k + r$ variabili esplicative) e un modello ristretto (con k variabili esplicative) permette di verificare e quantificare il valore aggiunto fornito dal modello completo. Per il confronto è stato usato il test LR (*likelihood ratio*) con il quale si costruiscono i rapporti di verosimiglianza o equivalentemente le differenze tra log-verosimiglianze. Nel nostro caso vogliamo confrontare il modello con un solo regressore con quello con tutti i regressori a disposizione. L'ipotesi nulla che si vuole verificare è che i coefficienti degli r parametri aggiunti nel modello completo siano congiuntamente nulli. Pertanto se rifiutiamo questa ipotesi allora il modello completo aggiunge qualcosa di significativo al modello più semplice. Calcolato il *test LR*, i gradi di libertà e il *p-value*, si avrà che con un *p-value* tanto più prossimo a 0 si rifiuta l'ipotesi nulla e dunque il modello "completo" è preferibile.

Anche il valore del “Akaike's information criterion, AIC” (Yamaoka et al., 1978) del modello completo è risultato inferiore a quello degli altri modelli. Ulteriore conferma della bontà del modello completo.

Il valore di pseudo R^2 (McFadden, 1974) che verifica la bontà di adattamento del modello³² avvala l'ipotesi che il modello completo migliori quello in forma ridotta (0,57),.

Sempre con riferimento alla bontà di predizione del modello, è possibile calcolare la frazione di casi correttamente predetti, rispetto a quelli previsti da un modello con solo la costante. Il modello (completo) stimato classifica correttamente il 97,9% dei casi del campione.

I modelli presentati risultano, dunque, statisticamente rappresentativi del fenomeno analizzato, anche senza l'inserimento di variabili di controllo.

Nel dettaglio il modello completo di riferimento può essere esplicitato nella seguente equazione:

$$\pi(x) = \frac{e^{-4,91 + 6,67 \text{ varPN} - 4,60 \text{ indebBT} + 2,57 \text{ leverage} - 0,86 \text{ liq} - \text{roe}}}{1 + e^{-4,91 + 6,67 \text{ varPN} - 4,60 \text{ indebBT} + 2,57 \text{ leverage} - 0,86 \text{ liq} - \text{roe}}}$$

Interessante è sicuramente la variazione del patrimonio netto. Premesso, che la variazione del capitale sociale non è altrettanto significativa nella decisione di accedere al mercato ExtraMot e dunque non rientra nel modello, ciò che conta è l'aumento delle altre voci di patrimonio netto (riserve obbligatorie e non) che può essere considerata come *proxy* dell'autofinanziamento, a motivo di aziende che investono in fase di espansione o innovazione.

L'indice d'indebitamento a breve termine ha segno negativo (-): ancora una volta, essendo questo indicatore il complementare dell'indebitamento a lungo, sembra confermarsi il legame fra stabilità delle fonti di finanziamento e processi di investimento. Anche il ROE% mostra segno negativo (pur essendo fra tutti il

³² L'indice è ottenuto calcolando il complemento ad 1 del rapporto tra la devianza del modello stimato e la devianza del modello con la sola intercetta (fra gli altri Ricci, 2006).

coefficiente meno significativo, ma comunque rilevante nel modello) e ciò mostra che le aziende che emettono Minibond hanno, nel periodo precedente all'emissione valori di redditività del patrimonio netto inferiori rispetto a chi non ha avuto accesso al mercato. Ciò potrebbe giustificare, da un lato utili minori dovuti ad investimenti effettuati e non ancora in grado di produrre la giusta redditività poiché non a pieno regime e, dall'altro una capacità produttiva, rispetto al patrimonio netto, potenzialmente superiore e non ancora “esplosa”.

