



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN**  
**ECONOMIA E DIRITTO**

**TESI DI LAUREA**

**"LA CAPITALIZZAZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE (PMI).  
SOLUZIONI PER L'ACCESSO AL CAPITALE IN ITALIA ED EUROPA:  
TRE CASI STUDIO DAL FONDO EUROPEO PER GLI INVESTIMENTI"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. Luciano Giovanni GRECO**

**LAUREANDO/A: Alessandro COSTANZA**

**MATRICOLA N. 1203171**

**ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023**

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

*I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.*

Firma (signature) ..... 

“La capitalizzazione delle Piccole e Medie Imprese (PMI). Soluzioni per l’accesso al capitale in Italia ed Europa: tre casi dal Fondo Europeo d’Investimento”

## Indice

Introduzione.....	2
<i>Capitolo 1° Il problema della sottocapitalizzazione nelle PMI.....</i>	<i>4</i>
1.1 L'importanza delle PMI.....	4
1.2 La sottocapitalizzazione di un'impresa: cause e conseguenze.....	14
1.3 La situazione attuale delle PMI in Italia e in Europa .....	28
<i>Capitolo 2° Le soluzioni di Partnership Pubblico-Privata per le PMI.....</i>	<i>44</i>
2.1 Gli aiuti predisposti dallo Stato italiano alle PMI. L'intervento pubblico come incentivo agli investimenti privati.....	44
2.2 I principali interventi Europei a favore delle PMI.....	53
2.3 La Banca Europea per gli Investimenti (BEI) .....	56
2.4 Il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR).....	63
2.5 Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) .....	67
<i>Capitolo 3° FEI, venture capital e private equity per le PMI: tre casi studio.....</i>	<i>69</i>
3.1 La composizione dell'equity e degli shareholders di FEI .....	69
3.2 Il caso di Echolight .....	69
3.3 Il caso di ContactLab .....	70
3.4 Il caso di EcoG .....	71
3.5 Il «Pan-European Guarantee Fund»: una risposta al Covid-19 .....	73
4. Conclusioni.....	75
5. Bibliografia.....	78
6. Sitografia .....	80

## Introduzione

Lo scopo di questo lavoro è quello di fornire una panoramica sulla situazione delle Piccole e Medie Imprese (PMI) in Italia, attraverso un confronto con alcuni dei principali Paesi europei, al fine di comprendere le principali criticità che interessano questo tipo di imprese, provando a cercare delle soluzioni alle criticità che le interessano.

Il presente lavoro, parte da una breve introduzione storica su come sono nate le PMI in Italia e la loro evoluzione nel corso degli anni, analizzando brevemente il contesto economico generale in cui hanno dovuto operare e sottolineando i principali avvenimenti che hanno avuto un impatto sulle stesse.

Diverse sono le caratteristiche che accomunano le PMI in Italia ed in Europa, tanto da avere comportamenti simili in termini di scelte che influenzano la loro struttura del capitale, al netto di alcune differenze presenti tra i vari Paesi europei oggetto di confronto, questi fattori dipendono dal contesto economico in cui esse si trovano ad operare, come l'ambiente istituzionale e il contesto economico.

Nel corso degli anni le PMI hanno acquisito maggiore interesse sia da parte degli attori economici che dai *policy maker*, in quanto rappresentano, in percentuale, il maggior numero di imprese operanti, creano posti di lavoro ed impiegano la maggioranza degli occupati, nel settore privato, presenti sul territorio nazionale ed europeo.

Nonostante la loro centralità e la costante importanza assunta nel corso degli anni le PMI, anche per via di alcune caratteristiche tipiche come la struttura proprietaria, la tipologia di controllo e l'opacità in termini di informazioni disponibili, buona parte di esse riscontrano delle difficoltà nell'accesso ai fondi necessari alla loro nascita, crescita e sviluppo. Queste difficoltà dipendono dallo scarso ricorso ai mercati finanziari, fattore che per alcune di esse risulta un'opzione non percorribile, una scarsa cultura manageriale e il quasi esclusivo ricorso al credito bancario come metodologia di finanziamento.

Da qui nasce l'esigenza per i Governi di destinare risorse finanziarie al fine di supportare queste realtà e di favorirne la nascita di nuove, attraverso la fornitura di prestiti garantiti o di garanzie fornite agli intermediari finanziari che collaborano con le istituzioni nazionali ed europee.

L'Unione Europea, attraverso la Commissione Europea servendosi di istituzioni europee come la Banca Europea degli Investimenti (BEI), a tale scopo destina ingenti risorse finanziarie provenienti dal Bilancio Comunitario, collaborando sia con i Governi dei Paesi Membri sia con intermediari specializzati privati operanti sul territorio dell'Unione Europea. Queste risorse vengono in prima battuta assegnati agli intermediari finanziari privati che successivamente li

assegnano alle imprese in possesso di determinati requisiti e a quelle che perseguono gli obiettivi che l'Unione Europea si prefissa di raggiungere nell'ambito della sua programmazione economica pluriennale.

Dopo una breve disamina degli organismi utilizzati dall'Unione e dallo Stato italiano, il loro funzionamento e le risorse destinate e le metodologie utilizzate per lo stanziamento di tali risorse agli attori coinvolti, che successivamente vengono destinate alle PMI, sono riportate le esperienze di tre piccole e medie imprese, due italiane e una tedesca, che hanno ricevuto fondi a supporto dei loro progetti. Queste imprese tramite gli investimenti effettuati da fondi di private equity e venture capital europei garantiti dal Fondo Europeo degli Investimenti (FEI), detenuto dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI), attraverso strumenti alternativi al credito bancario, aprendo la compagine societaria a soci esterni e tramite il supporto fornito da manager professionisti hanno avuto la possibilità di accedere alle risorse finanziarie necessarie per sviluppare quei progetti che difficilmente sarebbero stati finanziati attraverso il ricorso alle metodologie tradizionali di finanziamento disponibili per questo tipo di realtà.

Infine, viene affrontato brevemente, l'impatto che ha avuto nel corso degli ultimi due anni il manifestarsi della pandemia di Covid-19 analizzando i principali interventi posti in essere dall'Unione per far fronte alle pesanti ripercussioni generati dalla pandemia.

Il principale intervento messo in atto dall'Unione analizzato nel presente lavoro è il *Pan-European Guarantee Fund*, creato per sostenere le imprese europee colpite dalla crisi. Il fondo costituito dal Gruppo BEI (composto dalla BEI e dal FEI), è parte del pacchetto di misure concordato dall'eurogruppo successivamente approvato dalla Commissione Europea. Questi accordi stanno mobilitando 115 miliardi di euro di finanziamenti alle PMI, in modo tale da accompagnare gli imprenditori che vedono opportunità di innovazione, creazione, trasformazione, ma anche coloro che, colpiti dalla crisi, hanno bisogno di aiuto per andare verso la ripresa e la crescita. L'obiettivo di questo intervento messo in atto è quello di assicurare che le imprese abbiano a disposizione la liquidità di breve termine per affrontare le ripercussioni generate dalla crisi e possano continuare nel loro processo di crescita e sviluppo nel medio lungo termine. Alle risorse stanziare dall'Unione Europea anche l'Italia ha destinato risorse attraverso iniziative da parte di Cassa Depositi e Prestiti (CDP) e al Mediocredito Centrale (MCC), gestore del Fondo di garanzia per le PMI per conto del Ministero dello Sviluppo Economico.

## **Capitolo 1° Il problema della sottocapitalizzazione nelle PMI**

### **1.1 L'importanza delle PMI**

Le piccole e medie imprese (PMI) rappresentano la colonna portante dell'economia italiana, grazie alla capacità di adattamento e alla dinamicità che le contraddistingue, si confermano le realtà maggiormente preparate ad affrontare un contesto economico sempre più globalizzato e competitivo.

Al fine di comprendere al meglio il fenomeno delle PMI è necessario una breve parentesi sulla loro nascita ed evoluzione che le ha interessate nel corso degli anni. Con la fine del secondo dopoguerra l'Italia doveva ridare credibilità internazionale al Paese mentre, da un punto di vista interno, le due principali sfide a livello economico erano rappresentate dalla ricostruzione e dall'avvio della produzione industriale. Da un punto di vista sociale il problema principale era rappresentato dall'elevato livello di povertà.

Il sistema industriale dell'epoca era costituito principalmente da settori ad alta capitalizzazione con elevata concentrazione, diversificazione ed economie di scala. Contestualmente nascevano le prime realtà che basavano il loro modello di business sulla qualità, sul design e sulla flessibilità produttiva.

Il Paese era caratterizzato dai grandi oligopoli, pubblici e privati, e piccole imprese semiartigianali. Quest'ultime, complice l'elevato livello di inefficienza che caratterizzava la grande industria e il distacco rispetto alle altre economie più avanzate dell'epoca come Stati Uniti, Germania ed Inghilterra, più adatte e preparate ad affrontare il contesto economico del dopoguerra.

Nel corso degli anni Cinquanta ci fu un processo di modernizzazione che ha interessato l'intero territorio nazionale, dovuto a tutta una serie di fattori come il basso costo della manodopera, l'aumento della domanda interna e delle esportazioni. Infine, forse il più importante, fu l'ingresso dell'Italia all'interno della Comunità Economica Europea, la conseguente costituzione del Mercato Comune Europeo e la partecipazione alla Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio. Fu quello il momento storico in cui si afferma l'industria e lo spostamento della popolazione dalla campagna in città, comportando un aumento del reddito nazionale pari quasi al 6%. Una delle conseguenze legate all'improvviso aumento della domanda fu la nascita del mercato di massa, e ad avvantaggiarsene fu principalmente la grande

industria, soprattutto nei settori di base come la chimica, la metallurgia e il settore energetico. Tale periodo storico fu quindi interessato da importanti investimenti e innovazioni per le grandi imprese, sia in termini dimensionali che produttivi. Anche le PMI ne trassero vantaggio, vedendo aumentare il livello produttivo di prodotti semilavorati e di materie prime. Le botteghe artigiane si andavano trasformando progressivamente in imprese cosiddette di fase, cioè produttrici di semilavorati successivamente rifiniti e venduti da altre imprese, si andava verso la nascita dei distretti industriali, caratterizzati dalla specializzazione produttiva circoscritta all'interno di un determinato territorio. In molti casi le PMI si sono trasformate in gruppi industriali nazionali ed internazionali, grazie alla presenza di imprenditori pioneristici caratterizzati da una forte determinazione nell'investire sulla crescita e sull'aumento della capacità produttiva. Alcuni esempi sono sicuramente il settore del mobile, degli elettrodomestici e il calzaturiero. Tuttavia, l'Italia non è stata in grado di cogliere le opportunità presenti nel settore energetico, nel settore dell'elettronica e della chimica avanzata. L'industria italiana oggi viene definita con il termine Made in Italy che non vuole semplicemente indicare un marchio di origine, ma vuol essere sinonimo di qualità e affidabilità universalmente riconosciuto, che costituisce un patrimonio socioeconomico fondamentale per il nostro Paese. Le principali aree di attività del Made in Italy sono i beni per la persona, i beni per la casa, gli apparecchi meccanici, il comparto agroalimentare, il turismo e la valorizzazione del patrimonio artistico, architettonico ed archeologico.

Nel corso degli anni Sessanta e Settanta si verificò la fine del boom economico dovuto ad una forte riduzione della domanda, vi fu un aumento delle partecipazioni statali all'interno delle industrie, l'aumento dell'inflazione e la riduzione della stabilità internazionale. La conseguenza fu il ricorso delle imprese alla leva finanziaria e all'indebitamento bancario, facendo emergere il forte legame tra banca e industria e la mancanza di managerialità e imprenditorialità. In una situazione di tale grave difficoltà furono le piccole imprese le uniche in grado di adattarsi al nuovo ciclo economico e a ridurre la capacità produttiva.

Gli anni Ottanta si caratterizzano per l'affermarsi del mercato libero, principalmente negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, mentre da un punto di vista geopolitico vi fu la caduta del Muro di Berlino nel 1989. L'Italia era dominata dall'inflazione, che arrivò ad attestarsi sopra al 20%. Il Paese è in forte recessione e la disoccupazione stava aumentando, portando ad un massiccio ricorso alla cassa integrazione con conseguente aumento del debito pubblico e della corruzione. Negli anni Duemila la situazione geopolitica è caratterizzata da numerosi conflitti sparsi per il mondo, ma, nonostante ciò, in Europa attraverso il trattato di Maastricht del 1992 nasce l'Unione Europea dove le merci, le persone e le risorse finanziarie possono circolare

liberamente. L'economia diventa sempre più globalizzata, anche grazie allo sviluppo delle tecnologie di comunicazione. L'Italia, tuttavia, cresce meno velocemente degli altri Paesi Europei anche per via delle scelte politiche-economiche sbagliate effettuate in passato.

La ripresa economica avviene in maniera lenta e si assiste al passaggio dai monopoli pubblici a quelli privati e al ricorso del modello di gestione delle imprese di tipo manageriale.

A causa della bolla della dot-com crollano i mercati finanziari. La ripresa economica avviene a partire dal 2003 anche se l'Europa e l'Italia faticano a riprendersi (Zorzi 2019, pp. 7, 9).

Nel 2006 si verificò un'altra crisi finanziaria, la crisi dei mutui subprime, avvenuta negli Stati Uniti. La crisi fu generata dall'erogazione, a partire dal 2003, di mutui ad alto rischio a clienti che in condizioni normali non avrebbero mai avuto accesso al credito poiché non sarebbero stati in grado di fornire adeguate garanzie. In seguito alla crisi dei mutui subprime molte banche europee sperimentarono gravi difficoltà economico finanziarie, tanto che i governi centrali dovettero intervenire portando ad uno squilibrio della finanza pubblica con una conseguente contrazione del PIL. Per l'Italia la contrazione fu del 5%, portando ad una delle recessioni più gravi dal dopoguerra. Gli effetti della crisi ebbero una ripercussione sulla concessione del credito bancario sia in Europa che negli Usa. Le politiche di contenimento della spesa furono attuate inizialmente dagli Stati in difficoltà (Grecia, Portogallo, Spagna, Italia e Irlanda) ed infine da tutti i paesi dell'Unione. La crisi si manifestò in maniera grave a partire da luglio del 2011. Con riferimento all'Italia, il rendimento dei Btp decennali raggiunse livelli prossimi al 7%, di conseguenza vi fu un innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. L'incremento nel differenziale di rendimento dei Btp italiani rispetto al Bund tedesco, il cosiddetto spread, passò da circa 200 punti base (b.p.) a 570 b.p. nel mese di novembre, come risultato di un incremento della percezione del rischio sovrano italiano e della preferenza degli investitori verso i titoli tedeschi, considerati più sicuri. Diversi furono gli interventi messi in atto dall'Unione per far fronte alla crisi di liquidità, come l'intervento tramite il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FEFS) nel 2010 al fine di supportare gli Stati membri in difficoltà, attraverso la concessione di prestiti, la ricapitalizzazione di banche e l'acquisto di titoli di debito sovrano. Queste iniziative portarono ad una riduzione temporanea delle tensioni sul debito sovrano europeo. Le pressioni sui titoli bancari e lo stress sul mercato interbancario portarono la BCE a adottare una serie di misure atte a sostenere la liquidità degli intermediari affiancando agli strumenti messi in atto ulteriori misure come il Quantitative Easing<sup>1</sup>, strumenti che

---

<sup>1</sup> Il *Quantitative Easing* o programma EAPP fu un intervento messo in atto dalla BCE nei primi mesi del 2015. Questa misura di politica monetaria in cui una banca centrale acquista titoli dal



portarono ad un miglioramento del sentiment degli investitori nell'area euro<sup>2</sup>. A fine 2019 il mondo è stato colpito dalla pandemia da Covid-19 che ha rappresentato un evento epocale destinato a generare pesanti ripercussioni economiche e sociali<sup>3</sup>.

Il capitalismo italiano, si differenzia dagli altri modelli europei ed internazionali soprattutto per la forte incidenza delle PMI sul PIL, principalmente nelle attività industriali, alla diffusione di un modello di gestione familiare con sovrapposizione tra proprietà e controllo e uno scarso ricorso al mercato per finanziarsi. Sono poche le realtà quotate in Italia, fenomeno dovuto principalmente agli elevati costi di quotazione delle imprese e di una complessa burocrazia. Come conseguenza le banche rappresentano i principali interlocutori delle imprese italiane, che attraverso la fornitura di capitale a breve e medio termine risultano in grado di influenzarne il controllo anche se prevalentemente le banche intervengono in situazioni di crisi.

Pur essendo le PMI a conduzione familiare, il contributo di quest'ultime in termini di investimenti patrimoniali all'interno delle imprese risulta essere limitato. Tutto questo fa sì che il modello italiano si caratterizza per una scarsa capitalizzazione delle imprese e uno scarso ricorso ai mercati finanziari. Tuttavia, non mancano punti di forza nel modello italiano basato sulla famiglia, fattore che spesso si è rivelato limitante allo sviluppo e alla crescita, ma che è stato spesso anche in grado di affermarsi sui mercati internazionali. La forza del *Made in Italy* che si contraddistingue per l'attenzione per il cliente, la qualità e una forte attenzione al design, ma nondimeno lo spirito di iniziativa e di sacrificio degli imprenditori italiani, tanto che l'Italia è uno dei paesi con un tasso di sopravvivenza delle nuove imprese molto elevato, e infine, la specializzazione produttive avvenuta in alcune aree, fattore che ha permesso lo sviluppo di sinergie operative. Tutti questi fattori ad oggi però non possono rappresentare gli unici strumenti efficaci per fronteggiare, in un'economia sempre più globalizzata, la presenza sempre

---

mercato per ridurre i tassi di interessi e aumentare l'offerta monetaria. Il quantitative easing crea nuove risorse bancarie, fornendo alle banche liquidità e incoraggia i prestiti e gli investimenti (INVESTOPEDIA, 2022, *Quantitative Easing (QE)* [Online], disponibile su: <<https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>>).

<sup>2</sup> CONSOB, 2022, *Crisi del debito sovrano 2010–2011* [Online], Disponibile su: <<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>>.

<sup>3</sup> CONSOB, 2022, *Covid 19* [Online], Disponibile su: <<https://www.consob.it/web/area-pubblica/covid-19/>>.

maggiore di competitors internazionali. Infine, la scarsa propensione all'innovazione fa sì che l'economia italiana risulta maggiormente subordinata alla sollecitazione dei Paesi emergenti rappresentando anch'esso un limite. Sono poche, in Italia, le realtà in controtendenza tanto da rappresentare un ruolo marginale per non dire del tutto assente. Spesso il mancato superamento del modello familiare e l'affidamento a manager professionisti che unitamente ad una scarsa propensione al rischio e ad una scarsa impostazione strategica va ad impattare in maniera significativa sulla crescita aziendale.

Nel settore tecnologico, risulta ancora forte il ricorso al lavoro non qualificato e quindi facilmente sostituibile, fenomeno presente soprattutto nel settore tessile, dell'abbigliamento e calzaturiero. Nel corso degli anni molti imprenditori italiani hanno spostato la produzione in Paesi meno sviluppati, in modo da usufruire di un minor costo del lavoro, o addirittura l'abbandono dei settori di riferimento.

Al fine di fronteggiare la delicata situazione vi è la necessità di maggiori investimenti in innovazione e in ricerca e sviluppo, in modo tale da sviluppare dei processi maggiormente orientati a ottenere vantaggi sostenibili nel lungo periodo e cercare di ridurre il continuo ricorso al debito come principale mezzo di finanziamento, fenomeno che ha spesso rappresentato un limite allo sviluppo di progetti imprenditoriali potenzialmente di successo. Al fine di risolvere la delicata situazione l'Italia deve orientarsi maggiormente verso l'innovazione, la ricerca e sviluppo, nuovi processi di business orientati all'ottenimento di vantaggi sostenibili nel lungo periodo cercando di ridurre il peso del debito pubblico, il quale influisce sull'affermazione di progetti imprenditoriali di successo.