La variabile *leverage* sembra avere un andamento contro-intuitivo. Un'azienda con un indebitamento generale maggiore dovrebbe, infatti, scoraggiare l'emissione di Minibond in quanto con una struttura finanziaria poco appetibile per gli investitori. Ma il campione ha, per costruzione, un indebitamento basso (leva inferiore a 3) e si tratta, dunque, di aziende con una buona condizione finanziaria in partenza. Allora la condizione che sembra incoraggiare l'emissione di Minibond è un utilizzo efficiente della leva finanziaria: come noto (fra gli altri Malavasi e Vallascas, 2006) scelte di copertura improntate sul ricorso al debito sono economicamente tollerabili qualora consentano di mantenere un differenziale positivo tra ROI e costo del debito. Il maggior costo generato dagli oneri finanziari genera, entro certi limiti un vantaggio fiscale che riducono il carico fiscale e incrementa la redditività aziendale. Il segno positivo della variabile *leverage*, può essere interpretato non come la tendenza ad una “forzatura” dei livelli di indebitamento che comunque rimangono all'interno di valori “sostenibili” come un normale ricorso all'intermediazione stante le condizioni generali dei mercati ed i vantaggi finali connessi alle diverse fonti di finanziamento aziendale.

2.2.1. Segmentazione dell'analisi per classe di attivo

Per confermare i risultati sopra riportati, sono state condotte stime su segmentazioni del campione per classe di attivo. Il modello stimato in precedenza viene riproposto in **Tavola 3.11** differenziando i risultati a seconda delle classi dell'attivo.

Il modello completo risulta preferibile in entrambi i casi, anche se ci sono significatività diverse per i coefficienti. Le società più grandi (oltre 50 milioni di euro) rispettano le condizioni illustrate in precedenza per la totalità del campione. Le società

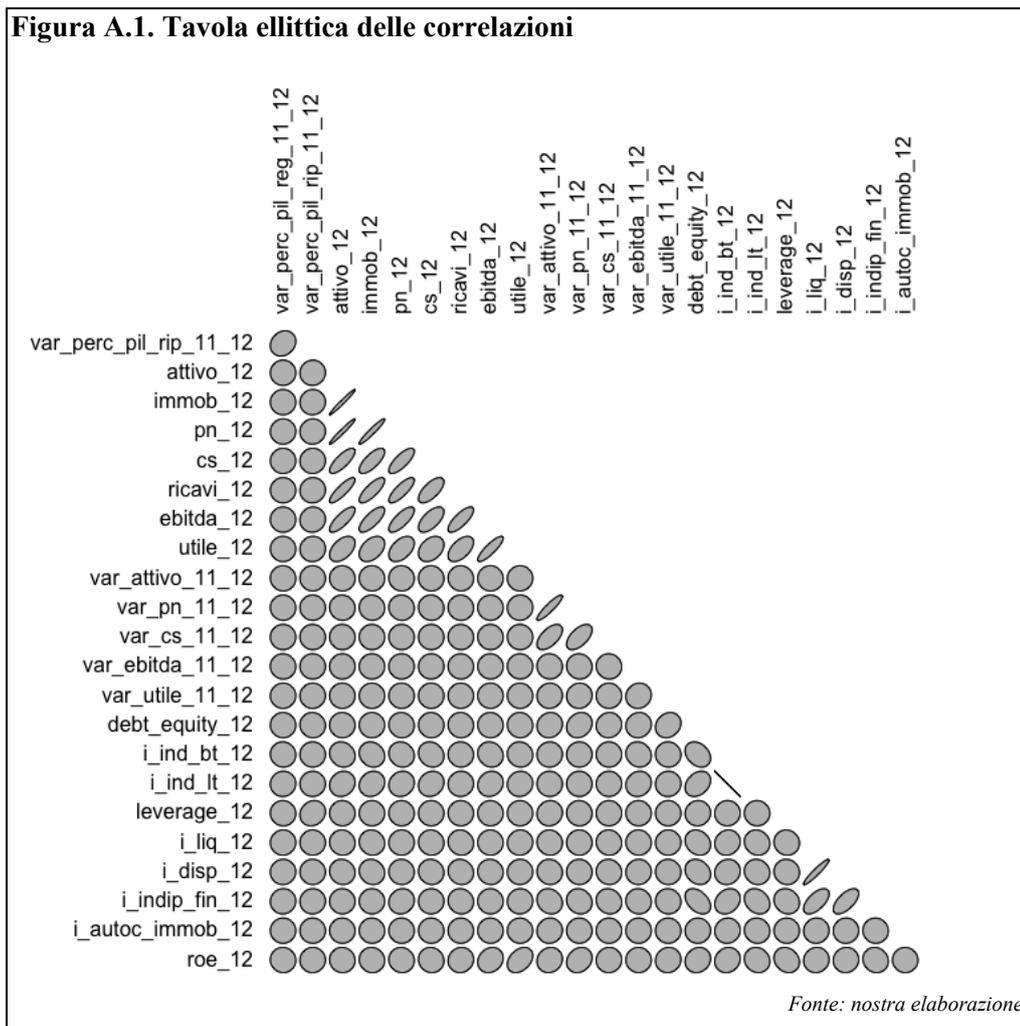
più piccole mostrano una logica decisionale di emissione leggermente differente: il ROE% e l'indice di liquidità non sono significativi e quindi non sembrano influenzare la decisione. Anche la variazione di patrimonio netto e l'indice d'indebitamento a breve termine hanno una significatività inferiore. Le società con attivo inferiore a 50 milioni di euro, accedono al mercato dei Minibond senza prima aver effettuato, nel periodo precedente, investimenti rilevanti, a differenza delle società più grandi. Si può ipotizzare che le imprese di piccola dimensione abbiano impiegato i Minibond per concretizzare investimenti prima finanziariamente non realizzabili.

Tavola 3.11. – Risultati delle stime per classi dimensionali differenti					
<i>Totale attivo: 50 milioni e oltre</i>					
	Estimate	Std. error	Wald z-statistic	P-value	Signif.
intercetta	-4.618	1.521	-3.035	0.002	**
var pn 11 12	7.489	2.746	2.727	0.006	**
i_ind_bt_12	-4.567	1.019	-4.482	0.000	***
leverage 12	2.489	0.450	5.533	0.000	***
i_liq_12	-0.899	0.499	-1.800	0.072	.
roe 12	-0.053	0.027	-1.987	0.047	*
<i>Totale attivo: inferiore a 50 milioni</i>					
intercetta	-5.543	3.203	-1.730	0.084	.
var pn 11 12	6.920	2.775	2.493	0.0127	*
i_ind_bt_12	-4.400	2.174	-2.024	0.043	*
leverage 12	2.676	0.786	3.405	0.000	***
i_liq_12	-0.995	0.867	-1.147	0.251	
roe 12	-0.006	0.032	-0.177	0.859	
<i>Signif. codes: 0.000 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.'</i>					
<i>Fonte: nostra elaborazione</i>					

APPENDICE AL CAPITOLO TERZO

La regressione logistica consente di spiegare il comportamento di una variabile dipendente dicotomica in funzione di valori di una serie di predittori (esplicativi). La valutazione della bontà del modello e la scelta del modello per la stima dei parametri ha seguito gli *step* indicati brevemente in seguito.

Innanzitutto, è stata studiata la matrice di correlazione delle variabili e sono state scartate quelle con correlazione incrociata elevata. Un'esemplificazione grafica della matrice di correlazione è riportata in **Figura A.1**. Il grafico delle correlazioni ad ellissi permette di interpretare il grado di correlazione (elevato = maggior "ellissità"; nullo = maggior "rotondità") e il segno della correlazione (ellisse con pendenza verso sinistra = [-]; ellisse con pendenza verso destra = [+]).



Il passo seguente è stato la creazione del modello per approssimazione con lo studio della “*likelihood*”: con un approccio “*backward elimination*” sono stati inseriti tutti i regressori e sono state, alternativamente, scartate quelle risultanti meno significative. La *likelihood* del modello completo è stato poi confrontato con quella dei modelli ridotti semplici ad un regressore. Il modello completo è sempre risultato migliore.

Altro indicatore utilizzato per lo studio della bontà del modello è lo Pseudo R^2 di McFadden, che misura (come del resto accade per l' R^2) la capacità del modello stimato nello spiegare la variabilità del fenomeno sotto analisi, prendendo come termine di paragone un modello che contenga solo una costante come variabile esplicativa. In pratica è la porzione di riduzione dell'errore dovuta al modello. Detto in altri termini, indica quanto considerare i predittori riduce la variazione nei dati (stimata a partire dal modello nullo).