In Italia il sistema economico aziendale è costituito principalmente da PMI, le quali apportano un contributo non indifferente alla bilancia commerciale, ciò avviene principalmente grazie alle realtà presenti nelle regioni del centro e nordorientali. È possibile osservare come dagli anni duemila le PMI si sono aggregate in distretti industriali, accomunati da specializzazione produttiva in un settore all'interno di un determinato territorio. Nel nostro Paese sono presenti all'incirca duecento distretti industriali operanti principalmente nei settori della manifattura tradizionale con quote di mercato rilevanti, a volte anche a livello internazionale. In Italia sono presenti circa 200 distretti industriali, che operano generalmente nel settore manifatturiero tradizionale.

Nel 2001 i distretti industriali hanno generato un valore aggiunto pari a 120 miliardi di euro, che ha rappresentato il 38% del valore aggiunto totale e da un punto di vista occupazionale, i distretti rappresentavano il 40% dell'occupazione industriale totale. Pur rappresentando un elevato potenziale in grado di generare un elevato livello di ricchezza e sviluppo all'interno

delle aree interessate dal fenomeno, i distretti industriali sono in diminuzione a favore di forme collaborative territoriali.

A partire dal 2007, con l'avvento della crisi finanziaria, il PIL italiano ha registrato una battuta di arresto. Durante questo periodo le microimprese sono riuscite tuttavia ad aumentare l'occupazione, con un aumento di 375 mila posti di lavoro in più nel periodo che va dal 2011 fino al 2015. A dieci anni dalla crisi finanziaria ed economica il contesto nel quale operano le PMI è radicalmente mutato, con l'avanzata della globalizzazione e l'affermazione dell'industria 4.0 i settori della tecnologia, delle risorse umane e della produttività risultano radicalmente cambiati. Insieme a tali fenomeni una delle conseguenze maggiori derivanti dalla crisi finanziaria è sicuramente l'aumento delle disuguaglianze, la permanente corruzione e il peso sempre maggiore della burocrazia. Dalla crisi però sono emerse le potenzialità delle PMI italiane, basti pensare che l'Italia è seconda alla Germania per numero di aziende che hanno introdotto innovazioni di processo e di prodotto considerando il fatto che più dell'80% di queste aziende aveva meno di 50 occupati.

L'Italia detiene il primato per numero di aziende che hanno investito in green economy, fattore che ha portato ad un aumento delle esportazioni. Solo nel settore manifatturiero il 44% investe in maniera stabile mentre ad investire sull'innovazione sono il 30% delle PMI.

Le PMI in Italia rappresentano lo strumento fondamentale per il successo del Made in Italy, basti pensare che contribuiscono per un quinto al valore aggiunto europeo prodotto dalle imprese manifatturiere in Europa.

Sono presenti diversi programmi nazionali ed europei a cui possono accedere le PMI, il fine di questi programmi è quello di supportare le imprese per sostenerne la crescita, l'innovazione e l'attività imprenditoriale. Stando ai dati di Eurostat nel 2016 le PMI rappresentavano il 99,8% del totale delle imprese, solamente lo 0,2% sono imprese di grandi dimensioni. Le PMI impiegano l'80% degli occupati e producono quasi il 70% del valore aggiunto. Nonostante in Italia vi è un elevato spirito imprenditoriale è molto accentuata la mancanza di capacità manageriali. Il 66% delle aziende italiane è caratterizzata da management composto interamente da membri della famiglia, dato che risulta molto minore negli altri Paesi europei, come ad esempio in Francia il 26% e Regno Unito dove solamente il 10% delle imprese ha un assetto manageriale composto da membri della famiglia. Questo fattore contribuisce a rendere le imprese meno durature nel tempo per via dei conflitti d'interesse tra famiglia e impresa, in questi casi l'impresa molto spesso è al servizio della famiglia, in questo modo a risentirne è la struttura e uno dei principali effetti è rappresentato dalla sottocapitalizzazione.

Le PMI rappresentano in Italia ed in Europa il principale strumento in grado di contrastare i livelli di disoccupazione e in grado di generare valore aggiunto. Tutto ciò viene sostenuto anche dall'Unione Europea, infatti, con la nascita dell'Unione, i criteri di identificazione delle PMI, differenti nei vari Paesi vengono racchiusi in una definizione unitaria con la Raccomandazione 96/280/CE del 96.

Con la Raccomandazione del 2003/361/CE del 2003, recepita dal nostro Paese con il D.M. del 18 aprile 2005, vengono invece stabiliti i criteri che qualificano un'impresa come micro, piccola o media impresa. Secondo quanto stabilito dall'articolo 2 della Raccomandazione sono PMI tutte quelle imprese che occupano meno di 250 dipendenti, hanno un fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio non superiore a euro 43 milioni di euro. I criteri che identificano una PMI sono quindi tre: un requisito strutturale, che si riferisce al numero di dipendenti, un criterio economico finanziario in quanto fa riferimento al fatturato annuo e totale di bilancio, e l'ultimo essendo un requisito di capitale rappresenta un indicatore di indipendenza economica. In Italia è stata anche precisata la soglia dimensionale, queste soglie prefissate non devono essere superate per due esercizi consecutivi, altrimenti la qualifica di PMI verrebbe persa.

Si definisce microimpresa quando il numero di occupati annui è inferiore a 10 dipendenti oppure se il fatturato annuo o il totale di bilancio sono inferiori a 2 milioni di euro. Le microimprese rappresentano il 95% delle imprese italiane.

La piccola impresa è caratterizzata da un numero di impiegati annui inferiore a 50 unità, fatturato annuo o totale di bilancio inferiore a 10 milioni di euro.

La media impresa, invece, deve avere un fatturato inferiore ai 250 milioni di euro oppure un totale di bilancio inferiore a 43 milioni di euro. Questo tipo di imprese costituiscono lo 0,5% delle imprese italiane, dato che rappresenta il principale limite delle imprese italiane di poter dare slancio alla nostra economia.

Come indicato sopra, rientrare all'interno della definizione di PMI, e quindi rispettare le soglie dimensionali, rappresenta per le imprese un'opportunità, ovvero la possibilità di poter accedere agli incentivi previsti dai programmi europei, come i programmi comunitari (PIC), nazionali (PON) o regionali cofinanziati dall'Unione Europea. Stando alla definizione del 2005, gli obiettivi dell'Unione sono: stimolare la promozione, l'innovazione e garantire l'assistenza da parte dei programmi pubblici.

In Italia, con l'adozione dello Statuto delle Imprese a partire dal 2011, è stata rafforzata la possibilità di creare misure in supporto delle PMI. Attraverso l'adozione di questo strumento è

possibile identificare le politiche e i programmi per rilanciare l'imprenditorialità al fine di applicare i principi previsti dallo *Small Business Act for Europe*.

Al fine di garantire il massimo livello di efficacia è stato nominato un Rappresentante nazionale per le PMI da parte del Governo, il cui compito è quello di discutere con i rispettivi Rappresentati regionali della Legge per le micro, piccole e medie imprese, il quale propone ogni anno gli interventi di policy per l'anno successivo.

Nonostante sia diventato più semplice da un punto di vista normativo l'avvio di una nuova attività, numerosi sono gli ostacoli come, ad esempio, un sistema tributario con elevato livello di complessità, un'ambiente sfavorevole all'applicazione dei contratti per le PMI e per gli investitori, lentezza del sistema giudiziario, il clientelismo, corruzione ed evasione fiscale, fattori che contribuiscono a creare svantaggi competitivi per le imprese. Numerosi sono gli strumenti che potrebbero portare dei miglioramenti come agevolazioni fiscali mirate, un miglioramento dei sistemi giuridici e fiscali. Un'altra soluzione potrebbe essere rappresentata dallo sviluppo delle abilità e competenze del personale e dei manager delle piccole e medie imprese. Basti pensare che solamente il 29% delle PMI italiane fornisce corsi di formazione professionale in modo continuativo ai dipendenti. Un altro aspetto da non sottovalutare è sicuramente la governance, visto l'incremento della globalizzazione e una concorrenza sempre maggiore. Con governance si intende il modo in cui le imprese sono dirette e controllate. Una governance strutturata è in grado di aggiungere valore all'impresa, aumentandone la capacità di sopravvivenza e di successo nel medio e lungo termine. Questo strumento si rivela essere fortemente capace di attrarre capitale di debito e risorse nonché di apportare un miglioramento della trasparenza operativa.

Nelle PMI italiane alcuni elementi caratterizzano il sistema organizzativo e culturale, come la focalizzazione su obiettivi di breve termine, dovuto principalmente alla "cultura del fare" degli imprenditori che accentrano tutte le decisioni in capo a loro, faticando a focalizzarsi su una visione e una strategia futura e sull'aspetto strategico ed evolutivo. Spesso nelle PMI gli imprenditori faticano a delegare, in quanto viene percepito come uno strumento in grado di sottrargli potere. Gli imprenditori che tendono a dare maggiore considerazione alla sostanza, favoriscono la creazione di micro-organizzazioni all'interno dell'impresa, con esperienze e culture che vengono tramandate in maniera informale e la perdita di una risorsa interna può portare ad una perdita di qualità del sistema organizzativo. A questo spesso si aggiunge un controllo di gestione insufficiente e i flussi informativi sono deboli, perché percepiti come non necessari.

La redazione del bilancio non ha il compito di comunicare la performance di gestione e lo stato di salute dell'azienda ma l'unica funzione è quella di assolvere agli obblighi amministrativi. È intuibile, in conclusione, come la funzione della governance è quella di rendere efficiente ed efficace il sistema e mitigare i punti di debolezza (Zorzi 2019, pp. 10,19).

Negli ultimi anni è sempre maggiore la consapevolezza del ruolo che le PMI apportano in termini di sostegno all'economia globale e regionale anche se tuttavia, in questo ambito di studi, sono poche le ricerche sistematiche a sostegno delle varie politiche di supporto alle PMI, principalmente a causa di una mancanza di dati. Non è da escludere che la promozione delle imprese su larga scala sono spesso guidate da considerazioni sociali e politiche piuttosto che da ragionamenti economici.

Mettendo a confronto l'importanza delle PMI (principalmente il loro contributo in termini di occupazione totale nel settore manifatturiero e contribuzione al PIL) e l'economia sommersa, con svariati indicatori di differenti dimensioni dell'ambiente aziendale, è possibile notare come i minori costi di ingresso e una migliore condivisione delle informazioni di credito sono associati ad un settore delle PMI di grandi dimensioni, invece, i maggiori costi di uscita sono associati ad un'economia sommersa più ampia, infatti i Paesi con elevati costi di uscita dal mercato e un mercato del lavoro "rigido", a causa di una stringente regolamentazione, favoriscono lo svolgimento di attività informali.

Un settore delle PMI di grandi dimensioni è dovuto ad un contesto imprenditoriale competitivo che consente ed incoraggia l'ingresso di nuove imprese innovative.

Nel corso dell'ultimo decennio si è manifestato un interesse sempre maggiore nel settore delle PMI, imprese che rappresentano un'importante parte dell'economia in termini di opportunità e creazione di nuovi posti di lavoro. Solamente nell'Unione Europea nel 2005 le PMI rappresentavano il 99,8% del totale delle imprese operanti all'interno dell'Unione coprendo il 66,7% dell'occupazione in imprese non finanziarie (Daskalakis et al., 2014, p. 1207).

Il termine PMI copre un ampio range di definizioni e misure che variano tra i vari Paesi. I criteri principalmente utilizzati sono il numero di dipendenti, il patrimonio netto e il valore degli investimenti. Il criterio principalmente utilizzato negli studi e nelle statistiche è principalmente il livello occupazionale, indicatore che varia tra i differenti paesi presi come riferimento.

Un gran numero di fonti sia statistiche che normative definisce una PMI un'azienda con un limite di 250 dipendenti. Secondo Ayyagari et al. (2007) analizzando il contributo che le PMI forniscono in termini di occupazione nel settore manifatturiero e creazione di ricchezza, è

possibile notare una variazione nella dimensione e nell'attività economica all'interno del settore delle PMI tra i vari Paesi. In particolare, la regressione utilizzata nello studio mostra come la riduzione dei costi di ingresso, dei diritti di proprietà e la condivisione più efficiente delle informazioni sull'accesso al credito si traduce in una maggiore quota di occupazione delle PMI nel settore manifatturiero. Allo stesso modo, minori costi di esecuzione dei contratti e leggi sul lavoro meno rigide possono ridurre l'importanza dell'economia sommersa. In sostanza, i dati suggeriscono che un ruolo più ampio delle PMI nel settore manifatturiero è strettamente associato a un contesto imprenditoriale competitivo. Infine, i *policy maker* interessati ad ampliare il settore delle PMI dovrebbero concentrarsi nel promuovere un ambiente imprenditoriale più competitivo. Tuttavia, le evidenze mostrano la difficoltà di interpretare le dinamiche del settore delle PMI attraverso statistiche aggregate, sottolineando che maggiori dati e analisi sono necessarie per misurare l'interazione tra ambiente imprenditoriale e il successo delle PMI tra i vari paesi. (Ayygari et al., 2007, pp. 415, 429).

## 1.2 La sottocapitalizzazione di un'impresa: cause e conseguenze

La dimensione delle PMI determina la loro possibilità di accesso al credito ovvero, la dimensione aziendale influenza la struttura del capitale dell'impresa stessa. In generale, maggiore è la dimensione dell'impresa e minore sarà la percezione dell'accesso al credito come un problema.

Per comprendere le modalità di finanziamento delle imprese bisogna differenziare tra le micro, le piccole e le medie imprese, categorie rientranti all'interno della definizione di PMI.

I principali fattori che influenzano la struttura aziendale sono la profittabilità, la struttura patrimoniale, la dimensione e la crescita.

Per quanto riguarda la profittabilità in relazione all'indebitamento è possibile notare come le imprese inizialmente faranno ricorso ai fondi generati internamente per finanziare gli investimenti e/o nuovi progetti, invece di ricorrere all'apporto di nuovo capitale di rischio. Infatti, in presenza di asimmetrie informative, i manager possiedono più informazioni sulle prospettive future dell'impresa rispetto agli investitori. Il ricorso all'autofinanziamento evita quindi il controllo da parte dei fornitori di capitale. Qualora poi fossero necessari ulteriori fondi, il ricorso all'indebitamento sarebbe preferito in quanto l'emissione di debito può essere visto dagli investitori come un segnale positivo, i quali possiedono meno informazioni dei manager. I due principali motivi che giustificano l'applicazione della *pecking order theory* alle PMI sono la presenza di asimmetrie informative e la volontà dell'imprenditore proprietario di evitare l'ingresso di estranei all'interno della compagine sociale.

Anche in questo caso, qualora l'impresa avesse bisogno di finanza esterna il ricorso al debito verrebbe preferito rispetto all'equity, perché questo si traduce in un minore rischio di perdita del controllo e di potere decisionale. In conclusione, nelle PMI all'aumentare della profittabilità minore sarà il ricorso al debito.

La relazione tra debito e profittabilità, in termini di determinazione della struttura del capitale, può essere esaminata anche sotto gli assunti della teoria del *trade-off* la quale suggerisce che la struttura ottima del capitale si raggiunge attraverso una procedura di bilanciamento tra i benefici dell'indebitamento, come lo scudo fiscale del debito, e gli aspetti negativi derivanti da un eccessivo indebitamento, come i costi legati al pagamento degli interessi passivi e un maggiore rischio di fallimento. Sotto questi assunti, all'aumentare della profittabilità aumenterà anche il cash flow a disposizione dell'impresa e di conseguenza maggiori saranno i costi di agenzia legati al capitale di rischio.



Un maggior livello di debito potrebbe quindi essere utilizzato per disciplinare il comportamento del management. Entrambe le due teorie enunciate sopra si adattano però principalmente alle aziende di grandi dimensioni o alle medie imprese.

La struttura patrimoniale delle imprese è sicuramente un'altra determinante per l'accesso al finanziamento attraverso il debito. Facendo riferimento a quanto previsto dalla teoria dei costi di agenzia tra manager e azionisti, i cosiddetti costi di agenzia dell'equity, oppure tra azionisti e creditori dell'impresa, ovvero i costi di agenzia del debito. Nel primo caso i manager potrebbero avere degli interessi in contrasto con i proprietari dell'impresa, nel secondo caso invece, il debito ottenuto potrebbe essere utilizzato per finalità differenti rispetto a quelli stabiliti in fase di ottenimento dello stesso.

Nel contesto PMI i costi di agenzia sono differenti rispetto alle grandi imprese, in quanto molto spesso i proprietari delle imprese sono anche i manager, il costo del capitale in questo caso risulta essere inesistente. Differente è invece il costo del debito che può avere delle implicazioni importanti.

In generale, le imprese con asset tangibili avranno maggiore possibilità di accesso al credito bancario e di conseguenza potrebbero essere portate maggiormente a ricorrere ad esso.

Questo assunto acquista maggiore valenza in presenza di asimmetrie informative nel contesto delle PMI, perché potrebbe indurre i creditori a richiedere come collaterale delle garanzie fisiche.

Tuttavia, un'impresa con un elevato livello di asset tangibili potrebbe essere indice di una stabile fonte di reddito, in grado di generare fondi da utilizzare ed evitare l'indebitamento per finanziarsi.

Ad influenzare la struttura del capitale è sicuramente la dimensione dell'impresa, infatti, le imprese di grandi dimensioni tendono ad essere maggiormente diversificate e meno soggette al rischio di fallimento delle piccole imprese. I costi di informazione per le imprese di grandi dimensioni sono minori in quanto queste realtà sono più trasparenti in termini di informazioni e qualità delle stesse. È possibile affermare che la dimensione è positivamente correlata al debito.

In contrasto con quanto affermato precedentemente, la dimensione dell'impresa può essere utilizzata come proxy per le informazioni da comunicare agli investitori esterni, portando le grandi imprese a preferire il ricorso al capitale proprio. Prendendo in considerazione le PMI, dove in generale il capitale pubblico non è un'opzione, la dimensione sarà correlata positivamente al debito.

A conclusione della disamina delle variabili che influenzano la struttura del capitale vi è la crescita. Le imprese con elevati livelli di crescita sono considerate molto spesso come rischiose in quanto i ricavi sono volatili e di conseguenza, potrebbero riscontrare delle difficoltà per l'accesso al credito a condizioni vantaggiose.

Inoltre, queste aziende potrebbero essere avverse alla contrazione di debito elevato, per evitare la possibilità di essere disciplinati dal ripagamento dello stesso. Ci si aspetta quindi che queste imprese abbiano un minore livello di indebitamento.

Tuttavia, le imprese con un elevato livello di crescita potrebbero esaurire velocemente i fondi generati dall'autofinanziamento e abbiano bisogno di capitale addizionale. La raccolta di nuovo capitale proprio, tramite l'emissione di nuove quote e/o azioni, potrebbe essere sia difficoltosa che dispendiosa in termini di tempo, soprattutto per le imprese di piccole dimensioni. In questi casi il ricorso al debito potrebbe rappresentare un'ottima alternativa.

In conclusione, le imprese che generano un elevato livello di fondi interni tendono ad evitare l'indebitamento come metodo di finanziamento. Le imprese che hanno a disposizione asset tangibili consistenti tendono ad usare meno debito delle imprese con livelli di immobilizzazioni materiali minori. Le imprese di maggiori dimensioni tendono a fare maggiore ricorso al debito, mentre le imprese con un elevato tasso di crescita tendono ad utilizzare i fondi generati internamente e ad utilizzare il debito come alternativa nella ricerca di capitale addizionale.

Le imprese che appartengono a gruppi differenti (microimprese, piccole e medie imprese) sembrano avere comportamenti simili riguardo la relazione tra l'utilizzo del debito e la profittabilità, dimensione, struttura patrimoniale e crescita. Per ragioni quali scarsa trasparenza e mancanza di collateralità, le PMI sembrano avere accesso limitato a nuova finanza, mostrando che nella determinazione della struttura del capitale si comportano in maniera simile, indipendentemente dalla loro dimensione. Il focus, quindi, dovrebbe essere orientato maggiormente a comprendere le scelte comportamentali degli imprenditori e fondatori (Daskalakis et al., 2014, pp. 1208, 1217).