Sono stati confrontati anche i valori dei vari modelli relativi al “Akaike's information criterion” (AIC). Il valore di AIC, una misura di entropia, in se non fornisce alcun dato sul modello appena creato, ma è utile nel confronto di modelli. L'AIC del modello completo è risultato inferiore a quello degli altri modelli.

CONCLUSIONI

In un contesto macroeconomico e finanziario caratterizzato dalle crescenti difficoltà che coinvolgono sia le imprese, nel reperimento delle risorse finanziarie necessarie a svolgere le proprie attività, sia le banche, colpite dalle diverse crisi (*subprime*, debiti sovrani e dell'economia reale), indebolendo di fatto il rapporto di fiducia reciproca, il lavoro approfondisce le potenzialità delle forme di finanziamento alternativo al canale bancario tradizionale, tracciandone i caratteri distintivi.

Le varie soluzioni “innovative” proposte, pur essendo logiche e teoricamente supportate dalla letteratura finanziaria, non hanno trovato un'adeguata diffusione nel mercato finanziario, anche a causa dello storico bancocentrismo del sistema italiano. È emerso nelle argomentazioni riportate e supportate dalle analisi proposte, la necessità di una parziale disintermediazione bancaria.

Con maggior dettaglio sono state analizzate le peculiarità delle aziende che accedono al mercato dei Minibond, strumento per il quale il legislatore ha mostrato una spiccata sensibilità tesa all'apertura della finanza d'azienda verso canali di finanziamento innovativi e alternativi al circuito bancario.

I risultati delle analisi quantitative, realizzati sulle caratteristiche delle aziende che hanno fatto ricorso a questo nuovo mercato (ExtraMOT Pro), mostrano quanto siano importanti le variabili riconducibili al livello di autofinanziamento ed alla capacità di crescita potenziale della redditività del capitale. Tali aziende, che fra l'altro sembrano utilizzare in modo efficiente la leva finanziaria, sono caratterizzate anche da una struttura finanziaria ottimale e da piani d'investimento orientati all'innovazione e all'internazionalizzazione.

Analizzando i risultati da un punto di vista della dimensione aziendale appare una differenza fra le aziende più grandi (oltre i 50 milioni di euro di fatturato) e quelle di dimensioni ridotte: queste ultime, grazie ai Minibond, pongono in essere investimenti che altrimenti non avrebbero effettuato. Le aziende più grandi che hanno emesso Minibond, invece, sono quelle che, avendo già iniziato percorsi di crescita avvalendosi

di altre risorse, attraverso l'impiego di questo strumento diversificano e ampliano le proprie capacità finanziarie.

Per quanto riguarda il costo di finanziamento, è emerso che il tasso medio (fisso) dei Minibond è superiore ai tassi medi applicati per altre operazioni di finanziamento a medio lungo termine e che l'attenzione degli emittenti non è, dunque, orientata al mero costo dell'operazione, ma a dinamiche di altro tipo, legate alla necessità di reperire risorse "alternative". Come evidenziato in diversi punti del ragionamento i costi di predisposizione dell'operazione rendono, al momento, sconsigliabili (piccole) emissioni da parte di piccole aziende.

In una prospettiva di più lungo periodo, il problema del vincolo dimensionale potrebbe essere superato con una visione d'insieme che può prevedere un'associazione tra imprese dello stesso settore o area geografica assistite da consorzi o associazioni di categoria. Senza tale visione allargata le PMI, singolarmente, non potrebbero accedere al mercato obbligazionario, neanche usufruendo delle innovazioni finanziarie, salvo che il legislatore non intervenga in questo senso: potrebbe creare un ulteriore strumento analogo a favore delle piccolissime e micro imprese, ovvero spingere consulenti e società di rating a standardizzare le procedure. Ciò consentirebbe un abbattimento dei costi, da cui la convenienza ad emettere Minibond anche con tagli inferiori ai 2,5 milioni di euro e, dunque, un ampliamento della platea di possibili emittenti. Non a caso, in sede di approvazione delle nuove regole, il Ministero dello Sviluppo Economico aveva stimato un potenziale di emissioni dell'ordine di 10-12 miliardi di euro, mentre dopo circa 2 anni le emissioni ammontano a circa 4,6 miliardi.