Le traiettorie che guidano la crescita di un'impresa sono differenti, ma quasi tutte caratterizzate da alcuni punti in comune come: la presenza di un leader con un forte orientamento imprenditoriale e una progressiva tendenza alla costruzione di una struttura manageriale; valutazione continua delle scelte strategiche; continua osservazione e un rapido adattamento a numerosi fattori ambientali.

I fattori che possono inibire la crescita possono essere vari, come le risorse umane e la necessità finanziare dell'impresa. Al fine di favorire il processo di crescita aziendale, uno dei passi da compiere è sicuramente la creazione di strutture funzionali, già dalle prime fasi di nascita

dell'organizzazione, in quanto molto spesso reparti funzionali come le risorse umane e il dipartimento finance vengono implementati tardi.

Gli elementi che invogliano un leader a concentrarsi principalmente sullo sviluppo del mercato, rimandando la parte di organizzazione strutturale dei processi organizzativi, sono: un forte desiderio di far crescere l'azienda e la voglia di mantenere il controllo accentrato su sé stesso. Una crescita forte e duratura può essere perseguita solamente moltiplicando le risorse disponibili e modificando regolarmente l'equilibrio presente all'interno dell'azienda. Tuttavia, molto spesso, i cambi organizzativi derivano da una trasformazione provocata da situazioni di tensione legate alle risorse all'interno dell'impresa. La strada da seguire, a questo punto, sembra quella di incoraggiare il manager a mettere da parte la ricerca della crescita e di concentrarsi sul miglioramento delle necessità aziendali cercando di anticipare le esigenze future. (Chanut-Guieu C., C. Guieu, G., 2014, p. 634).

Le PMI familiari, indipendentemente se controllate dai fondatori o meno, sono mediamente più indebitate. Questo avviene perché le imprese familiari hanno molto spesso come obiettivo quello di mantenere il controllo dell'impresa nel lungo termine, e hanno opzioni limitate nell'accesso alle fonti di finanziamento, con l'effetto di un maggiore rischio di fallimento causato dal maggiore ricorso alla leva finanziaria. La struttura del capitale quindi non differisce tra imprese familiari controllate dal fondatore e quelle controllate dai discendenti. Tuttavia, le imprese gestite dal fondatore si adeguano velocemente in presenza di scostamenti dall'indice di indebitamento target (Burgstaller J., Wagner E., 2015, p. 73).

È ampiamente riconosciuto che la presenza di asimmetrie informative può portare ad un aumento significativo della contrazione finanziaria e dei costi di agenzia, i quali potenzialmente, possono influenzare la rischiosità e la dimensione del cash flow futuro di un'impresa.

I modelli di struttura del capitale, si focalizzano sulla presenza di informazioni asimmetriche tra i soggetti interni all'impresa, ovvero i manager, che si presume agiscano sempre nell'interesse degli azionisti, e i soggetti esterni, cioè i potenziali fornitori di debito ed equity.

Il possesso delle informazioni da parte dei soggetti interni sul "vero" valore dell'impresa e dei costi contrattuali addizionali associati alla credibilità di segnalare le informazioni in proprio possesso ai soggetti esterni riduce la domanda di finanziamento esterno sia sotto forma di debito che di equity.

La richiesta di finanziamento da parte dei manager-proprietari di un'impresa avrà un effetto negativo sui finanziatori, i quali potrebbero richiedere un premio per il rischio elevato, qui interviene la teoria del pecking order, secondo la quale le imprese in prima battuta preferiranno

come metodologia di finanziamento il ricorso ai fondi generati internamente e in caso vi sia la necessità di ulteriori fondi faranno ricorso al debito.

In assenza di una valutazione del rischio economicamente vantaggiosa e di meccanismi di monitoraggio, i fornitori esterni di debito potrebbero essere riluttanti a finanziare alcune tipologie di investimenti rischiosi qualora non fossero in grado di ottenere un tasso di interesse sufficiente, senza andare incontro a problemi di selezione avversa. L'interazione dei manager proprietari con i fornitori esterni di capitale può produrre delle decisioni relativi alla struttura finanziaria dell'impresa in linea con la teoria del pecking order per cui i fondi generati internamente verranno preferiti alle fonti esterne.

Tuttavia, le nuove teorie sulla struttura del capitale tendono a porre enfasi sugli effetti che la struttura dei crediti finanziari ha sugli incentivi e sui comportamenti dei decisori che determinano il reddito. Uno degli sviluppi delle teorie della pecking order parte dall'assunto che i manager e gli azionisti hanno una comunanza di interessi, ma con la presenza di informazioni asimmetriche e di aspettative eterogenee tra i soggetti interni (manager e azionisti) e potenziali investitori. In presenza di informazioni asimmetriche, i soggetti esterni hanno meno informazioni rispetto alle prospettive future dell'impresa rispetto ai manager-azionisti. Quest'ultimi cercheranno di massimizzare il valore, ovvero faranno gli interessi degli azionisti e non quelli dei nuovi investitori. Qualora il progetto dovesse avere delle buone prospettive di investimento, i manager-proprietari non vorranno emettere nuove azioni perché alcuni dei benefici generati dall'investimento dovranno essere condivisi con i nuovi azionisti.

In conclusione, l'opzione preferita sarà il ricorso all'autofinanziamento, seguito da un ricorso allo strumento del debito qualora vi fosse la necessità di fondi addizionali, in modo tale che il valore generato dall'investimento comporterà un incremento del valore delle azioni, con un beneficio esclusivo per gli attuali shareholder.

Il ricorso all'emissione di nuovo equity avverrà solo nel caso in cui i manager-proprietari si aspettano dei ritorni sull'investimento non troppo elevati in modo tale che questo possa avere dei benefici sugli azionisti già presenti.

L'emissione di nuove azioni è vista dagli investitori esterni come un segnale di prospettive non troppo remunerative dell'impresa, e come risultato, il prezzo delle azioni diminuirà nel momento in cui viene annunciato l'emissione, rendendo l'operazione di emissione un metodo di finanziamento estremamente costoso.

Un altro problema che la teoria del pecking order non affronta è relativo alle scelte sulla struttura del capitale, le quali sono tipicamente interessate da informazioni asimmetriche e altre

imprezioni del mercato ed influenzano i fornitori dal punto di vista della disponibilità e dei costi legati alle varie soluzioni di finanziamento. L'inabilità dei potenziali prestatori di distinguere tra i vari rischi di credito, unitamente ai bias ottimistici tipici dei manager-proprietari nella valutazione del progetto di investimento, li espone al rischio di investire in imprese che potrebbero generare un ritorno sull'investimento negativo se non addirittura fallire. La paura degli investitori esterni di investire su un'impresa con scarsi ritorni economici, se non addirittura con ritorni economici negativi, potrebbe portare ad un aumento del costo del capitale. Un ulteriore problema potrebbe verificarsi nel caso in cui i manager-proprietari non siano in grado di comunicare in modo convincente le informazioni privilegiate in loro possesso, portando ad un più difficile ottenimento di finanziamenti esterni. È quindi possibile che in una PMI la struttura del capitale rifletta dei compromessi tra i vincoli di finanziamento interno e le preferenze dei manager-proprietari (Watson, R., Wilson, N., 2002, pp. 557, 562).

Una delle analisi convenzionali sulla determinazione della struttura del capitale afferma che le imprese determinano il loro livello di indebitamento effettuando un trade off tra i benefici contro i limiti derivanti dall'utilizzo del debito. Sotto questi assunti emerge una delle teorie sulla determinazione della struttura del capitale chiamata trade off che prende in considerazione: le implicazioni fiscali, le difficoltà finanziarie e i problemi relativi ai conflitti di interesse.

Alcuni autori sostengono che le implicazioni fiscali derivanti dall'utilizzo del debito non possono essere applicati nel contesto delle PMI in quanto sono realtà caratterizzate da una bassa profittabilità, se comparati alle grosse imprese, tali da non avere dei benefici consistenti dal fare ricorso allo strumento del debito per sfruttare i vantaggi dello scudo fiscale. Altri autori invece sostengono che esistono altri strumenti alternativi allo scudo fiscale come gli ammortamenti, i costi di ricerca e sviluppo, la deduzione delle spese sostenute per effettuare gli investimenti, ecc., i quali potrebbero sostituire l'impatto fiscale del debito.

Secondo quanto stabilito dalla teoria dei costi di agenzia, la quale si prefigge l'obiettivo di verificare gli impatti derivanti dai conflitti di interessi tra azionisti e manager, che considera il conflitto di interessi determinati da un lato tra azionisti e manager e dall'altro tra azionisti e i detentori del debito. Considerando che molto spesso nelle PMI i manager e gli azionisti coincidono nella stessa persona, questo costo di agenzia risulta inesistente, in quanto è presente un solo obiettivo finanziario per entrambi i due gruppi. Di contro, i costi di agenzia tra azionisti e finanziatori potrebbero avere delle implicazioni severe per le piccole imprese, incrementando i problemi di azzardo morale e di selezione avversa. Le problematiche relative alla presenza di investimenti non sufficienti diventano più rilevanti nelle imprese con differenti opportunità di

crescita, perché questo potrebbe causare una riduzione della concessione di fondi da parte dei creditori, una delle possibili soluzioni potrebbe essere quella di fare ricorso al debito di breve termine.

La presenza di costi di agenzia del debito, come la traslazione del rischio, e potenziali problemi di selezione avversa e azzardo morale, potrebbe indurre i creditori a richiedere garanzie come collaterale che in caso di liquidazione dell'impresa potrebbero essere venduti per ripagare il debito.

La presenza di asimmetrie informative tra gli investitori e i manager si collega, come già sostenuto precedentemente, alla teoria del pecking order, secondo la quale esiste una gerarchia nell'utilizzo dei fondi per effettuare gli investimenti, preferendo inizialmente il ricorso fondi generati dall'autofinanziamento e solo in caso di necessità ulteriori fondi ricorrere al debito. Questa teoria trova facile applicazione all'interno del contesto PMI in quanto i manager, i quali molto spesso sono anche proprietari dell'impresa hanno intenzione di mantenere il controllo e la proprietà delle stesse; quindi, non essendo contemplata la possibilità di ingresso di nuovi azionisti, l'utilizzo dei fondi internamente generati rappresenta l'opzione preferibile. Qualora fossero necessari ulteriori fondi, l'impresa farebbe ricorso al debito di breve termine, che generalmente è caratterizzato dal non avere condizioni contrattuali troppo restrittive, in modo tale da non intaccare l'operatività dei manager (Sogorb-Mira, F., 2003, pp. 448, 450).

Secondo uno studio realizzato verso la fine degli anni 90, che prendeva come riferimento un campione di PMI inglesi operanti nel settore manifatturiero, è stato notato come le PMI che realizzavano un business plan strategico dettagliato, attraverso l'utilizzo della tecnica del capital budgeting, attraverso il metodo del valore attuale netto, volto a massimizzare il valore dell'impresa, e che stabiliva il raggiungimento di obiettivi organizzativi dettagliati, suggerisce che la pianificazione strategica è una componente chiave per il raggiungimento delle performance prestabilite (Peel, M., Bridge, J.S., 1998, pp. 854, 855).

La presenza dei costi di agenzia e dei costi relativi alla presenza di informazioni asimmetriche ha effetto sia sull'indebitamento di breve termine che su quello di lungo termine nelle PMI. Questo implica che le PMI che non possiedono collaterali da porre a garanzia del debito, le quali vengono definite dagli istituti finanziari maggiormente rischiose in quanto più vulnerabili durante i periodi di recessione economica, devono fare minore affidamento sul finanziamento esterno attraverso il debito.

Le implicazioni fiscali derivanti dal ricorso al debito potrebbero diventare un elemento importante in termini di effetti sulla struttura del capitale delle PMI solamente nel lungo

termine. La struttura del capitale delle PMI dipende da effetti specifici del tempo e dal settore di riferimento in quanto influiscono sull'indebitamento. In generale, il rapporto di indebitamento di breve termine, in media, sembra aumentare durante i periodi di recessione e diminuisce in presenza di miglioramento delle condizioni economiche, suggerendo una sensibilità delle PMI ai cambiamenti macroeconomici. Di contro, l'indebitamento di lungo termine mostra una correlazione positiva in momenti di crescita economica.

Le implicazioni risultanti suggeriscono che i *policy maker* e i finanziatori devono riconoscere che le esigenze di prestito delle PMI non sono stabili nel tempo e/o tra i vari settori di attività. Sembra esserci una certa variazione nel fabbisogno di prestiti delle PMI che può essere legata ai cambiamenti nelle condizioni economiche generali del mercato o a caratteristiche specifiche del settore di riferimento. Le politiche a favore delle piccole imprese e le condizioni applicate ai prestiti da parte dei finanziatori devono variare nel tempo e tra i vari settori, per soddisfare le esigenze del prestito delle piccole imprese.

In generale, i proprietari delle piccole imprese tendono ad utilizzare per quanto possibile gli utili non distribuiti e di ricorrere all'indebitamento solo nel caso in cui ulteriori finanziamenti risultano necessari. Questa metodologia è condizionata dalla disponibilità di fondi, che sarà determinata in parte dalla struttura patrimoniale e dalla rischiosità dell'impresa e in parte dalle condizioni macroeconomiche generali. La sfida che si presenta ai responsabili delle politiche da attuare è quella di creare un ambiente in cui i manager-proprietari siano in grado di trattenere gli utili derivante dall'attività d'impresa sufficienti a finanziare gli investimenti futuri. Essendo che le imposte societarie colpiscono il reddito anche se lasciato all'interno della società, l'introduzione di sgravi fiscali, che potrebbero fornire gli incentivi a trattenere il reddito per finanziare gli investimenti orientati alla crescita, piuttosto che l'introduzione di tagli fiscali (Michaelas, N., et al., 1999, pp. 126, 127).

Gli investimenti delle PMI sono sensibili alla disponibilità di fondi generati internamente dalle imprese attraverso la propria attività, in quanto la scelta delle fonti di finanziamento da utilizzare dipende dal costo legato all'utilizzo di fonti interne o esterne.

Bassi livelli di investimenti delle PMI sono associati al potere di mercato esercitato dalle banche. Tuttavia, questo potere si riduce per le microimprese.

La contrazione del credito bancario, se considerato nel medio termine, ha come conseguenza inevitabile minori investimenti. Degli interventi che assicurino stabilità finanziaria e che favoriscono maggiore competizione bancaria all'interno del mercato Europeo delle PMI rappresentano una condizione necessaria per il futuro delle stesse in termini di crescita e

sviluppo economico. L'impatto delle conseguenze negative derivanti dalla presenza di un elevato potere di mercato esercitato dalle banche è maggiore nei paesi in cui le PMI risultano maggiormente dipendenti dal credito bancario. Lo sviluppo di mezzi di finanziamento alternativi al credito bancario, per le PMI europee, porterebbe allo sviluppo di un sistema finanziario stabile e maggiormente sviluppato, in quanto la presenza di alternative di finanziamento consente alle PMI la possibilità di potersi dotare di una struttura finanziaria maggiormente diversificata (Ryan, R.M., et al., 2014, pp. 503, 504).

Uno studio basato sui dati finanziari di 4.000 PMI europee, di cui 500 per ciascuno dei seguenti paesi: Belgio, Germania, Spagna, Irlanda, Italia, Olanda, Portogallo e Regno Unito, tutte imprese con meno di 200 dipendenti, per il periodo che va dal 1995. Le variabili usate nello studio sono basate sui valori di bilancio, le variabili dipendenti prese come riferimento sono il rapporto di indebitamento di breve termine, calcolato come debito di breve su totale attivo; e il rapporto di indebitamento di lungo periodo, calcolato come il totale dei debiti a lungo termine sul totale attivo.

Il debito di breve rappresenta l'insieme dei debiti dell'impresa rimborsabile entro un anno, e include gli scoperti di conto corrente, i debiti bancari con scadenza non superiore ad un anno e altre passività correnti. Il debito di lungo termine, invece, include debiti bancari e altre passività a lungo termine rimborsabili oltre un anno come i prestiti agli amministratori, canoni di compravendita e canoni leasing. Le variabili esplicative sono: la struttura degli asset, calcolata come il rapporto tra il totale delle immobilizzazioni materiali sul totale attivo; la dimensione, espressa attraverso il valore del totale degli asset dell'impresa; e la crescita, ovvero la variazione percentuale avvenuta nelle vendite nei tre anni precedenti.

L'utilizzo delle immobilizzazioni materiali come garanzia del debito può essere dibattuta dato che non tiene in considerazione il ricorso all'utilizzo di garanzie personali da parte del proprietario e che potrebbe rappresentare la più importante fonte di garanzie per le piccole imprese. Tuttavia, le immobilizzazioni materiali vengono comunemente utilizzate come garanzie collaterali e empiricamente sono fortemente correlate alla struttura del capitale.

La tabella riportata di seguito mostra che la proporzione del totale degli asset costituite da debiti a breve termine era compresa tra il 45% e il 50% per molti Paesi con l'Italia (circa il 63%) e Germania (38%) che rappresentano gli outliers. La variabilità maggiore tra i Paesi è presente nella percentuale di indebitamento a lungo termine, con la Germania che rappresenta il Paese in cui le imprese fanno maggiore ricorso al debito di lungo termine, con una percentuale pari al 28%, mentre l'Olanda è quello in cui le imprese vi fanno meno ricorso, con una percentuale pari circa al 2%.



### Average Leverage Ratios Across Countries

<i>Country</i>	<i>Leverage: Short Term Debt (%)</i>	<i>Leverage: Long Term Debt (%)</i>
Belgium	44.81	14.11
Germany	38.22	28.46
Spain	49.79	15.45
Ireland	47.51	12.25
Italy	62.96	14.53
Netherlands	46.32	2.06
Portugal	48.00	11.78
UK	48.31	9.74
<i>One-Way Analysis of Variance</i>		
<i>F-Statistic</i>	37.673*	97.644*

*Note:*

\*Significant at the 0.05 level of confidence.

Fonte: Hall, G. et al., 2004, Determinants of the Capital Structures of European Smes. Corporate Finance: Capital Structure & Payout Policies eJournal.

Nella tabella riportata di seguito, invece, la quale mostra le variabili che influiscono sulla determinazione della struttura del capitale fra i differenti Paesi europei, la Germania si contraddistingue per essere il paese con dimensione ed età media maggiore.

### Average Leverage Ratios Across Countries

<i>Country</i>	<i>Leverage: Short Term Debt (%)</i>	<i>Leverage: Long Term Debt (%)</i>
Belgium	44.81	14.11
Germany	38.22	28.46
Spain	49.79	15.45
Ireland	47.51	12.25
Italy	62.96	14.53
Netherlands	46.32	2.06
Portugal	48.00	11.78
UK	48.31	9.74
<i>One-Way Analysis of Variance</i>		
<i>F-Statistic</i>	37.673*	97.644*

*Note:*

\*Significant at the 0.05 level of confidence.

Fonte: Hall, G. et al., 2004, Determinants of the Capital Structures of European Smes. Corporate Finance: Capital Structure & Payout Policies eJournal

Le imprese portoghesi invece, hanno un livello medio di immobilizzazioni maggiore. Infine, le PMI irlandesi erano le più profittevoli mentre quelle inglesi sono le imprese a maggior crescita.

In conclusione, ci sono delle variazioni sia nella struttura del capitale che nelle determinanti della struttura del capitale tra i vari Paesi europei presi come riferimento.

Tuttavia, essendo presenti delle variazioni nelle variabili determinanti della struttura del capitale tra i differenti Paesi, queste variazioni potrebbero essere date dalle differenze in termini di attitudini al prestito, requisiti informativi, relazioni con le banche, tassazione e altre differenze economiche, sociali e culturali. Questo potrebbe essere correlato ai differenti livelli di asimmetrie informative, costi di agenzia e costi di segnalazione presente nei vari Paesi (Hall, G. et al., 2004, pp. 716 ,726).