Il principale ostacolo alla diffusione dei nuovi strumenti di debito (e di capitale) tra le PMI non è meramente imputabile alla regolamentazione, ma anche alla scarsa dimestichezza degli imprenditori a guardare alla nuova finanza con il giusto spirito e, soprattutto, ad accettare l'idea di "aprire i libri contabili" e i propri progetti di investimento ad *advisor* e investitori esterni. Tuttavia le necessità di mercato e il contesto economico stanno spingendo verso un superamento di questo limite

determinando una situazione nella quale, col tempo, la rete finanziaria sarà pronta ad intercettare i bisogni e sarà adeguatamente preparata a soddisfarli.

Per quanto riguarda le finalità, i Minibond non possono essere emessi per necessità di ristrutturazione dei debiti pregressi, ma devono avere, come funzione, quella di consentire ricerca e creare sviluppo aziendale. Pertanto gli imprenditori devono imparare a dotarsi di *business plan* sostenibili che abbiano nel rafforzamento e nella crescita la loro filosofia di fondo.

BIBLIOGRAFIA DI RIFERIMENTO

- 1) Alessandrini P., Presbitero A. e Zazzaro A. (2009). *Banks, distances and firms' financing constraints*. Review of Finance, 13.
- 2) Arlotta, C., Bertoletti, F., Calvani, C., Coda Negozio, E., Fici, Liberatore, G., Pasquetti, L., Pesaro, C., Scialdone, R., Salvatici, G. V. (2014). *La crescita delle Pmi attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini Bond, cambiali finanziarie, Aim, Progetto Elite, Spac, incentivi allo sviluppo*. Franco Angeli Edizioni.
- 3) Assogestioni (2013). *L'industria del risparmio gestito e il finanziamento delle Pmi*. Position paper.
- 4) Banca D'Italia (2009). *Relazione annuale. Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti. Anno 2008 – centoquindicesimo esercizio*.
- 5) Banca D'Italia (2010). *Relazione annuale. Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti. Anno 2009 – centosedicesimo esercizio*.
- 6) Banca D'Italia (2011). *Relazione annuale. Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti. Anno 2010 – centodiciassettesimo esercizio*.
- 7) Banca D'Italia (2012). *Relazione annuale. Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti. Anno 2011 – centodiciottesimo esercizio*.
- 8) Banca D'Italia (2013). *Relazione annuale. Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti. Anno 2012 – centodiciannovesimo esercizio*.
- 9) Banca D'Italia (2014). *Relazione annuale. Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti. Anno 2013 – centoventesimo esercizio*.

- 10) Battaglia, F. (2013). *Quale futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria?* Franco Angeli.
- 11) Bernardi, E. (2013). *Le proposte di riforma del settore bancario. Dalla banca universale alla separazione tra retail e trading.* In *Bancaria* n. 7-8/2013.
- 12) CRIF Rating Agency (2013). *Studio sulle imprese target per l'emissione di minibond. Edizione 2013.*
- 13) CRIF Rating Agency (2014). *Studio sulle imprese target per l'emissione di minibond. Edizione 2014.*
- 14) Commissione Europea - Generale Per le Imprese e L'industria (2006). *La nuova definizione di PMI. Guida dell'utente e modello di dichiarazione.*
- 15) Confindustria Toscana (2014). *Linee guida sui Minibond.*
- 16) Crowdsourcing.org (2012). *Crowdfunding industry report. Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms.*
- 17) Culicchi, R., Puna, J. (2014). *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds.* In *Diritto Bancario*, Gennaio 2015.
- 18) Dallochio, M., Salvi, A. (2011). *Finanza aziendale 1. Finanza ordinaria.* Egea.
- 19) Dell'Aversano, F., Lopes, A. (2014). *Il sistema bancario italiano tra efficienza e stabilità ai tempi della crisi (working paper).*
- 20) EVCA (2013). *2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity.*
- 21) EVCA (2014). *Central and Eastern Europe Statistics 2013.*