Relativamente alla struttura del capitale delle PMI portoghesi, uno studio basato su un campione di 12,857 PMI per il periodo 2007-2010, ha evidenziato che le principali variabili che influenzano la struttura del capitale sono: la liquidità, la struttura patrimoniale e la profittabilità. Le PMI portoghesi preferiscono ricorrere all'utilizzo di fondi generati internamente per finanziare gli investimenti, dato che si evince dalla correlazione negativa tra il rapporto di indebitamento e la profittabilità aziendale, al fine di evitare il rischio legato agli elevati costi per ottenere finanziamenti esterni. Inoltre, le imprese con elevati livelli di immobilizzazioni materiali sono quelle più propense ad una maggiore emissione di debito, in quanto le immobilizzazioni possono fungere da collaterale al debito in caso di fallimento. In conclusione, sia la teoria del trade-off che la teoria del pecking order svolgono una funzione esplicativa chiave per comprendere la struttura del capitale delle PMI portoghesi. Un ulteriore risultato dell'analisi ha verificato una riduzione del rapporto di indebitamento nel periodo successivo alla crisi finanziaria (Proença, P.M., et al., 2014, p. 190).

La gestione del capitale circolante rappresenta un elemento importante all'interno di un'impresa in quanto ha degli effetti sulla profittabilità e sul rischio della stessa. Gli investimenti in capitale circolante comportano un trade-off tra la profittabilità e il rischio.

Le decisioni volte ad incrementare la profittabilità tendono a incrementare il rischio, e conseguentemente, le politiche indirizzate a monitorare il rischio portano potenzialmente a ledere la profittabilità. Le decisioni relative all'ammontare di investimenti da destinare ai clienti e sul magazzino, ovvero l'ammontare di credito da accettare dai fornitori ha un riflesso sul ciclo di conversione in cassa, cioè il numero di giorni medio tra la data di pagamento dei fornitori e la data di ricezione dei pagamenti dei clienti. Le evidenze empiriche relative alle politiche di gestione del capitale circolante nell'incremento della profittabilità, in generale, sostengono che una gestione aggressiva del capitale circolante favorisce la profittabilità, suggerendo che la

riduzione degli investimenti in capitale circolante è probabile che portino ad una maggiore profittabilità.

La gestione dell'attivo e delle passività correnti è particolarmente importante nel caso delle piccole e medie imprese, in quanto la maggior parte delle attività è rappresentata da attività correnti, mentre le passività correnti rappresentano la principale fonte di finanziamento esterno, in quanto questa tipologia di imprese fatica ad accedere a fonti di finanziamento di lungo periodo. Uno studio condotto su un campione di PMI spagnole, Paese caratterizzato da uno scarso sviluppo del mercato di capitali, e che di conseguenza sono maggiormente dipendenti dal ricorso agli intermediari finanziari nel reperimento di fonti di finanziamento. Quanto appena detto suggerisce che le PMI spagnole avendo a disposizione ridotte possibilità di finanziamento siano maggiormente dipendenti dai finanziamenti a breve termine, ed in particolare al credito commerciale.

Alcune ricerche suggeriscono che le imprese operanti in Paesi caratterizzati da un sistema bancario maggiormente sviluppato concedono più credito commerciale ai loro clienti, e di converso ricevono finanziamenti maggiori da parte dei loro fornitori.

Tornando alle politiche di gestione del capitale circolante, le imprese hanno la possibilità di scegliere tra due strategie di base: la minimizzazione degli investimenti in capitale circolante o l'adozione di politiche di gestione del capitale circolante netto indirizzate all'incremento delle vendite. Relativamente agli investimenti in capitale circolante, una minimizzazione degli investimenti potrebbe influenzare positivamente la profittabilità dell'impresa attraverso la riduzione della proporzione totale degli asset correnti, ma una riduzione eccessiva del magazzino potrebbe aumentare il rischio dell'impresa di riuscire ad incrementare le vendite.

In aggiunta, una riduzione importante della concessione di credito commerciale ai clienti potrebbe provocare una riduzione delle vendite di quei clienti che fanno affidamento sulla concessione di credito commerciale da parte dell'impresa, ed infine, una richiesta eccessiva di dilazionamento dei pagamenti ai fornitori potrebbe avere l'effetto di far perdere gli sconti concessi dal fornitore. Per quanto riguarda invece la seconda strategia percorribile, e cioè l'implementazione di politiche indirizzate a destinare investimenti ingenti in capitale circolante, e che potrebbero portare ad un incremento della profittabilità aziendale, gli effetti potrebbero essere i seguenti: il mantenimento di un livello di magazzino consistente, che riduce il rischio di non riuscire ad evadere le vendite per scarsità di prodotti, la riduzione dei costi di approvvigionamento e la protezione contro le variazioni di prezzo delle materie prime; la concessione di credito commerciale, i cui effetti sono tra gli altri, incentivare i clienti ad effettuare acquisti in periodi caratterizzati da una bassa domanda, controllare che i prodotti

ricevuti siano in buono stato prima di effettuare il pagamento e infine, aiuta le imprese a fidelizzare i propri clienti (Martínez-Solano, P., García-Teruel, P.J., 2006, pp. 164, 166).

In conclusione, la gestione del capitale circolante è importante nel caso delle PMI in quanto la maggioranza degli asset di queste realtà sono attività correnti e rappresentano la principale forma di finanziamento esterno. Le evidenze empiriche risultanti dal campione di PMI spagnole pari a 8,872 per il periodo di riferimento che va dal 1996 al 2002, i cui risultati confermano l'importante ruolo svolto dalla gestione del capitale circolante, sottolineando una correlazione negativa tra la profittabilità delle PMI e il numero di giorni di credito concesso ai clienti e la rotazione del magazzino. Tuttavia, gli autori non confermano che il numero di giorni di credito concessi dai fornitori influisce sul rendimento delle PMI.

In conclusione, la gestione del capitale circolante per le PMI può portare alla creazione di valore quando si riduce al minimo il ciclo di conversione dei flussi di cassa, per quanto possibile (Martínez-Solano, P., García-Teruel, P.J., 2006, pp. 175, 176).

Evidenze empiriche rivelano che la relazione presente tra le imprese e gli istituti finanziari non apporta necessariamente un vantaggio alle PMI operanti all'interno del sistema banco-centrico, caratteristico del continente Europeo. La presenza di relazioni durature e concentrate riduce la flessibilità delle imprese nell'effettuare un cambio di banca e potrebbe comportare un aumento dei tassi di interesse.

In base ad uno studio su un campione di PMI spagnole, volte a testare l'effetto della fiducia, concentrazione e lunghezza delle relazioni tra banca e impresa sulla disponibilità e costo del debito, ma anche del livello di garanzie richieste, mostra che le imprese, le quali mantengono relazioni di lungo periodo con le proprie banche di riferimento hanno maggiore possibilità di accesso al debito, ma allo stesso tempo vedono applicarsi dei tassi di interesse maggiori.

Le PMI che hanno in essere due relazioni bancarie ottengono finanziamenti a un tasso di interesse minore, mentre le imprese che intrattengono relazioni con più di due istituti finanziari sono quelle caratterizzate da un costo del debito maggiore.

Quando la relazione tra banca e impresa si basa sulla fiducia, le PMI migliorano la loro accessibilità al debito bancario e riducono il costo del debito, ma di contro devono fornire maggiori garanzie. I risultati appena esposti sembrano essere consistenti con le evidenze ottenute da altri mercati credit-oriented e confermano che gli effetti di relazioni bancarie lunghe o maggiormente concentrate non apportano necessariamente un beneficio per le PMI. Tuttavia, l'esistenza di fiducia tra banca e impresa ha dei maggiori effetti benefici, ovvero una maggiore

diponibilità e un costo del debito minore, ma una maggiore necessità di dover fornire delle garanzie a supporto del debito. Di conseguenza, la migliore strategia da perseguire per una PMI nell'ottenimento di finanziamento bancario è rappresentata dalla costruzione di una relazione con la banca basata sulla fiducia (Hernández-Cánovas, Martínez-Solano, P., 2010, pp. 479, 480).

Nel contesto delle PMI italiane, un ruolo cruciale è quello svolto dalle istituzioni locali nell'influenzare le decisioni di finanziamento delle imprese. Nonostante il processo di integrazione e internazionalizzazione dei mercati finanziari, i mercati locali svolgono ancora un ruolo fondamentale in termini di impatti sulle decisioni finanziarie delle imprese. La presenza di istituzioni locali ben sviluppate a livello locale permette alle imprese un più facile accesso a risorse finanziarie esterne; quindi, la capacità di indebitamento delle imprese è strettamente influenzata dallo sviluppo finanziario locale. La scadenza del debito, invece, è influenzata in misura maggiore dalla qualità di protezione offerta ai creditori in una determinata area.

In conclusione, è possibile affermare che le decisioni finanziarie non sono solamente il risultato delle caratteristiche specifiche di un'impresa, ma sono anche una conseguenza dell'ambiente istituzionale in cui l'impresa si trova ad operare (La Rocca M., et al., 2010, pp. 252, 253).

L'impatto della crisi finanziaria sulle PMI, fonte fondamentale di occupazione, profitti, crescita e innovazione in tutti i Paesi, e soprattutto in Italia, ha comportato delle difficoltà nell'accesso al credito. Nel periodo 2008-2012, tutte le PMI italiane hanno riscontrato grandi difficoltà nell'accesso a finanziamenti, mentre, nella seconda fase 2013-2015, la difficoltà di accesso ai finanziamenti ha riguardato le imprese giovani, e in misura maggiore le microimprese e le imprese meno giovani costituite sotto forma di impresa individuale o sottoforma di società a responsabilità limitata (s.r.l.) attive nei settori dei servizi, turismo, trasporti e manifatturiero, del Nord Italia. Essendo le regioni meridionali meno sviluppate sia economicamente che finanziariamente, di conseguenza è possibile immaginare che le imprese del sud hanno avuto maggiore difficoltà di accesso al credito bancario (Colapinto C., Zenga M., 2019, p. 105).

### 1.3 La situazione attuale delle PMI in Italia e in Europa

Partendo da un campione di PMI rappresentative delle imprese operanti in tutti gli stadi federali della Germania, Costantin (2009) ha notato come queste siano fortemente indebitate, con un rapporto tra indebitamento sul totale degli asset pari all'82%, e ad un tasso di interesse medio del 4,8%. Nonostante alle imprese con un'elevato livello di indebitamento vengono applicati tassi di interesse maggiorati, quest'ultime, non sembrano avere particolari problematiche nel far fronte alle loro obbligazioni finanziarie. In Germania, il ricorso a politiche di credito commerciale come metodo di finanziamento è meno utilizzato rispetto ad altri Paesi europei come la Spagna, dove il ricorso a finanziamenti di breve termine, non bancario, rappresenta circa il 65% dell'indebitamento totale. L'elevato livello di indebitamento suggerisce che le PMI tedesche preferiscono ricorrere alle *hausbank*<sup>4</sup> presso le quali detengono i conti correnti operativi dell'impresa. Le relazioni più strette tra prestatori e finanziati portano le imprese a crescere più velocemente rispetto al ricorso esclusivo a finanziamenti di breve termine. Le imprese di minore dimensione sono le più propense a stabilire relazioni con le *hausbank*. Le passività a lungo termine detenute delle imprese che intrattengono relazioni con le *hausbank* sono quasi il doppio di quelle che intrattengono relazioni multiple con istituti di credito, di contro, la leva complessiva è più o meno invariata. Le PMI che intrattengono relazioni con una singola banca tendono ad avere meno problemi a soddisfare i loro impegni finanziari, come dimostrato dai loro rapporti di copertura degli interessi passivi, mentre, solidi legami tra imprese e banche favoriscono sia l'accesso a finanziamenti a lungo termine che la crescita (Slotty, Costantin F., 2009, pp. 5, 22).

---

<sup>4</sup> Particolare tipologia di rapporto bancario che caratterizza il sistema tedesco. Si basa su una relazione di fiducia, una conoscenza approfondita e sul servizio di consulenza finanziaria che la banca offre all'impresa. La relazione tra la banca e il cliente è molto spesso esclusiva, ed è volta a sviluppare una relazione basata sulla fiducia reciproca. È molto frequente che la banca sottoscrive una quota di capitale di minoranza dell'impresa, o a volte si utilizzano strumenti come il venture capital, con l'obiettivo di cedere in futuro le quote dell'impresa (ASSONEBB ASSOCIAZIONE NAZIONALE ENCICLOPEDIA DELLA BANCA E DELLA BORSA (AEB), 2022, *Housebank* [Online], disponibile su: <[28](https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=20417#:~:text=Lett.%3A%20banca%20di%20casa%20(,che%20caratterizza%20il%20sistema%20tedesco..)>.</a>>.</p></div><div data-bbox=)

Le PMI presenti nei vari Paesi Europei rappresentano la porzione di imprese più consistente, le quali contribuiscono a creare posti di lavoro e PIL. Le banche utilizzano spesso i finanziamenti a breve termine come strumento per tenere sotto controllo il rischio associato alle PMI, limitandone lo sviluppo a causa della mancanza di liquidità necessaria. Il sistema giuridico e istituzionale di un Paese influenza le caratteristiche del credito bancario. Nei Paesi con un sistema legislativo orientato ad una maggiore tutela dei diritti dei creditori e di meccanismi volti all'applicazione delle leggi in vigore, la concessione dei prestiti bancari a lungo termine è maggiore. L'ambiente istituzionale è un fattore fondamentale per le microimprese quando ottengono prestiti a lungo termine.

Nei sistemi legali orientati ad una forte protezione dei diritti dei creditori insieme alla presenza di meccanismi che permettono l'applicazione puntuale delle leggi, permettono ai finanziatori di tenere sotto controllo il rischio ma anche di ridurre la possibilità di perdite future.

La presenza di queste condizioni diminuisce la concessione di crediti a breve termine e permette agli istituti di credito di tenere sotto controllo il rischio associato all'impresa finanziata.

Nei Paesi con una scarsa protezione dei diritti dei creditori e di un sistema legale inefficiente, le banche tenderanno a utilizzare strumenti contrattuali, che non fanno affidamento sulle leggi o sulle istituzioni, come la scadenza del prestito.

I prestiti a breve termine permettono alle banche un monitoraggio più frequente delle performance dell'impresa e, se necessario, possono modificare le condizioni applicate, al fine di evitare un accumulo eccessivo di perdite a carico della banca.

Le condizioni contrattuali dei finanziamenti alle piccole imprese sono maggiormente dipendenti dalle determinanti specifiche del Paese, come l'ambiente normativo e istituzionale. Infatti, le condizioni di prestito applicate nei vari Paesi Europei sono differenti, confermando l'esistenza di effetti legati alle caratteristiche del Paese preso in considerazione.

Ad esempio, in Italia, Francia e Grecia le PMI ottengono finanziamenti con una maturity più breve rispetto al resto d'Europa. Di contro, le PMI in Austria, Danimarca, Islanda e Norvegia hanno accesso a prestiti bancari caratterizzati da una durata media maggiore.

Anche se tutti i Paesi menzionati sono Paesi di *civil law*, è possibile differenziare tra il primo gruppo (Italia, Francia e Grecia) i quali sono Paesi di *civil law* francese, mentre il secondo gruppo (Austria, Danimarca, Islanda e Norvegia) si può definire di applicazione del *civil law* tedesco o scandinavo. I Paesi di *civil law* tedesco e scandinavo sono caratterizzati da una maggiore protezione dei diritti dei creditori e una maggiore qualità nell'applicazione della legge rispetto al sistema francese di *civil law*. Una maggiore protezione dei diritti dei creditori riduce il rischio per gli istituti creditizi e potrebbe incrementare la loro disponibilità a concedere crediti con una scadenza più lunga.

Un'altra variabile che influisce positivamente sulla maturity di un finanziamento a lungo termine è rappresentata dalla presenza di un mercato bancario altamente concentrato. Infatti, diversi studi suggeriscono che la riduzione della competizione all'interno del mercato bancario, incentiva le banche a investire maggiormente in imprese con le quali hanno già in essere una relazione. La concessione di finanziamenti ad imprese che fanno già parte della loro clientela, induce le banche a ridurre il rischio e permette la concessione di finanziamenti a lungo termine, con una maturity maggiore rispetto a quella che verrebbe concessa ad altre imprese.

In un ambiente istituzionalmente debole, cioè caratterizzato da un basso livello di libertà economica, la concessione di debiti a lungo termine è minore rispetto a quanto avviene in un'economia caratterizzata da un ambiente con un elevato livello di libertà economica, e quindi con un ambiente istituzionale più solido. Questo suggerisce che miglioramenti dell'ambiente istituzionale riducono il rischio del prestatore, ma di contro in presenza di poca libertà economica il rischio potrebbe aumentare. In sintesi, bisogna tenere in considerazione che la maturity dei prestiti alle PMI è influenzata da specifiche variabili, che dipendono dalle caratteristiche di ciascun Paese. La maturity di un finanziamento bancario può essere espressa come una funzione dell'ambiente istituzionale e giuridico di ciascun Paese, questo significa che le imprese operanti in Paesi con una forte protezione dei diritti dei creditori e una più efficiente applicazione delle norme previste dall'ordinamento giuridico, hanno maggiore possibilità di ottenere un finanziamento bancario a lungo termine caratterizzato da una maturity maggiore. Inoltre, in presenza di un ambiente istituzionale relativamente debole, un incremento della libertà economica aumenta la probabilità di ottenere finanziamenti per le PMI con una maturity maggiore. Un miglioramento delle procedure di fallimento atte a renderle più efficienti, accessibili, semplici e trasparenti potrebbe anch'esso migliorare l'accesso delle PMI al credito bancario. Le PMI operanti sotto il regime di *common law* (Regno Unito) e di *civil law* tedesco e scandinavo hanno accesso a finanziamenti bancari caratterizzati da una maturity maggiore rispetto alle PMI operanti nei sistemi di *civil law* francese.

La variabile dimensionale per le imprese ha molta importanza, soprattutto per le microimprese, che data la scarsità di informazioni disponibili, inducono le banche a dover fare affidamento sulle caratteristiche specifiche del Paese nell'erogazione di finanziamenti.

Gli istituti di credito saranno più propensi alla concessione di finanziamenti a lungo termine a realtà meno trasparenti quando queste operano in Paesi con un'ambiente istituzionale migliore. Infatti, le PMI sono realtà private a cui non viene richiesto di rendere pubblici i bilanci, e le informazioni finanziarie sono difficili da ottenere, e quelle disponibili spesso provengono da indagini statistiche (Hernández-Cánovas, G., Koëter-Kant, J., 2011, pp. 490, 505).



Mateev, M. et al. (2013) analizzando un campione di 3.175 PMI europee, hanno notato che l'indebitamento non dipende solamente dalla disponibilità di cash flow generato internamente, ma dipende anche da: liquidità, livello delle vendite, dimensione aziendale e struttura patrimoniale. Le PMI preferiscono utilizzare fonti interne di capitale invece di fonti esterne, e qualora ulteriori fondi fossero necessari faranno ricorso al debito di breve termine.

Per quanto riguarda la relazione tra leva finanziaria e struttura patrimoniale questa dipende dalla tipologia di leva utilizzata. Più precisamente, il debito di lungo termine è correlato positivamente alla struttura patrimoniale, mentre la relazione è negativa nel caso in cui prendiamo come riferimento il debito di breve termine. In sostanza, le imprese che hanno a disposizione sufficienti fondi interni, useranno meno debito a breve termine per supportare gli investimenti e la crescita. Di contro, le imprese più profittevoli tendono a fare meno ricorso al debito per finanziare la propria attività. La leva è quindi correlata negativamente alla redditività, e le PMI impiegheranno meno debito di breve nel caso in cui ulteriori fondi siano necessari. Relativamente alla struttura patrimoniale invece, è possibile notare come le imprese con un elevato livello di immobilizzazioni materiali, che possono fungere da collaterale al credito, sono tendenzialmente più indebitate delle altre imprese.

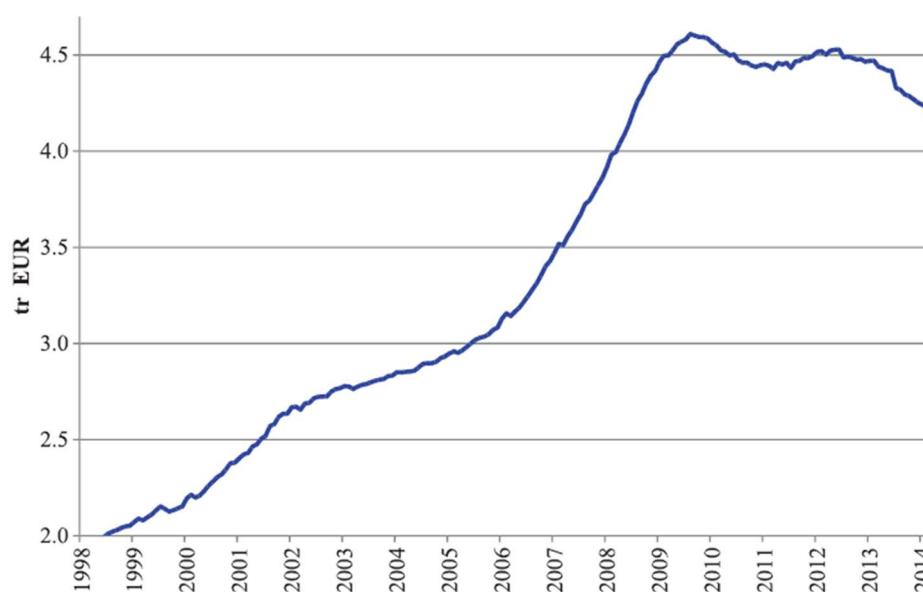
La dimensione aziendale svolge anch'essa una funzione esplicativa, in quanto le imprese di maggiori dimensioni tendono ad avere un maggiore livello di indebitamento delle piccole imprese. Le imprese di grandi dimensioni, invece, tendono ad essere maggiormente diversificate e quindi la volatilità è minore. In aggiunta, sempre le imprese di maggiori dimensioni, fanno maggiore ricorso al debito, indipendentemente dalla maturity dello stesso, forse perchè hanno maggiore potere contrattuale con i fornitori di debito.

Una correlazione positiva tra opportunità di crescita future e livello di indebitamento è presente, ma solo nel caso in cui si prendono come riferimento le imprese che fanno ricorso al debito a lungo termine per supportare gli investimenti, e le imprese con un elevato livello di attivo corrente fanno principalmente ricorso a debito di breve termine. In definitiva, il tasso di crescita delle vendite, la liquidità, la dimensione e la struttura patrimoniale sono tutte variabili significative per la determinazione della struttura del capitale, dalle imprese di grandi dimensioni a quelle più piccole o anche le realtà più giovani. Quanto detto precedentemente vale anche per le imprese che operano all'interno di economie in via di sviluppo. Le piccole e medie imprese in questi Paesi, fanno comunque ricorso in prima battuta ai fondi generati internamente per supportare gli investimenti e la crescita, e riscontrano delle difficoltà nell'accesso a finanziamenti esterni. Se le micro e piccole imprese necessitano di capitali faranno principalmente ricorso al debito di breve termine e al credito commerciale. Tuttavia, le banche rappresentano la principale fonte di debito a lungo termine per le PMI in Europa, dato

che l'accesso ai mercati di capitali è riservato alle imprese di grandi dimensioni. I Governi di questi Paesi dovrebbero prestare maggiore attenzione a queste differenze e porre maggiore enfasi sulle azioni da intraprendere per rimuovere i vincoli amministrativi per le PMI, cercando di facilitarne l'accesso ai finanziamenti esterni al sistema bancario (Mateev, M., Poutziouris, P., Ivanov, K., 2013, pp. 42, 48).

Dal 2009 il trend dei crediti concessi alle imprese non bancarie ha subito un'inversione di tendenza, ma l'ammontare dei crediti detenuti dalle banche nei confronti delle PMI è sempre maggiore, tanto da raggiungere livelli insostenibili, fenomeno in diminuzione nel corso degli anni, dovuto alla diminuzione dei crediti concessi alle imprese da parte delle banche. I dubbi però che le banche siano in condizione di concedere ulteriori finanziamenti e siano intenzionate a farlo, con un eventuale aumento della domanda, rimangono.

#### Outstanding Loans to Non-Financial Corporations in the Euro Area

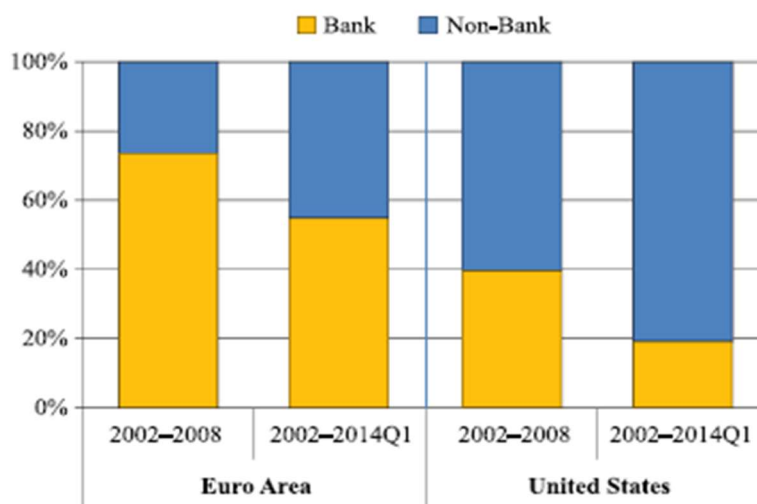


Fonte: Kraemer-Eis, H., & Passaris, G. (2015). SME Securitization in Europe. *The Journal of Structured Finance*, 20, 106 - 97.

I nuovi crediti sono spesso concessi a imprese meno rischiose rispetto alle piccole imprese e le imprese in fase di start up. Il razionamento del credito è uno degli aspetti principali riguardanti la possibilità di ottenere un credito per le PMI. Un altro aspetto è la propensione dell PMI al ricorso al debito di breve termine, data la difficoltà per quest'ultime di accedere a finanziamenti di lungo termine.

Durante la crisi finanziaria ed economica del 2008, gli investimenti nelle imprese in Europa sono diminuiti drasticamente, le principali ragioni sono state un quadro macroeconomico incerto unito alla riduzione della concessione di finanziamenti a lungo termine che ha avuto un impatto negativo, di medio-lungo termine, sull'economia e sulla domanda di lavoro. La principale ragione della debolezza strutturale nel finanziamento delle PMI è dovuta al fatto che le PMI in Europa sono le imprese di minore dimensione e sono quelle maggiormente dipendenti dal finanziamento bancario, attraverso il ricorso al credito e ai fidi bancari, perché l'accesso a fonti alternative di finanziamento, come le obbligazioni e l'emissione di nuovo equity, è limitato.

**Funding of Non-Financial Corporations in the Euro Area and the United States (Shares in Accumulated Debt Transactions)**



Fonte: Kraemer-Eis, H., & Passaris, G. (2015). SME Securitization in Europe. *The Journal of Structured Finance*, 20, 106 - 97.

Come è possibile vedere dal grafico sopra riportato, le banche europee dal 2008 hanno iniziato ad intervenire sulla loro leva finanziaria, sia riducendo la concessione di prestiti alle imprese sia ricapitalizzandosi per rinforzare i loro bilanci in vista degli stress test. In Europa le banche hanno in portafoglio un elevato livello di finanziamenti concessi ad imprese e PMI, queste manovre hanno quindi avuto un impatto maggiore sulle piccole e medie imprese rispetto ad altre categorie di imprese, in quanto le grandi imprese possono accedere a forme di finanziamento alternative al credito bancario. La soluzione indicata dalla Banca Centrale Europea (BCE) era quella di convertire in titoli, attraverso la cartolarizzazione, i crediti detenuti dalle banche e i relativi ai prestiti concessi alle imprese, attraverso l'emissione di Asset Backed Security (ABS), in modo tale che le banche, tramite la cessione di questi crediti e incassando

liquidità possano condere ulteriore credito alle imprese mantenendo sotto controllo il rischio associato.

Il mercato europeo di securitisation (SMESec) è cresciuto in maniera costante fin dal suo avvio, crescita che si è arrestata con il verificarsi della crisi finanziaria, mercato che ha delle dimensioni minori rispetto al suo equivalente negli Stati Uniti.

L'emissione in Europa è rimasta inizialmente alta, ma questi volumi erano guidati principalmente dall'elegibilità degli ABS come collaterali per la liquidità operativa della BCE. L'attività complessiva del mercato ha avuto quindi una battuta d'arresto tanto che l'emissione è arrivata a toccare i livelli del 2003/2004 per via delle incertezze di regolamentazione e di sempre più stringenti regole europee in termini di collaterali.

I mercati SMESec più attivi nel 2014, in termini di securitisation complessive erano quello Francese con una quota pari al 29%, quello Inglese con una quota pari al 19%, l'Olanda al 13%, e infine Italia e Germania con una quota del 9% ciascuna. La natura del mercato SMESec ha cambiato forma, da transazioni che avvenivano quasi esclusivamente nel mercato primario durante il periodo precrisi, a un mercato guidato dalle operazioni pronti contro termine della BCE. Tuttavia, nonostante la crisi finanziaria e dei debiti sovrani, il mercato europeo di securitisation ha performato bene se comparato con i bassi tassi di default. Questo fenomeno ha fatto da contrappeso al deterioramento dell'economia europea dovuto all'incremento del tasso di default delle PMI.

Ci sono diversi vantaggi per il mercato SMESec che riguardano le banche, gli investitori, e soprattutto le PMI. In prima battuta gli interessi sembrano esclusivamente delle banche e degli investitori, ma i benefici indirettamente riguardano la possibilità di accesso al credito per le PMI. Questo avviene esclusivamente se la liquidità viene indirizzata per sostenere le PMI. Anche l'intervento pubblico può contribuire al miglioramento dell'accesso al credito, attraverso l'implementazione di interventi mirati alla riduzione dei fallimenti del mercato, basati sulla presenza di informazioni asimmetriche, e agli elevati costi di transazione, dovuti alla contrazione del credito associato alla crisi finanziaria.

Il primo passo dovrebbe essere quello di rivitalizzare il mercato europeo degli ABS come la rimozione del conflitto di interessi e delle informazioni asimmetriche tra emittenti e investitori, insieme ad una maggiore trasparenza, per un più accurato raggiungimento del giusto prezzo del rischio.

La trasparenza dovrebbe essere un requisito fondamentale, con un focus particolare sulla promozione di strutture semplici e ben identificate, una maggiore trasparenza sul pool di asset sottostanti caratterizzati da una performance più prevedibile, al fine di rivitalizzare il mercato del securitisation. L'attuale situazione relativa alla disclosure e la legge fallimentare nei vari

paesi Europei è fonte di disomogeneità. Uno sforzo significativo risulta fondamentale per la standardizzazione della reportistica e il miglioramento dei dati disponibili.

Nell'ottobre 2014 la BCE ha annunciato i dettagli operativi del programma di acquisti di ABS e di obbligazioni garantite, il cui obiettivo è favorire la trasmissione di politica monetaria, supportare la concessione del credito all'economia dell'area euro, e come risultato, fornire una politica monetaria migliore. Il supporto fornito da parte della BCE al mercato degli ABS in generale, e del mercato SMESec in particolare, rappresenta un passo positivo (Kraemer-Eis, H., Passaris, G., 2015, pp. 97,104).

Se prendiamo come riferimento i paesi del Nord Europa, per analizzare la struttura del capitale, più precisamente la Svezia, Paese fortemente dipendente dalle esportazioni, con un mercato finanziario fortemente integrato con l'economia globale, ma con un sistema legale e di tassazione differente dagli altri Paesi europei, possiamo notare come le esportazioni svedesi sono state influenzate dalla crisi finanziaria del 2008, con il settore dell'import-export che ha subito una riduzione del 17% nel periodo compreso tra il 2008 e il 2009. L'assenza di flessibilità all'interno del mercato del credito, fortemente banco-centrico, ha generato una situazione in cui le PMI hanno dovuto cambiare metodologia di finanziamento dell'operatività aziendale.

Si è verificata una tendenza delle PMI svedesi ad un maggiore ricorso al finanziamento bancario sia di breve che di lungo termine, principalmente durante il periodo della crisi e in misura maggiore rispetto al periodo post crisi tra il 2010 e il 2015. Le PMI hanno incrementato il ricorso al debito a breve termine, durante il periodo della crisi finanziaria, in alternativa all'autofinanziamento, per far fronte alla minore redditività. La scelta del ricorso al finanziamento di breve termine durante la crisi è dovuta alla minore propensione delle banche a concedere finanziamenti di lungo periodo durante periodi di recessione. Questo suggerisce che il comportamento finanziario e le decisioni sulla struttura finanziaria sono cambiati durante il corso della crisi finanziaria. Il comportamento finanziario dipende dai fattori macroeconomici e rappresenta una base significativa per la formulazione delle politiche di credito (Yazdanfar, D., et al., 2019, pp. 926, 937).

La percentuale di imprese che hanno avuto problemi nel trovare fondi per sostenere la propria attività è duplicata a partire dalla crisi finanziaria del 2008. Diversi studi hanno costatato le difficoltà di accesso al credito, con le banche sempre più restie nel concedere finanziamenti alle imprese con rischio medio e un conseguente parziale ritiro dei prestiti alle PMI. Le giustificazioni fornite dalle banche sono legate al fatto che le piccole imprese non sono in possesso di tutti i requisiti necessari per la determinazione di affidabilità per la concessione di credito come: una breve storia creditizia, la mancanza di rating un creditizio assegnato da

un'agenzia di rating, collaterali insufficienti, scarsità di informazioni finanziarie verificabili, tutti fattori che potrebbero essere utilizzati dalle banche per il credit allocation. Il problema però non è esclusivamente rappresentato dalla disponibilità di finanziamento bancario ma anche dall'incremento del relativo costo, a dimostrazione del fatto che il principale effetto causato dalla crisi finanziaria è stata sia la riduzione della disponibilità dei debiti bancari, anche per via del fallimento di alcune banche di grandi dimensioni, sia l'incremento dei costi legati al finanziamento bancario.

In Inghilterra nel 2010 la coalizione di governo ha riconosciuto le difficoltà di accesso al credito per le PMI e ha ritenuto necessario fornire finanziamenti alle PMI per sostenere l'economia inglese durante la recessione, mettendo in atto una serie di misure volte a stimolare la concessione di finanziamenti alle imprese come l'Enterprise Finance Guarantee Scheme, il Funding for Lending e la creazione della British Business Bank per prestare denaro alle imprese e fornire diverse fonti di finanziamento, portando sotto un'unica organizzazione, attraverso il supporto fornito dai fondi governativi, la concessione dei finanziamenti alle imprese.

Un altro fattore chiave nella risposta pubblica fornita dal Governo inglese per far fronte al problema del credito bancario è stata quella di assegnare ad ogni singolo stato facente parte del Regno Unito la responsabilità di sviluppare e amministrare le misure da mettere in atto per supportare le PMI.

Se prendiamo come riferimento le misure messe in atto in Galles, che già negli anni 90 aveva compreso la necessità dell'intervento pubblico a supporto delle PMI, attraverso il miglioramento dell'allocazione delle risorse, tramite la concessione di prestiti ed equity alle imprese con la creazione di Finance Wales nel 2001, il cui scopo era assistere le imprese del Galles per realizzare il loro potenziale in termini di innovazione, crescita e impatto economico interno. Gli obiettivi chiave erano l'incremento interno del numero di PMI in Galles; incoraggiare la diversificazione e lo sviluppo di nuovi mercati e prodotti; migliorare il tasso di crescita delle imprese locali e l'accesso alla finanza; e la creazione di nuovi posti di lavoro. A supporto degli obiettivi preposti, sono stati utilizzati dei fondi che dovevano essere supportati dal Welsh Development Agency<sup>5</sup>.

Il Finance Wales, a partire dal 2001, ha gestito diversi fondi di debito, prevalentemente attraverso l'accesso ai Fondi Strutturati Europei. Un insieme di fondi di debito, fondi mezzanini e fondi di equity. Nel 2009, l'organizzazione ha abbandonato il ruolo di sviluppatore economico

---

<sup>5</sup> Il Welsh Development Agency (WDA) era un ente governativo responsabile di incoraggiare lo sviluppo e gli investimenti in Galles, favorire la crescita delle imprese locali. L'ente è stato abolito poi nel 2006 (Gov.uk, 1993).

e ha adottato una strategia di finanziamento autonoma, con l'obiettivo di ridurre la dipendenza dal governo del Galles in termini di finanziamenti.

Le evidenze dall'Unione Europea mostrano come le organizzazioni che utilizzano strumenti finanziari sovvenzionati dai fondi Europei tendono ad offrire un costo minore per le PMI. Tuttavia, è emerso che il Finance Wales nel corso degli anni ha applicato un tasso di interesse maggiore alle PMI nel fornire fondi. Questo sembra essere in conflitto con il ruolo dei prestiti governativi garantiti per le PMI, il cui scopo dovrebbe essere quello di sostenere lo sviluppo economico durante i periodi di recessione. La mission di uno dei fondi regionali di investimento, specializzato nel fornire capitale di debito nel Regno Unito, che si era definito come il principale gestore di fondi e il cui scopo era fornire supporto alle PMI nel fornire fonti di finanziamento e creare posti di lavoro, in un periodo di recessione economica che ha comportato una notevole difficoltà delle PMI ad accedere a fonti di finanziamento, non ha realmente svolto il suo compito per via dell'applicazione di tassi di interesse maggiori rispetto ad altri strumenti europei come il fondo JEREMIA. Il Finance Wales non ha quindi avuto l'impatto che avrebbe dovuto e che avrebbe potuto avere, durante un periodo di crisi all'interno del mercato del prestito. Fenomeno derivante della fissazione di tassi di interesse sui finanziamenti più elevati rispetto a quelli applicati all'interno del mercato europeo da istituzioni simili (Jones-Evans, D., 2015, pp. 27 ,39).

Le condizioni di accesso al credito bancario in Europa giocano un ruolo chiave per la sopravvivenza delle PMI. Gli ostacoli relativi all'accesso al credito possono derivare dalla difficoltà di produrre un elevato livello di garanzie collaterali di qualità e dall'opacità di informazioni che influiscono sul merito creditizio. La poca trasparenza di informazioni disponibili, tipico delle PMI, aumentano le asimmetrie informative con conseguenze più severe durante i periodi di recessione economica, che portano al razionamento del credito destinato al finanziamento delle PMI. Fattori come l'ambiente istituzionale e la qualità del capitale sociale, non inteso come il capitale sottoscritto dai soci di una società, può portare ad un incremento del livello di fiducia nel mercato del credito, rafforzare le relazioni tra creditore e debitore, e conseguentemente ridurre il costo di finanziamento.

Come già analizzato precedentemente, ad una migliore esecuzione giudiziaria (costi ridotti, tempistiche brevi, numero di procedure limitato) e una forte protezione dei diritti dei creditori (efficienza del sistema giuridico, elevata protezione dei diritti di proprietà), seguirà una minore probabilità che le imprese si trovino in una situazione di contrazione del credito.

Un altro fattore importante all'interno del mercato del credito è il cosiddetto capitale sociale, che non deve essere inteso come il capitale di rischio versato dai soci in fase di costituzione di una società, ma come l'incremento del livello di fiducia tra i soggetti operanti in un determinato

territorio che permette di ridurre le asimmetrie informative, tipiche nei contratti di credito. La presenza di capitale sociale permette l'accesso a finanziamenti bancari più economici e riduce il ricorso alle garanzie reali per l'ottenimento di un mutuo. Infatti, dal lato del soggetto finanziato, la sua presenza ha facoltà di incidere sui comportamenti individuali, rendendo l'impresa meno propensa a mettere in atto comportamenti opportunistici. Mentre, dal lato del creditore, la presenza di capitale sociale permette la raccolta di informazioni in grado di ridurre la selezione avversa e il moral hazard. Inoltre, stimolando il monitoraggio tra pari e altre garanzie sociali, la presenza di capitale sociale permette una migliore allocazione delle risorse nel mercato del credito, riducendo così i costi di transazione e di credito, soprattutto per le piccole imprese.

Nelle zone caratterizzate da un'elevata presenza di capitale sociale, l'accesso al finanziamento bancario è più facile sia per le persone che per le imprese, che generalmente utilizzano canali di finanziamento informali quali amici o famiglie, con una maggiore possibilità di rimborso del mutuo.