- 22) Everitt (2014), B. S. and Hothorn, T. *A Handbook of Statistical Analyses Using R*.
- 23) Filotto, U., Mattarocci, G., Mottura, P. (2012). *La banca: fra pubblico e privato*. In *Bancaria* n. 10/2012.
- 24) Forestieri, G. (2014). *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*. In *Bancaria* n. 6/2014.
- 25) Gabbrielli, M., D'Affronto D., Bellina R., Chiappa, P. (2014). *Dal Decreto Sviluppo al Decreto Destinazione Italia con i MINI BOND per il rilancio delle PMI italiane*. In *Andaf Magazine*.
- 26) Gai L., Ielasi F. (2013), *L'impatto dei mini bond sulla gestione finanziaria delle imprese*. In Calugi R., Paglietti G., *Mini-bond. Istruzioni per l'uso*. CCIAA di Milano.
- 27) Galletti, D., Guerrieri, G. (2002). *La cartolarizzazione dei crediti*. Il Mulino.
- 28) Giannola, A. (2002). *Il credito difficile. L'ancora del Mediterraneo*, Napoli.
- 29) Giannotti, C. (2005) *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*. Franco Angeli Edizioni.
- 30) Giordano L., Lopes, A. (2013). *Crisi dell'eurozona, sistema bancario italiano e squilibri territoriali*. In *Rivista economica del Mezzogiorno*, XXVII.
- 31) Hosmer, D. & Lemeshow, S. (2000). *Applied Logistic Regression (Second Edition)*. John Wiley & Sons, Inc.

- 32) Yamaoka, K., Nakagawa, T., Uno, T. (1978). *Application of Akaike's information criterion (AIC) in the evaluation of linear pharmacokinetic equations*.
- 33) Lo Cascio, M., Aliano, M. (2015). *The Potential Evolution of the Supply of Credit to the Productive Chain: a Focus on Italy and the Regional Sardinian Economy*. In *Financial Crisis, Bank Behaviour and Credit Crunch*. Springer.
- 34) Long, J. Scott (1997). *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- 35) Malavasi, R. (2011) *I gruppi bancari europei e la crisi finanziaria: un'analisi su dati di bilancio*. In *Il Risparmio Review* n. 2/2011.
- 36) Malavasi, R. (2013) *Gli aiuti di stato ai gruppi bancari europei: un'analisi su dati di bilancio*. In *Il Risparmio Review* n. 2/2013.
- 37) Malavasi, R. (2014) *Evoluzione della crisi finanziaria in Europa: il ricorso dei gruppi bancari agli aiuti di Stato*. In *Il Risparmio Review* n. 2/2014.
- 38) Malavasi, R., Aliano, M. (2015). *La cartolarizzazione dei mutui bancari: una stima dei possibili effetti per le banche italiane*. In *Il Risparmio Review* n. 1/2015.
- 39) Malavasi, R. (2015). *Bottlenecks of the Financial System at the National and Regional Levels: the cases of Italy and Sardinia*. In *Financial Crisis, Bank Behaviour and Credit Crunch*. Springer.
- 40) McFadden, D. (1974). *Conditional logit analysis of qualitative choice behavior*. In P. Zarembka (ed.), *Frontiers in Econometrics*. Academic Press.
- 41) Mingarelli, G. (2012). *Crisi finanziaria e delle teorie*. In *Bancaria* n. 10/2012.

- 42) Mind The Bridge Venture Camp (2012). *Startups in Italy – Facts and Trends 2012*. Mind the Bridge Survey.
- 43) Mattana P., Petroni F., Rossi S.P.S. (2015) *A test for the Too-big-to-fail hypothesis for the European Banks during the financial crisis*. Applied Economics 47.
- 44) Mediobanca, Unioncamere (2013). *Le medie imprese italiane 2002-2011*.
- 45) Molyneaux P. (2015). *Structural Reform, Too-Big-To Fail and Banks as Public Utilities in Europe*. In Financial Crisis, Bank Behaviour and Credit Crunch. Springer.
- 46) Monferrà S., Porzio C. (2014) *I rapporti banca-impresa. Paper presented at the ADEIMF winter workshop*. University of Milano-Bicocca, Milan, 13-14 February.
- 47) Mottura, P. (2014). *La banca commerciale: sostenibilità del modello di intermediazione*. In Bancaria n. 2/2014.
- 48) Panetta, F. (2014). *Un sistema finanziario per la crescita*. Intervento al convegno “Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?” organizzato dalla “The Adam Smith Society”, 27/01/2014.
- 49) Pietrini, A., Quarta M. (2014). *Banche e managerializzazione delle imprese in crisi*. In AIDP Associazione Italiana per la Direzione Del Personale.
- 50) Politecnico di Milano (2015). *Dipartimento di Ingegneria gestionale. Osservatorio Mini-Bond. I° Report italiano sui Mini-Bond*.