Analizzando la disponibilità finanziaria prima e dopo uno shock inaspettato, come la crisi finanziaria del 2008, è stato osservato che il capitale sociale, insieme al networking aziendale, ha giocato un ruolo importante nell'incremento di fiducia e riduzione delle asimmetrie informative. Infatti, nelle aree caratterizzate dalla maggiore presenza del fenomeno sociale, l'impatto della crisi finanziaria sull'accesso al credito era significativamente meno pronunciato. Ad esempio in alcune province italiane i tassi d'interesse erano più bassi. Inoltre, a conferma di quanto detto, nei territori in cui operano le banche di credito cooperativo quest'ultime hanno impattato sulla riduzione delle asimmetrie informative tra le banche e le imprese finanziate, e conseguentemente hanno comportato una maggiore fiducia e cooperazione nel mercato del credito. Quindi in sintesi, nei Paesi caratterizzati da un sistema legale efficiente, un mercato bancario competitivo e la presenza di capitale sociale, le PMI possono beneficiare di condizioni migliori in termini di costi per finanziarsi. Un elevato livello di fiducia, che riduce la presenza di asimmetrie informative nei contratti di credito e rende più semplice per il prestatore controllare il rischio associato alle imprese di conseguenza, i costi legati al finanziamento bancario sono minori (Galli, E., et al., 2017, pp. 59, 78).

I finanziamenti concessi dagli istituti di credito alle PMI italiane, si contraddistinguono per una maturità breve e un elevato livello di indebitamento e rappresentano i due fattori che influiscono sull'aumento del costo del debito, per via di una maggiore presenza di asimmetrie informative. L'effetto è giustificato in quanto i finanziamenti a lungo termine tendono ad essere più economici rispetto ai finanziamenti a breve termine. Il sistema bancario italiano si caratterizza per un elevato numero di piccole banche, le quali considerano la presenza di un capitale



consistente e la presenza di garanzie, che fungono da collaterale, più importante della redditività aziendale.

Il tasso di copertura degli interessi passivi rappresenta un segnale positivo, suggerendo che una maggiore incidenza del tasso di interesse sui ricavi aumenta la probabilità di fallimento e di conseguenza il costo del debito per le imprese.

La presenza di asset tangibili genera un impatto positivo sul costo del debito data la possibilità di poterli liquidare per ripagare il debito. Infatti, maggiore è la presenza di immobilizzazioni materiali, maggiore sarà la disponibilità di garanzie collaterali a copertura del debito. Anche il cash flow generato dagli investimenti ha un ruolo centrale, poiché investimenti costosi richiedono flussi di cassa elevati, necessari a ripagare l'investimento (Beltrame, F., et al., 2017, pp. 23, 36).

Anche la crisi finanziaria del 2008 ha impattato sulla struttura del capitale delle PMI italiane. Innanzitutto, è necessario precisare che nella struttura del capitale delle PMI italiane il debito di breve termine rappresenta una parte rilevante, e che gli assunti della teoria del *pecking order* spiegano meglio le decisioni relative alla struttura del capitale delle PMI italiane rispetto a quelle previste nella teoria del *trade-off*. Le PMI, infatti, sono maggiormente concentrate a gestire i problemi derivanti dalle asimmetrie informative, per via del ricorso a fonti esterne di finanziamento, piuttosto che bilanciare i benefici e costi legati all'utilizzo del debito. Il livello di leva finanziaria aziendale dipende dalla profittabilità, dalla liquidità, dalla consistenza di asset tangibili e dal rischio. Relativamente alla maturity del debito, mentre la presenza di immobilizzazioni materiali, la liquidità e la profittabilità aziendale influenzano principalmente il debito di breve termine, la presenza di asset tangibili rappresenta il principale fattore che influenza l'indebitamento di lungo termine.

Lo shock avvenuto nella fornitura del credito avvenuto con la crisi ha avuto un impatto negativo sulle PMI italiane e sulla leva finanziaria. Durante il periodo prima e dopo la crisi finanziaria, le PMI italiane hanno diminuito la leva finanziaria, in particolare l'esposizione debitoria di breve termine, rispetto al periodo precrisi. È possibile quindi sostenere che il debito di breve termine è maggiormente sensibile alle condizioni di credito rispetto al debito di lungo periodo. La riduzione del credito ha impattato negativamente anche sul credito commerciale, che non ha compensato la minore disponibilità di concessione di credito da parte delle banche, quindi il credito commerciale più che un sostituto del finanziamento bancario, risulta uno strumento complementare rispetto a quest'ultimo.

Per quanto riguarda le imprese con un'elevata leva finanziaria, nel periodo precrisi sono risultate più sensibili alla riduzione del credito rispetto al periodo della crisi perché i loro debiti

a breve e a lungo termine sono diminuiti di più rispetto a quelli delle imprese con una bassa leva finanziaria.

Sempre durante la crisi, la presenza di asset tangibili rappresentava un fattore chiave dell'abilità di aumentare le risorse esterne perché quest'ultime fungendo da collaterali diminuivano il rischio di credito. Dato che il debito di breve termine aumenta la vulnerabilità dell'impresa, le imprese più rischiose hanno ridotto il debito di breve termine, mentre le imprese più profittevoli hanno preferito il ricorso all'autofinanziamento in modo tale da diminuire l'esposizione di breve termine durante il periodo della crisi rispetto al periodo precrisi. Nel periodo successivo alla crisi le determinanti della struttura del capitale e la maturity del debito sono parzialmente tornate ai livelli precrisi.

Relativamente alle implicazioni per le imprese, emerge la necessità di pianificare in maniera più sostenibile le decisioni finanziarie in vista del verificarsi di eventi macroeconomici avversi. In particolare, gli imprenditori e i manager dovrebbero acquisire le skill necessarie per implementare previsioni e interpretare gli eventi macroeconomici, in modo tale da pianificare delle decisioni finanziarie coerenti con gli scenari che potrebbero manifestarsi, anticipandoli. Ad esempio, in vista di una crisi finanziaria, le PMI caratterizzate da un elevato ricorso alla leva, potrebbero incrementare il capitale proprio, in via anticipata, attraverso una maggiore destinazione dei profitti a riserve, così da ridurre gli effetti negativi derivanti dalla contrazione del credito e i relativi rischi finanziari. Infatti, durante i periodi di crisi finanziaria non è solo il credito bancario a subire una riduzione, ma anche il credito commerciale subisce una flessione e quindi, non può rappresentare uno strumento sostitutivo al credito bancario.

Inoltre, bisogna tenere a mente che il debito di breve termine è il principale canale di trasmissione della crisi, le imprese dovrebbero quindi prestare attenzione al livello di indebitamento di breve termine in quanto è quello maggiormente sensibile in caso di razionamento del credito. Risulta necessario per le PMI modificare la struttura del capitale in relazione allo scenario macroeconomico, tenendo presente che la sensibilità della leva in relazione alle determinanti della struttura del capitale come la profittabilità, il rischio, la crescita, ecc., potrebbe essere differente a seconda dei vari scenari macroeconomici.

Di contro, le istituzioni finanziarie dovrebbero considerare i modelli di leva finanziaria delle imprese quando progettano le politiche di credito per le PMI, tenendo in considerazione che durante i periodi di recessione, la riduzione del credito bancario non può essere controbilanciato da altre tipologie di debito, come il credito commerciale.

Risulta quindi necessario per le banche e le istituzioni finanziarie, al fine di evitare una riduzione sostanziale nelle attività economiche e l'emergenza di una crisi sistemica, l'utilizzo di strumenti in grado di attenuare la contrazione del credito e di accelerare l'uscita

dell'economia dalla crisi. In aggiunta, il settore pubblico potrebbe cercare di supportare il prestito come strumento di breve termine per mitigare una più severa contrazione del credito (D'Amato, A., 2019, pp. 19, 20).

Secondo quanto emerge dal rapporto di aprile 2022 *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)*<sup>6</sup>, il quale prende come riferimento 10,950 imprese dell'area euro, di cui il 91,3% ha meno di 250 dipendenti, le imprese di tutte le dimensioni, ed in particolare le grandi imprese, hanno riscontrato difficoltà nel reperire manodopera specializzata e un incremento dei costi di produzione, mentre l'accesso ai finanziamenti è stata una delle preoccupazioni principali. Le imprese dell'area euro continuano a segnalare una ripresa delle attività imprenditoriale negli ultimi sei mesi, con il 25% di imprese che segnalano incrementi di fatturato. Questo rappresenta il terzo round in cui si verifica un miglioramento a partire dal minimo storico raggiunto dopo lo scoppio della pandemia di Covid-19. In contrasto all'aumento del fatturato, le imprese dell'area euro, ed in particolare le PMI segnalano un deterioramento dei profitti netti, da un -6% ad un -15%. La minore profittabilità riflette un significativo aumento del costo delle materie prime e dell'energia, attribuibile all'invasione da parte della Russia nei confronti dell'Ucraina, insieme ad un aumento del costo del lavoro.

Nel complesso, le imprese dell'area euro segnalano un miglioramento della disponibilità di prestiti bancari, anche se in misura minore rispetto alla precedente indagine. Nonostante la percentuale di imprese che segnala miglioramenti nella disponibilità sia inferiore rispetto al report precedente in tutte le classi di dimensione aziendale, la maggioranza è rappresentata da imprese di grandi dimensioni rispetto alle PMI. Le imprese dell'area euro hanno ritenuto che il contesto macroeconomico abbia influito negativamente sulla disponibilità di fondi esterni. Inoltre, le imprese hanno dichiarato un piccolo deterioramento delle previsioni, mentre

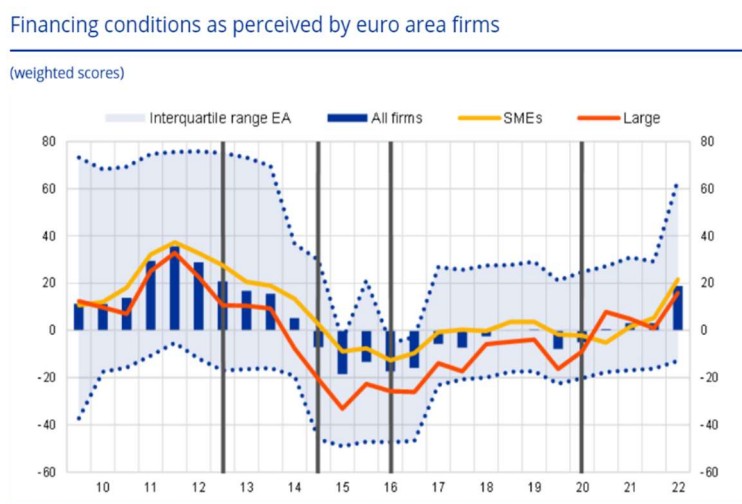
---

<sup>6</sup> Il report SAFE viene redatto dalla BCE in collaborazione con la Commissione Europea. Lo scopo di questa indagine è quello di fornire informazioni sulla situazione finanziaria delle imprese, documentando gli andamenti nelle necessità e disponibilità di finanza esterna. I risultati dell'indagine sono suddivisi per dimensione aziendale, settore di attività, paese, età, autonomia finanziaria e struttura proprietaria. L'indagine viene effettuata due volte l'anno: una viene condotta dalla BCE ed è relativa ai paesi dell'area euro, l'altra è realizzata in collaborazione con la Commissione Europea ed è relativa a tutti i paesi dell'Unione insieme ad alcuni paesi vicini (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2022, *Survey on the access to finance of enterprises* [Online], disponibile su: <[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)>).

relativamente ad altri fattori legati al capitale e alla solvibilità hanno ancora un impatto positivo sull'accesso alle fonti di finanziamento esterne. Contemporaneamente, circa il 10% delle imprese ha notato un miglioramento nella disponibilità a concedere crediti da parte delle banche, di cui solo il 6% sono PMI.

Con il completamento di molti programmi di supporto pubblico nell'area euro, le imprese sostengono che questi programmi di supporto svolgono un ruolo decrescente nell'accesso a fonti di finanziamento esterno e che il ruolo di supporto fornito tramite finanza pubblica è ritornato a livelli in linea con quelli rilevati a inizio pandemia. Tuttavia, la percentuale di imprese scoraggiate dalla richiesta di prestiti bancari è incrementata leggermente sia a livello di area euro che tra i vari paesi. La percentuale di imprese che ha fatto richiesta di un prestito bancario è scesa dal 30% al 29%, con un tasso di successo nell'ottenimento del finanziamento pari a circa il 79%, valore che di fatto rimane quasi invariato. Di contro, una percentuale elevata di imprese ha visto un incremento dei tassi di interesse bancari, con andamenti simili tra paesi e dimensioni aziendali.

Un indicatore comprensivo di come le imprese percepiscono le condizioni di finanziamento, mostra un deterioramento tra dimensione e classi. L'indicatore copre principalmente i cambi di tassi di interesse e altri costi legati al finanziamento bancario come gli addebiti, le commissioni e le tariffe, ma è condizionato dalle caratteristiche delle imprese e dalla disponibilità delle banche a fornire credito. Il deterioramento si può notare dall'andamento positivo dell'indice riportato nel grafico di seguito, ed è pari circa al 20% sia per le PMI che per le imprese di grandi dimensioni, una percentuale che non veniva raggiunta dal 2014.



Fonte: Banca Centrale Europea, Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE), 2022.

La percezione dei cambi avvenuti nelle condizioni di finanziamento applicate alle PMI sono ampiamente associate con i cambi nei margini applicati dalle banche sui prestiti rischiosi. Gli

aggiustamenti compiuti dalle banche sulle condizioni applicate non dipendono dalla solvibilità delle imprese ma sono principalmente dovuti all'intensificarsi dei rischi economici.

Le imprese dell'area euro si aspettano quindi di vedere una diminuzione nella possibilità di accedere a fonti esterne di finanziamento, specialmente di quelli concessi dalle banche, ma anche un significativo aumento del costo in termini di prezzo e condizioni applicati.

La situazione finanziaria delle imprese dell'area euro riflette una resilienza all'impatto determinato dal conflitto in Ucraina, con le imprese che continuano ad ottenere un fatturato elevato.

Per quanto riguarda l'indice di indebitamento, calcolato come rapporto dei debiti sul totale delle attività, mostra dei risultati contrastanti in quanto se si fa riferimento alle quattro economie maggiori, le imprese tedesche continuano ad avere un indice di indebitamento basso, mentre per le imprese italiane si è verificato un aumento dal 2% al 4%.

Le decisioni di investimento aziendale e le assunzioni hanno beneficiato delle politiche di ristoro delle attività economiche. Una percentuale netta di imprese dell'area euro ha avuto un incremento degli investimenti in capitale fisso, per un valore pari al 3%, il magazzino e il capitale circolante netto sono aumentati del 5% e il numero di dipendenti ha avuto un aumento del 4%. Tuttavia, mentre per gli investimenti in capitale fisso e magazzino sono diffusi in tutte le imprese indipendentemente dalla dimensione, le micro imprese continuano a registrare una riduzione dei dipendenti.

La dimensione aziendale è una variabile importante relativamente alla vulnerabilità, in quanto le imprese di piccole dimensioni (PMI), risultano maggiormente vulnerabili rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

La vulnerabilità finanziaria delle imprese varia a seconda del Paese di provenienza, la quale è aumentata in Spagna e Italia mentre sta diminuendo lentamente in Francia e Germania. Di contro, la profittabilità delle stesse è scesa in tutte le principali economie europee<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, 2022, *Survey on the access to finance of enterprises*

[Online], disponibile su:

<[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)>.

## **Capitolo 2° Le soluzioni di Partnership Pubblico-Privata per le PMI**

### **2.1 Gli aiuti predisposti dallo Stato italiano alle PMI. L'intervento pubblico come incentivo agli investimenti privati**

Il punto di partenza per analizzare le varie tipologie di finanziamenti pubblici a supporto delle PMI italiane è sicuramente la disamina delle strategie e delle risorse che l'Unione Europea stanziava, ogni sette anni, le quali possono essere gestite direttamente o parzialmente dai singoli Stati per finanziare la crescita economica e l'occupazione all'interno dell'Unione.

La strategia messa in atto dall'Unione, per il periodo 2014-2020, al fine di rilanciare l'occupazione e l'economia si chiama Europa 2020 ed è articolata per priorità strategiche, obiettivi e iniziative.

Le priorità strategiche sono rappresentate dalla realizzazione di una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva. Partendo dalle priorità l'Europa ha individuato poi degli obiettivi da raggiungere entro il 2020, quali: la riduzione del tasso di occupazione; l'investimento del 3% del PIL in Ricerca e Sviluppo; la riduzione dei gas ad effetto serra ed un aumento della quota delle fonti di energia rinnovabile ed efficientamento energetico; la riduzione del tasso di abbandono scolastico; e infine, la riduzione del numero di persone che vivono al di sotto della soglia di povertà.

Gli strumenti finanziari messi in atto dall'Unione per il raggiungimento degli obiettivi prefissati sono i fondi diretti e i fondi indiretti. La prima tipologia di fondi (diretti), sono sottoforma di contributi erogati e gestiti dalla Commissione Europea attraverso le Direzioni Generali, che richiedono un'integrazione di risorse da parte dei beneficiari, a titolo di cofinanziamento, attraverso la costituzione di partenariati transazionali tra più paesi Europei.

L'assegnazione di fondi alle Direzioni Generali della Commissione Europea sono di due tipologie: le Sovvenzioni, ovvero l'assegnazione di risorse al beneficiario attraverso il cofinanziamento di progetti specifici e, consiste nel versamento di contributi a fondo perduto che coprono solo una percentuale variabile dei costi, solitamente compresa tra il 50% e l'80%. Oppure, tramite Contratti pubblici attraverso gare di appalto per l'erogazione di servizi, beni e per l'esecuzione di lavori volti a garantire lo svolgimento delle operazioni delle istituzioni e programmi europei.

I fondi indiretti o strutturali vengono sempre erogati dalla Commissione ma gestite dalle Autorità Nazionali o Regionali, che a loro volta assegnano i finanziamenti attraverso la predisposizione di bandi. La funzione di questi fondi è quella di rafforzare la coesione

economica, sociale e territoriale e di ridurre il divario fra le varie regioni e rappresentano la maggior parte dei finanziamenti europei erogati. I fondi strutturali più rilevanti sono il Fondo Europeo di sviluppo Regionale (FESR), principalmente destinato al finanziamento delle imprese, che si occupa di finanziare la realizzazione di infrastrutture e investimenti produttivi generatori di occupazione. Il Fondo Sociale Europeo (FSE), la cui funzione è l'inserimento professionale di disoccupati e di categorie sociali meno favorite e, finanzia principalmente azioni di formazione. Infine, il fondo di Coesione con finalità di accelerazione della convergenza economica, sociale e territoriale. Questa tipologia di fondo è rivolto a finanziare quei Paesi con un PIL medio pro capite inferiore al 90% della media comunitaria.

L'erogazione di finanziamenti pubblici alle imprese è giustificata solo quando i mercati non sono in grado di raggiungere obiettivi socialmente desiderabili come la presenza di fallimenti del mercato. Secondo quanto previsto dalla teoria economica i fallimenti del mercato sono: le esternalità, un esempio tra tutti potrebbero essere le attività di ricerca e sviluppo che comportano dei benefici alle società che effettuano tali investimenti, ma che potrebbero ottenere finanziando questo tipo di attività privatamente, creando dei vantaggi anche per altre imprese; la presenza di vincoli finanziari, che potrebbero essere generati da asimmetrie informative per via dell'opacità che contraddistingue le PMI; e le aree in ritardo di sviluppo. Tuttavia, gli effetti generati potrebbero essere negativi per via dell'introduzione di costi di gestione sia per le amministrazioni pubbliche che per le imprese, oppure, la presenza di incentivi per gli imprenditori che potrebbero essere intenzionati ad accedere alla distribuzione di sussidi a discapito dell'attività imprenditoriale.

In Europa, particolare attenzione viene posta sul tema degli aiuti di stato, stabilendo il cosiddetto regime *de minimis*<sup>8</sup>, che possono comportare delle distorsioni della concorrenza.

Il Trattato di Funzionamento stabilisce infatti, un limite agli aiuti di stato ammettendoli solo nel caso in cui vadano nella direzione di realizzazione degli obiettivi di comune interesse e siano indirizzati alla riduzione dei fallimenti di mercato. Le normative applicabili in materia di Aiuti di Stato sono il Regolamento CE n. 651/2014 del 26 giugno 2014, che elenca una serie di categorie di aiuti compatibili con il mercato comune in applicazione degli articoli 107 e 108 del Trattato, e il Regolamento CE n. 1407/2013 del 18 dicembre 2013 relativo sempre all'applicazione degli articoli 107 e 108 del Trattato agli aiuti "*de minimis*".

---

<sup>8</sup> La disciplina del regime *de minimis* prevede che un'impresa non possa ricevere finanziamenti pubblici complessivi superiori a € 200.000, nell'arco di un periodo di tre anni. Per maggiori informazioni consultare: <<https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/de-minimis-rule-exemption-of-small-amounts-of-state-aid-from-notification.html>>.

Gli incentivi pubblici sono di due tipologie, quelli a bando e quelli automatici. Gli incentivi a bando prevedono che l'ente finanziatore pubblichi un avviso contenente le caratteristiche e le modalità per accedere al contributo o al finanziamento disponibile. Il soggetto erogante dovrà quindi svolgere un'attività di valutazione per stabilire le priorità meritevoli di agevolazione nella selezione dei progetti più efficaci a soddisfare tali priorità. Questo tipo di agevolazioni possono essere sottoforma di contributi a fondo perduto, che quindi non richiedono la restituzione di quanto assegnato da parte del finanziato, oppure, sottoforma di finanziamento a tasso agevolato. Questi vengono denominati anche contributi in conto interessi. La funzione principale dei contributi a bando è quella di co-finanziare un progetto di un'impresa, sia nella fase di star-up che di sviluppo. Infine, negli incentivi automatici la verifica viene effettuata ex ante direttamente dal soggetto che intende usufruire dell'agevolazione al fine di verificare il rispetto delle caratteristiche e delle modalità previste da quel particolare tipologia di incentivo. Gli enti finanziatori nazionali sono il Ministero delle imprese e del Made in Italy (precedentemente Ministero dello Sviluppo Economico), che svolge un ruolo centrale; Cassa Depositi e Prestiti (CDP); Invitalia, che è l'agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa, di proprietà del Ministero dell'Economia; il sistema delle Camere di Commercio; e infine, Simest<sup>9</sup> che si occupa di sostenere la crescita delle imprese italiane attraverso l'internazionalizzazione.

Per quanto riguarda i Fondi Strutturali Europei, il Programma Operativo Nazionale (PON) Imprese e Competitività 2014-2020, con un budget complessivo di oltre 2,4 miliardi di euro, di cui 1,7 miliardi provenienti dal Fondo Europeo per lo Sviluppo Regionale (FESR) e cofinanziato a livello nazionale per un ammontare pari a 643 milioni. Lo scopo di questo programma è quello di accrescere gli investimenti nei settori chiave delle regioni meno sviluppate, ovvero, Basilicata, Calabria, Campania, Puglia e Sicilia, e di quelle in transizione come l'Abruzzo, il Molise e la Sardegna, cercando di assottigliare le differenze presenti tra le varie Regioni italiane in termini di sviluppo produttivo e riqualificazione dei modelli di specializzazione produttiva.

Uno degli interventi pubblici a favore delle imprese è rappresentato dal fondo di garanzie per le piccole e medie imprese, istituito con legge n. 662 del 1996, per sostenere lo sviluppo delle PMI tramite la concessione di una garanzia pubblica per l'accesso al credito bancario sostitutiva

---

<sup>9</sup> Società di proprietà del Gruppo CDP, per ulteriori informazioni consultare il sito <<https://www.simest.it/>>.



delle garanzie onerose normalmente richieste per l'ottenimento di un finanziamento. Per il ricorso a tale strumento i beneficiari vengono valutati, attraverso specifici modelli che analizzano determinati indici di bilancio o le dichiarazioni fiscali, al fine di stabilire l'idoneità al rimborso dell'ammontare erogato. Il processo di valutazione delle start up viene effettuato sulla base di dati previsionali. L'ammontare dell'intervento è pari ad un massimo dell'80% del finanziamento richiesto, indipendentemente dal fatto che l'operazione sia di breve o di medio-lungo termine, e vale sia per la liquidità che per gli investimenti. Il tetto massimo concesso alle imprese da parte del fondo è pari a 2,5 milioni di euro, plafond che può essere cumulabile in una o più operazioni. Questo limite si riferisce all'importo garantito e non è previsto un tetto massimo complessivo per il finanziamento. La procedura da seguire per accedere a questa agevolazione è l'inoltro della richiesta di finanziamento ad una banca e contestualmente richiedere che sia acquisita la garanzia diretta sul finanziamento, in quanto, la singola impresa non può inoltrare la richiesta direttamente al fondo. Le richieste fatte al fondo nel 2015 sono state oltre le 105.000, segnando una crescita del 14% rispetto all'anno precedente, con la maggioranza di operazioni caratterizzate da una durata non inferiore a 36 mesi. (Erminero C., et al., 2020, pp. 11, 31).

Il numero di domande accolte tra gennaio e novembre 2022 sono state pari a 246.597, con finanziamenti pari a circa 46,5 milioni e circa 36,6 milioni di importi garantiti<sup>10</sup>. Durante l'emergenza sanitaria di Covid-19, l'intervento del Fondo di garanzia è stato potenziato in maniera significativa prevedendo, attraverso il DL Cura Italia e il DL Liquidità, l'ammissibilità senza valutazione del merito di credito, l'allargamento della platea di beneficiari, l'incremento della copertura delle garanzie (fino al 100% per le operazioni fino a 30mila euro), la gratuità dell'intervento, l'aumento dell'importo garantito per singola impresa e l'ampliamento della tipologia di operazioni assimilabili. L'effetto apportato da questi provvedimenti è stato l'incremento delle domande pervenute al fondo evitando la diminuzione del flusso di credito per le imprese.

Secondo quanto rilevato dalla Relazione della Banca d'Italia, l'ammontare garantito del Fondo nel 2021, pari a 107,5 miliardi, in rapporto al PIL 2021 Italia è pari al 9,6% del PIL. Nel periodo pre-pandemia 2019, l'ammontare garantito dal Fondo era stato pari all'1,9% del PIL e nel 2020 del 7,6%. Da luglio 2021 è iniziata la riduzione delle misure emergenziali, con la riduzione

---

<sup>10</sup> FONDO DI GARANZIA, 2022, [Online], disponibile su: <<https://www.fondidigaranzia.it/>>.

delle percentuali di copertura, in attuazione del DL Sostegni bis. Una parte significativa della normativa straordinaria, a partire da Luglio 2022, ha cessato la propria operatività<sup>11</sup>.

Invitalia, di proprietà del Ministero dell'Economia, è l'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa. Si occupa di dare slancio alla crescita economica italiana, punta sui settori strategici per lo sviluppo e l'occupazione ed è impegnata nel rilanciare le aree di crisi, operando soprattutto nel Sud Italia. Inoltre, si occupa di gestire gli incentivi nazionali volti a favorire la nascita di nuove imprese e di start up innovative. I bandi di finanziamento agevolato che hanno come target e coinvolgono iniziative che difficilmente potrebbero essere finanziati attraverso il ricorso al canale bancario, e per questo meritevoli di maggiore rilievo, sono:

- **Smart&Start Italia** che sostiene la nascita e crescita di startup innovative ad elevato contenuto tecnologico al fine di stimolare la cultura imprenditoriale legata all'economia digitale, valorizzare la ricerca scientifica e tecnologica e incentivare i “cervelli in fuga” a fare rientro dall'estero. Questa misura è stata rifinanziata dal Mise con la Legge di Bilancio del 2017 stanziando 95 milioni di euro e dal Pon Imprese e Competitività 2014-2020 che ha messo a disposizione 45,5 milioni di euro. Le caratteristiche principali dell'agevolazione sono il finanziamento agevolato senza interessi, e di una quota a fondo perduto per le startup della Basilicata, Calabria, Campania, Puglia, Sardegna, Sicilia, e per le startup del cratere sismico Aquilano che restituiscono solo l'80% del mutuo agevolato ricevuto. Inoltre, le startup costituite da meno di 12 mesi possono usufruire di servizi di tutoring tecnico-gestionale finalizzate al sostenimento durante la fase di avvio. Nel caso in cui la compagine sociale della startup, interamente composta da giovani, sia caratterizzata dalla presenza di giovani e/o donne o di un dottore di ricerca rientrato dall'estero, l'entità è pari fino all'80% delle spese fino ad un tetto massimo di 1,2 milioni di euro. Negli altri casi fino al 70%, con un mutuo massimo di 1,05 milioni di euro. Le spese devono essere sostenute dopo aver presentato la domanda ma entro i due anni successivi alla stipula del finanziamento. Le agevolazioni non sono cumulabili con altre agevolazioni concesse al soggetto beneficiario, anche a titolo di *de minimis*, salvo l'ottenimento di una garanzia rilasciata dal Fondo di garanzia

---

<sup>11</sup> FONDO DI GARANZA, 2022, *I dati del Fondo durante l'emergenza Covid-19* [Online], disponibile qui: <<https://www.fondidigaranzia.it/i-dati-del-fondo-durante-lemergenza-covid-19/>>.

per le PMI (Erminero C., et al., 2020, pp. 31, 33). Dal 2015 Smart&Start Italia ha ricevuto domande da parte di 4.000 startup innovative, di cui il 35% sono state finanziate, per un ammontare di 530 milioni di agevolazioni concesse, contribuendo a creare più di 7.000 nuovi posti di lavoro. Grazie al decreto ministeriale del 24 Febbraio 2022, le startup già ammesse all'agevolazione possono chiedere di trasformare in fondo perduto di una quota del mutuo, se nella società vengono realizzati investimenti in capitale di rischio sotto forma di equity, oppure se avviene la conversione in equity di uno strumento di quasi-equity da parte di soci persone fisiche o da investitori terzi. L'ammontare dell'investimento in capitale di rischio deve avere una durata minima di tre anni e un ammontare pari ad almeno 80mila euro e, nel caso di apporto effettuato da investitori terzi, non deve determinare una partecipazione di maggioranza. Il finanziamento agevolato è convertibile fino a un importo del 50% delle somme apportate dagli investitori terzi e non deve superare il 50% del totale delle agevolazioni concesse alle startup<sup>12</sup>.

- **Nuove imprese a tasso zero: giovani e donne**, rappresenta l'incentivo per i giovani e le donne che vogliono diventare imprenditori. Tali agevolazioni sono valide in tutta Italia e prevedono mix di finanziamento a tasso zero e contributo a fondo perduto per progetti d'impresa con spese fino a 3 milioni di euro e può coprire fino al 90% delle spese totali ammissibili. È rivolto alle imprese composte prevalentemente da giovani tra i 18 e i 35 anni o da donne. Le imprese possono richiedere il finanziamento per la realizzazione di nuove iniziative, ampliare, diversificare o trasformare le attività esistenti. Le spese ammissibili sottoposte a copertura possono raggiungere il 90% e devono essere rimborsate entro 10 anni. Per i finanziamenti inferiori a 250mila euro non sono richieste garanzie, mentre, la garanzia sotto forma di privilegio speciale, è prevista per i finanziamenti superiori a 250mila euro. È sempre richiesta la costituzione di ipoteca per i progetti che riguardano l'acquisto di un immobile. I piani di impresa devono essere avviati successivamente alla presentazione della domanda e conclusi entro due anni dalla data di stipula del contratto di finanziamento. Le linee di finanziamento previste sono due, e devono essere attuate attraverso programmi di spesa e regime di aiuti diversi. Per le imprese costituite da non più di 3 anni possono presentare progetti di investimento per un ammontare massimo di 1,5 milioni di euro volti alla realizzazione di nuove iniziative o sviluppare attività esistenti nei settori manifatturiero, servizi, commercio e turismo. La copertura può arrivare al 90% delle spese ammissibili

---

<sup>12</sup> INVITALIA, 2022, *Invitalia* [Online] disponibile su: <https://www.invitalia.it/>

da rimborsare in 10 anni. Possono accedere ad un mix di finanziamento a tasso zero e contributo a fondo perduto che non può superare il limite del 20% della spesa ammissibile. In aggiunta, le imprese possono richiedere un contributo ulteriore per coprire esigenze di capitale circolante collegate alle spese per materie prime e servizi necessari allo svolgimento dell'attività d'impresa. Questo contributo può arrivare fino ad un massimo del 20% delle spese di investimento. Le spese del piano d'impresa possono riguardare opere murarie e assimilate, l'acquisto di Macchinari, impianti e attrezzature, programmi informatici e servizi ICT, brevetti, licenze e marchi, consulenze specialistiche, spese connesse alla stipula del contratto di finanziamento e spese per la costituzione della società.

Le imprese costituite da almeno 3 anni e da non più di 5 anni, possono presentare progetti che riguardano spese per investimento fino a 3 miliardi di euro relative a nuove iniziative oppure, di ampliamento, diversificazione o trasformazione di attività esistenti nel settore manifatturiero, di servizi, commercio e turismo. Le agevolazioni consistono in un mix di tasso zero e fondo perduto e non possono superare il limite del 15% della spesa ammissibile. Le spese del piano di impresa possono riguardare l'acquisto di immobili nel settore turistico, opere murarie e assimilate, l'acquisto di macchinari, impianti e attrezzature, programmi informatici, brevetti, licenze e marchi. Nuove imprese a tasso zero è la versione "rinnovata" della misura Autoimprenditorialità, prevista dal decreto legislativo 185/2000, Titolo I. Dai dati aggiornati ad ottobre 2022, le iniziative finanziate sono state 583, attraverso l'attivazione di 190 milioni di investimenti e la concessione di più di 132 milioni di agevolazioni<sup>13</sup>.

- **Fondo Cresci al Sud** che si occupa di sostenere la crescita dimensionale e la competitività delle PMI attraverso l'acquisizione di partecipazioni, prevalentemente di minoranza, nel capitale di rischio delle PMI aventi sede legale e operativa nelle otto regioni del sud Italia (Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna e Sicilia). Questo fondo è stato istituito con Legge di Bilancio 2020, dotato complessivamente di 250 milioni di euro, di cui 150 milioni per il 2020 e 100 milioni per il 2021, attingendo dalle risorse del Fondo per lo sviluppo e la coesione – programmazione 2014-2020, di cui all'art. 1, comma 6, della legge 27 dicembre 2013, n. 147 (Fondo sviluppo e Coesione). Il fondo finanzia progetti di sviluppo e crescita dimensionale, anche attraverso processi di acquisizione e aggregazione.

---

<sup>13</sup> INVITALIA, 2022, *ON – Oltre nuove imprese a tasso zero* [Online], disponibile su: <https://www.invitalia.it/cosa-facciamo/creiamo-nuove-aziende/nuove-imprese-a-tasso-zero>.

I principali obiettivi perseguiti dal Fondo Cresci al Sud sono: il sostenimento della crescita dimensionale e della competitività delle PMI del Mezzogiorno; l'acrescimento delle competenze degli imprenditori in tema di governance, finanza straordinaria, acquisizioni, gestione del passaggio generazionale e contribuire ad un'opportuna trasformazione utile al percorso di crescita dell'impresa; instaurare una partnership tra Invitalia e la proprietà/management finalizzata alla creazione di valore per tutti gli azionisti, attraverso un piano di sviluppo condiviso; ed infine, stimolare le operazioni di private equity nelle regioni del Sud Italia, dove normalmente i Fondi di Private Equity non sono molto diffusi. Le principali caratteristiche delle aziende target sono: il numero di occupati inferiore a 250 unità; il valore della produzione non inferiore a 10 milioni di euro; un fatturato pari o inferiore a 50 milioni di euro o un totale di attivo di bilancio non superiore a 43 milioni di euro; la sede legale e operativa nelle regioni del Sud Italia precedentemente menzionate; fondamentali economico-finanziari virtuosi, posizionamento di mercato, vantaggio competitivo e potenziale di sviluppo per linee interne ed esterne. Inoltre, sono ammessi investimenti in società di nuova costituzione a patto che derivanti dallo scorporo o aggregazione di attività già esistenti, ferma restando la soglia minima di almeno 5 milioni di euro relativamente ai ricavi delle vendite e delle prestazioni per tali attività scorporate o derivanti dall'aggregazione. Sono invece esclusi gli interventi a favore di imprese che siano in stato di crisi, soggette a procedure concorsuali, o nell'ambito e in esecuzione di piani di risanamento o di accordi di ristrutturazione dei debiti. Gli investimenti diretti effettuati da Invitalia, tramite le risorse del Fondo, aventi ad oggetto i seguenti strumenti finanziari: azioni, quote e titoli rappresentativi del capitale di rischio; obbligazioni emesse dalle società in oggetto e/o altre forme di supporto finanziario, alle quali sono associati diritti di conversione totale in azioni o quote del capitale della società finanziata, a condizioni prefissate; altri strumenti partecipativi ai quali sono associati diritti di conversione totale in azioni o quote del capitale della società emittente e/o diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni o quote del capitale della società finanziata o delle società da queste partecipate o a queste partecipanti; qualsiasi altro strumento o titolo che permetta di acquisire gli strumenti finanziari indicati nei punti precedenti; contratti di opzione per l'acquisto e/o la sottoscrizione degli strumenti finanziari indicati nei punti precedenti. Il ticket delle operazioni di investimento è compreso, indicativamente, tra 1 e 10 milioni di euro, ma l'importo di ciascun investimento sarà non superiore al 15% della dotazione del fondo. Invitalia opera investendo le risorse finanziarie del Fondo contestualmente ad investitori privati indipendenti che contribuiscono all'investimento per almeno il

50% delle risorse previste. La durata degli investimenti diretti è indicativamente di 5 anni, al fine di consentire il conseguimento degli obiettivi previsti dal piano di sviluppo condiviso<sup>14</sup>.

Tra le fonti di finanziamento locali e regionali per la gestione dei fondi strutturali che provengono dall'Unione Europea vi sono i Programmi Operativi Regionali (POR). Nell'ambito del Quadro Strategico Comune e dell'Accordo di Partenariato, Ogni Regione approva un POR che attinge risorse dal FESR e dal FSE. Partendo da quanto previsto in Europa 2020, si individuano nei programmi le sfide da affrontare, le strategie generali e gli obiettivi da raggiungere da cui deriveranno i bandi per finanziare i progetti.

Inoltre, il sistema delle Camere di Commercio, soggetti che tradizionalmente si occupano di erogare contributi, svolgono una funzione sempre maggiore di assistenza e sostegno alla creazione e sviluppo d'impresa. Infatti, con la riforma delle Camere di Commercio, avviata con il decreto legislativo 90/124 che prevede la riduzione del 50% dei diritti annuali corrisposti alle imprese e l'accorpamento per le Camere di Commercio con meno di 75mila imprese iscritte oltre alla conferma delle funzioni tradizionali, introduce nuove funzioni di sostegno all'avvio delle attività di impresa, ma anche di supporto alle PMI per lo sviluppo e la digitalizzazione (Erminero C., et al., 2020, pp. 36, 37).