- 51) Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico (2012). *Restart, Italia! Perché dobbiamo ripartire dai giovani. Dall'innovazione dalla nuova impresa.*
- 52) Regione Autonoma della Sardegna (2014). *Le imprese guida in Sardegna (Volume I). Mappatura economico-finanziaria del sistema produttivo locale. Anni 2011 e 2012. Le classifiche per fatturato, valore aggiunto e dinamicità aziendale. Anni 2011 e 2012.*
- 53) Regione Autonoma della Sardegna (2014). *Le imprese guida in Sardegna (Volume II). Le classifiche per fatturato, valore aggiunto e dinamicità aziendale. Anni 2011 e 2012.*
- 54) Relazione al Presidente del Consiglio (2014). *Articolo 17, comma 1, Legge 11-11-2011 n. 180 "Norme per la tutela della libertà d'impresa. Statuto delle imprese".*
- 55) Ricci, V. (2006). *Principali tecniche di regressione con R.* (Dispensa online).
- 56) Riccio G. (2015). *Direct Access to the Debt Capital Market by Unlisted Companies in Italy and the Effects of Changes in Civil Law: An Empirical Investigation.* In *Financial Crisis, Bank Behaviour and Credit Crunch.* Springer.
- 57) Rosenthal, J.A., Ocampo, J.M. (1988). *Securitization of Credit.* John Wiley & Sons Inc.
- 58) Rossi, S. (2013). *Finanza e crescita dopo la crisi.* Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia al "CommunityCib 2013".
- 59) Rossi, S. (2014). *Una finanza per lo sviluppo.* Conferenza del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS.

- 60) Sarkisyan A., Casu B., Clare A.D., Thomas, S.H. (2009). *Securitization and Bank Performance*. Centre for Banking Research Working Papers, Cass Business School.
- 61) Sarkisyan, A., Casu, B., Clare, A., Thomas, S. (2010). *Le cartolarizzazioni migliorano la performance delle banche? Alcune evidenze empiriche sulle banche commerciali statunitensi*. *Bancaria*, n. 3/2010.
- 62) Schirone G. (2014). *Finanziamento della crescita e minibond: il problema e una possibile (parziale) soluzione*. Prometeia Advisory Sim.
- 63) Troise, G. (2014). *Come finanziare le PMI*. IPSOA.
- 64) Vegas G. (2013). *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*. VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze).
- 65) Zadra, G. (2014). *La ri-cartolarizzazione per finanziare la ripresa*. In *Bancaria* n. 9/2014.
- 66) Zanotti F., Martinoli G. (2014), *"Minibond", development tools or survival?* Report CSE-Crescendo.



“La presente tesi è stata prodotta durante la frequenza del Corso di Dottorato in Economia e Gestione aziendale dell’Università degli Studi di Cagliari, A.A. 2010/2013 (XXVI Ciclo), con il supporto di una borsa di studio finanziata con le risorse del P.O.R. SARDEGNA F.S.E. 2007-2013 - Obiettivo competitività regionale e occupazione, Asse IV Capitale umano, Linea di Attività 1.3.1 “Finanziamento di corsi di dottorato finalizzati alla formazione di capitale umano altamente specializzato, in particolare per i settori dell’ICT, delle nanotecnologie e delle biotecnologie, dell’energia e dello sviluppo sostenibile, dell’agroalimentare e dei materiali tradizionali”.

Vincenzo Rundeddu gratefully acknowledges Sardinia Regional Government for the financial support of her PhD scholarship (P.O.R. Sardegna F.S.E. Operational Programme of the Autonomous Region of Sardinia, European Social Fund 2007-2013 - Axis IV Human Resources, Objective 1.3, Line of Activity 1.3.1.)”.