---

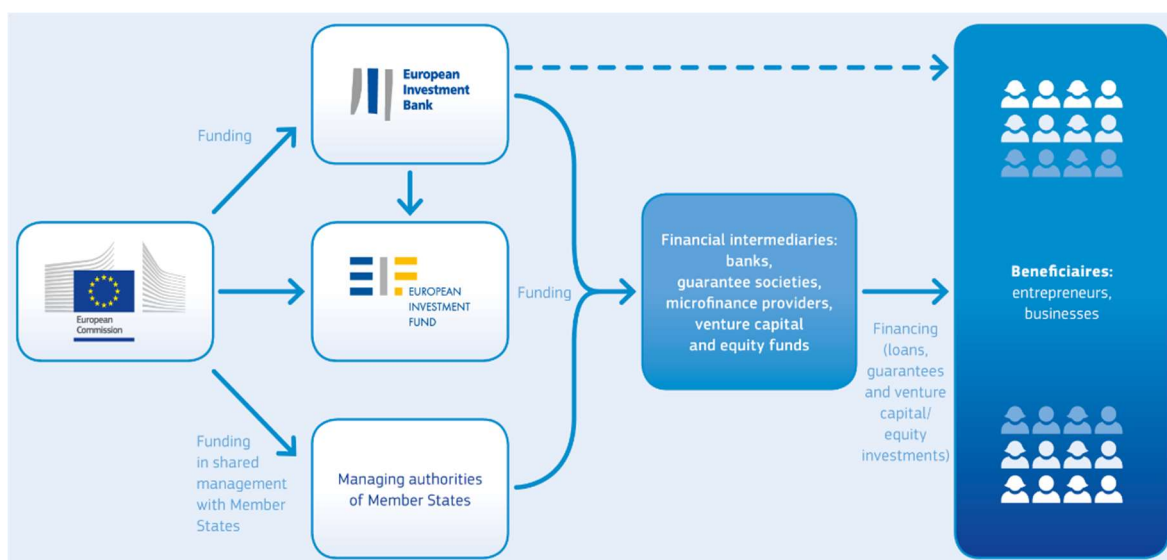
<sup>14</sup>INVITALIA, 2022, *Fondo cresci al sud* [Online], disponibile su: <https://www.invitalia.it/cosa-facciamo/rafforziamo-le-imprese/cresci-al-sud>.

## 2.2 I principali interventi Europei a favore delle PMI

La Commissione Europea supporta le imprese nell'accesso ai fondi attraverso le istituzioni finanziarie locali nei Paesi dell'Unione Europea. Le tipologie di fondi che l'Unione mette a disposizione possono essere sottoforma di prestiti, microfinanza e garanzie, oppure attraverso fondi investiti direttamente nel capitale di rischio delle imprese, tramite fondi di Venture Capital, Business Angels o tramite investitori sociali. Le istituzioni determinano le condizioni di finanziamento relativi all'ammontare, la durata, i tassi di interesse e le commissioni.

Tra i vantaggi del sostegno europeo possiamo comprendere i tassi di interesse ridotti, maggiori volumi di finanziamento o minori requisiti di garanzie a supporto dei finanziamenti concessi.

L'implementazione dei programmi di finanziamento è prevalentemente gestita attraverso la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e il Fondo europeo per gli investimenti (FEI).



Fonte: Europea.eu, [Online] disponibile su: <<https://europa.eu/youreurope/business/finance-funding/getting-funding/access-finance/>>

Sono diversi i programmi di finanziamento messi in atto dall'Unione, come ad esempio lo stanziamento di 8 miliardi di euro per supportare alcune delle 100.000 imprese europee. La funzione di questi fondi è quella di supportare e fornire sollievo alle imprese colpite dalle conseguenze economiche del verificarsi della pandemia di Coronavirus. Questi fondi, stanziati dalla Commissione Europea e dal Fondo Europeo per gli Investimenti, sono stati resi disponibili da Aprile 2020 attraverso richiesta da effettuare direttamente alle banche locali e/o ai fondi di investimento che hanno aderito all'iniziativa.

Il supporto fornito dal Fondo Europeo per gli investimenti strategici (FEIS) si pone l'obiettivo di fornire supporto alle PMI nell'accesso ai fondi e rappresenta il primo pilastro stabilito dal Piano di Investimento per l'Europa. I fondi messi a disposizione ammontano fino ad un tetto massimo di 5,5 miliardi e possono essere sia risorse di finanziamento sia fungere da garanzia a supporto di prodotti da implementare attraverso il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI).

Tramite il Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici, fornisce risorse da investire in capitale di rischio, provenienti da fondi di Venture Capital o di Private Equity e destinati a startup ed imprese con elevato potenziale di crescita ed offrendo prestiti agevolati alle PMI con un elevato profilo di rischio, attive nella ricerca e innovazione o che intraprendono attività sociali, in coordinamento con altri programmi europei incentrati sulle PMI.

Questa tipologia di sostegno va oltre quello che potrebbe essere fornito dal Fondo Europeo per gli Investimenti o nell'ambito degli strumenti finanziari esistenti nell'Unione senza la garanzia del Fondo Europeo per gli investimenti strategici.

InnovFin – EU Finance for Innovators, un'iniziativa lanciata dal Gruppo Banca Europea per gli investimenti (BEI e FEI), in collaborazione con la Commissione Europea, sotto il programma per la ricerca e l'innovazione Horizon 2020, consiste in una serie di strumenti finanziari integrati e complementari e di servizi di consulenza offerti dal Gruppo BEI, che coprono l'intera catena del valore, in termini di ricerca e innovazione, al fine di supportare investimenti sia delle piccole che delle grandi imprese.

Il programma Employment and Social Innovation (EaSI), uno strumento finanziario a livello europeo per promuovere un elevato livello di occupazione sostenibile e di qualità, garantendo una protezione sociale adeguata e dignitosa, volta a combattere l'esclusione sociale e la povertà migliorando le condizioni di lavoro. I destinatari sono i gruppi vulnerabili, le microimprese e le imprese sociali.

Il Cultural and Creative Sector Guarantee Facility (CCSGF) è un programma sviluppato per far fronte al contesto di limitato accesso alle risorse finanziarie da parte del settore culturale e creativo. Il programma fornisce garanzie agli intermediari finanziari che forniscono finanziamenti alle iniziative culturali e creative, prestiti e altri prodotti finanziari alle imprese creative. Inoltre, gli intermediari interessati potranno ricevere formazione volta a comprendere le necessità dei progetti del settore culturale e creativo, al fine di aumentare il loro impegno verso questo settore.



Bisogna precisare che la Direzione Generale Affari economici e finanziari non fornisce supporto finanziario diretto ad imprese individuali o imprenditori

Ifine, bisogna menzionare il Programma COSME che è l'acronimo di *Competitiveness of enterprises and Small and Medium-sized Enterprises*, ovvero il programma pensato per incrementare la competitività e sostenibilità delle piccole e medie imprese. Lo scopo del programma è di fornire accesso ai fondi in tutte le fasi del ciclo di vita di un'impresa, dalla creazione all'espansione, fino al trasferimento della stessa. Attraverso il Programma COSME le imprese hanno un più facile accesso a garanzie, prestiti e capitale di rischio. Le risorse finanziarie sono trasferite attraverso l'utilizzo delle istituzioni finanziarie locali dei Paesi europei<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> COMMISSIONE EUROPEA, 2022, *Financing programmes for SMEs* [Online], disponibile su: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/financing-programmes-smes\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/financing-programmes-smes_en).

### 2.3 La Banca Europea per gli Investimenti (BEI)

La Banca Europea per gli Investimenti (BEI) è la più grande istituzione finanziaria multilaterale del mondo nonché, il più ampio provider attivo nella finanza attenta ai cambiamenti climatici. La BEI può essere definita come lo strumento principale dell'Unione Europea.

Fondata nel 1958, la banca dell'Unione ha investito più di un trilione di euro nel corso degli anni. Le principali aree prioritarie della BEI sono lo sviluppo, l'innovazione e le competenze, le piccole e medie imprese, le infrastrutture e la coesione tenendo conto degli impatti sui cambiamenti climatici e sull'ambiente. Il lavoro svolto dalla banca ha come fine il raggiungimento dell'integrazione Europea, della promozione, dello sviluppo e supporto dei programmi dell'Unione in oltre 160 paesi nel mondo.

Nel 2022 è stata costituita la BEI Global al fine di incrementare l'impatto relativo allo sviluppo finanziario, aiutando ad indirizzare le sfide globali, creare crescita e opportunità in tutti i Paesi in cui opera<sup>16</sup>.

La banca si occupa di offrire prestiti, garanzie, investimenti in capitale di rischio e servizi di consulenza. I finanziamenti sono indirizzati ad una clientela di qualsiasi dimensione al fine di supportare una crescita sostenibile e la creazione di nuovi posti di lavoro. La funzione centrale dei finanziamenti concessi dalla BEI è, molto spesso, quella di attirare ulteriori investitori.

Le differenti tipologie di finanziamento fornite riguardano sia il settore pubblico che quello privato ma anche prestiti intermediati a favore delle PMI.

Relativamente agli strumenti di equity la BEI canalizza risorse finanziarie alle PMI attraverso investimenti sotto forma di capitale di rischio tramite fondi di Venture Capital e tramite investimenti in fondi di investimento che investono in equity di PMI e imprese a media capitalizzazione. Infine, la BEI effettua investimenti in infrastrutture e fondi ambientali.

Le varie tipologie di finanziamento attraverso investimenti in capitale di rischio offerti dalla BEI sono essenzialmente tre. Il primo è il Venture Debt, un prodotto di debito di rischio a lungo termine per soddisfare le esigenze di finanziamento tipiche delle imprese innovative in rapida crescita. La struttura di finanziamento prevede il rimborso bullet e una remunerazione legata al rischio azionario delle società partecipate e integra i finanziamenti di capitale di rischio esistenti.

---

<sup>16</sup> Per maggiori informazioni sul tema consultare il sito della BEI Global al seguente link: <<https://www.eib.org/en/global/index.htm#>>.

I principali benefici di questa metodologia di finanziamento sono rappresentate dalla mancata diluizione delle quota dei proprietari, manenendo alta la motivazione, e rappresenta uno strumento di integrazione al capitale di rischio. I prestiti possono essere garantiti o non garantiti fornendo differenti livelli di subordinazione. È importante sottolineare che la BEI non assume un coinvolgimento diretto nella gestione quotidiana. Il coinvolgimento della BEI spesso comporta dei benefici al progetto in termini di qualità del progetto attraendo possibili investitori aggiuntivi interessati a finanziare il progetto.

I soggetti idonei ad accedere a tale tipologia di finanziamento sono le PMI che stanno sviluppando tecnologie, soluzioni o piattaforme altamente innovative. L'azienda che intende beneficiare di questa tipologia di investimento deve aver già raccolto fondi da investitori professionali, avere un modello di business ed un business plan sostenibili e deve avere una solida governance aziendale. I piani di investimento in ricerca e sviluppo devono essere all'interno dell'Unione Europea, devono essere allo stadio di commercializzazione, tuttavia, un progetto in una fase pre commerciale potrebbe essere accettato se la società sviluppa tecnologie in aree di importanza strategica per l'Unione. La dimensione di finanziamento richiesta è tra 5 milioni e i 50 milioni di euro e i progetti dovrebbero rientrare indicativamente all'interno di una delle seguenti aree innovative:

- Salute, come ad esempio il settore delle biotecnologie, bisogni medici insoddisfatti, vaccini, terapie, diagnostica, tecnologie mediche, soluzioni digitali per la salute, ecc.
- Tecnologie del futuro, come ad esempio la robotica, automazione, semiconduttori, sistemi di calcolo ad elevata performance, calcolo quantico, intelligenza artificiale, componenti hardware, ingegneria avanzata, dei fotoni, semiconduttori, Internet of Things, tecnologia 5g e oltre, industria 4.0, automazione e flusso di dati, materiali avanzati, produzione sostenibile e/o avanzata, tecnologia dello spazio, tecnologie ICT strategiche e sostenibili, ecc.
- Sostenibilità infrastrutturale ovvero, lo sviluppo di sistemi di trasporto sostenibile, mobilità del futuro, transizione ecologica, economia circolare ecocompatibilità delle tecnologie spaziali, ecc<sup>17</sup>.

Il secondo è rappresentato dagli investimenti in fondi di debito e azionari per le PMI e le mid-cap, focalizzati sullo sviluppo del settore privato e/o che perseguono obiettivi di impatto

---

<sup>17</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Venture debts* [Online], disponibile su: < <https://www.eib.org/en/products/equity/venture-debt/index>>.

sociale, principalmente al di fuori dell'Unione. L'impegno è esteso anche a co-investimenti azionari e di debito ibrido con fondi e partner di investimento di alto livello.

Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), parte del Gruppo BEI, investe in fondi di venture capital e private equity che supportano le piccole imprese ad elevata crescita e innovative presenti in Europa. I principali benefici chiave degli investimenti in Fondi per le PMI e mid-cap sono rappresentati da investimenti consistenti compresi tra il 10% e il 20% della dimensione del Fondo, con un massimo pari al 25%, una durata dell'investimento compresa tra dieci e dodici anni e, le decisioni investimento sono delegate al gestore del fondo. Gli investimenti della BEI all'interno di questa tipologia di Fondi può rappresentare un incentivo per i privati ad effettuare a loro volta investimenti, generando di fatto un effetto moltiplicatore.

Possono accedere i fondi di investimento privati e i fondi captive oppure le piattaforme di investimento sponsorizzate da banche e istituti di promozione nazionale, cioè fondi di capitale di crescita, fondi di capitale di rischio, fondi di microfinanza, fondi ad impatto sociale, fondi di debito selettivi o granulari.

La dimensione degli investimenti può variare da 5 a 100 milioni. La BEI non avrà la quota di maggioranza in un fondo e non investirà in fondi aperti, potrà invece co-investire nelle società fermo restando che queste siano finanziate e dirette dal fondo di investimento in cui la BEI investe. L'obiettivo della BEI è quello di ottenere dei rendimenti in linea con gli standard di mercato attraverso liquidità o interessi capitalizzati, partecipazione agli utili, equity kickers o meccanismi di partecipazione alternativi<sup>18</sup>.

Il terzo ed ultimo investimento in capitale di rischio è rappresentato da investimenti in fondi infrastrutturali e ambientali. Questa tipologia di investimenti sono diretti ai fondi di equity e debito che investono a loro volta in progetti sul cambiamento climatico e/o su infrastrutture. Inoltre, la BEI è coinvolta anche in co-investimenti in strumenti di debito ibridi con i fondi di investimento e partner di investimento più importanti. La dimensione dell'investimento in ogni fondo è compresa tra il 10% e il 20%, fino ad un massimo del 25%, della dimensione del fondo. Generalmente la durata di questi investimenti è compresa tra i 10 e i 12 anni, ma in alcuni casi può arrivare a 25 anni e oltre e le decisioni di investimento sono sempre delegate ai gestori del fondo. Il co-investimento in progetti o portafogli di imprese consente alle imprese di piccole dimensioni di essere coinvolti in progetti di grandi dimensioni. Inoltre, il supporto offerto dalla

---

<sup>18</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Investments in SMEs and mid-cap funds* [Online], disponibile su: < <https://www.eib.org/en/products/equity/sme-mid-caps-funds/index.htm> >.

BEI fa da marchio di qualità e potrebbe attrarre ulteriori investitori privati dando vita a un impatto multiplo<sup>19</sup>.

Le garanzie offerte a copertura del rischio di progetti sia di grande dimensione che di piccola dimensione. La BEI offre anche portafogli di prestiti al fine di rendere i progetti più attraenti per altri investitori. Le tipologie di garanzie offerte dalla BEI sono sostanzialmente di due tipologie:

- L'obbligazione credit enhancement per la finanza di progetto, consistente nella concessione di finanziamenti subordinati, garanzie finanziate o non finanziate e linee di credito contingenti, progettati per migliorare la qualità del credito e/o il rating del debito senior. Questa tipologia di rafforzamento del credito può attrarre ulteriori investitori istituzionali o migliorare l'accesso ai finanziamenti bancari. Possono accedere le società veicolo per la finanza di progetto, inclusi i Partenariati Pubblico Privati e le imprese che hanno in essere delle concessioni. Il prodotto credit enhancement è concepito per il finanziamento di progetti infrastrutturali. Le attività del progetto e i relativi costi e ricavi devono essere separati dai conti finanziari del promotore. Le misure finanziate sono sottoforma di obbligazioni o prestiti subordinati con un piano di rimborso definito in linea con il profilo di rimborso del debito senior. La banca analizzerà il progetto, la sua fattibilità economica e sociale, le concessioni e gli appalti del progetto, il relativo rischio di credito connesso alla struttura, gli aspetti finanziari e legali associati all'emissione dell'obbligazione. Un'appropriata struttura finanziaria risulta necessaria, che comprende la copertura delle agenzie di rating, per il rafforzamento del credito dei project bond, e precedenti / quadri giuridici adeguati. La dimensione massima è di circa 200 milioni o il 20% del nominale delle obbligazioni senior credit enhancement<sup>20</sup>.
- Le garanzie a supporto delle PMI, mid-cap e altri obiettivi, attraverso la quale la BEI garantisce lo sblocco di finanziamenti aggiuntivi per le PMI o le mid-cap, coprendo una parte delle possibili perdite di un portafoglio di prestiti. Anche il Fondo Europeo per gli

---

<sup>19</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Investments in infrastructure and environmental funds* [Online], disponibile su: < <https://www.eib.org/en/products/equity/infrastructure-environment-funds/index.htm> >.

<sup>20</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Credit enhancement for project finance* [Online], disponibile su: < <https://www.eib.org/en/products/guarantees/credit-enhancement/index> >.

Investimenti (FEI), parte del Gruppo BEI, fornisce garanzie per i portafogli di PMI. Alcuni dei benefici delle garanzie in supporto delle PMI, mid-cap e altri obiettivi sono l'alleggerimento dei limiti interni all'estensione dei prestiti (ad esempio, a causa di problemi di concentrazione per settore o mutuatario), la mitigazione del rischio attraverso la protezione dal rischio di credito e possibile riduzione dell'allocazione del capitale economico del portafoglio, durata della garanzia collegata al profilo di scadenza dell'esposizione sottostante. Possono accedere le banche e gli istituti di promozione nazionali, altre istituzioni finanziarie. Le banche possono condividere il rischio su attività in linea con uno o più obiettivi della BEI, tra cui, attività persistenti quando la garanzia è accompagnata dall'obbligo di creare un nuovo portafoglio di prestiti a un volume predefinito, oppure, da creare durante un periodo di ramp-up concordato o finché il portafoglio non raggiunge un volume predefinito. Le opzioni di finanziamento sono: garanzie di condivisione del rischio, garanzie sulla supply chain (come ad esempio il reverse factoring), garanzie su operazioni di trade finance, microfinanza<sup>21</sup>.

I prestiti concessi al settore pubblico hanno una dimensione iniziale di 25 milioni di euro ad imprese della pubblica amministrazione per finanziare singoli progetti di investimento o programmi di investimento, allineati con una o più priorità della BEI. Le caratteristiche principali di questa tipologia di finanziamenti sono fornire condizioni più vantaggiose rispetto a quelle che potrebbero essere ottenute sul mercato; sono finanziamenti a lungo termine, con una durata che può eccedere i 30 anni; i finanziamenti possono essere garantiti o non garantiti al fine di fornire dei prestiti caratterizzati da diversi livelli di subordinazione; offrono la possibilità di usufruire delle competenze finanziarie e tecniche nella preparazione dei progetti; comportano un effetto di segnalazione, in quanto i finanziamenti offerti potrebbero essere percepiti come un segnale di qualità ed affidabilità da parte di investitori esterni così da rendere i progetti di investimento più attrattivi. Possono accedere a questa tipologia di finanziamenti gli Stati Sovrani, le Agenzie nazionali, i dipartimenti pubblici, le Istituzioni pubbliche e i Ministeri, le autorità locali e regionali, le imprese pubbliche. I costi di investimento, generalmente, si estendono su un periodo fino a 3 anni, ma possono avere una durata maggiore. La banca dell'Unione copre solitamente fino al 50% del costo totale di un progetto, per i prestiti della

---

<sup>21</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Guarantees in support of SMEs, mid-caps and other objectives* [Online], disponibile su: <<https://www.eib.org/en/products/guarantees/sme-mid-cap-guarantees/index>>.

BEI a partire da 25 milioni di euro<sup>22</sup>. Un'altra tipologia di prestiti per il settore pubblico è rappresentato da prestiti flessibili, sempre indirizzati al settore pubblico, per finanziare un programma di investimento con un taglio minimo di 100 milioni di euro. Il prestito riguarda progetti predefiniti e allineati con una o più priorità della BEI, le caratteristiche del programma sono le medesime a quelle indicate sopra per la prima tipologia di finanziamento ma l'importo non può superare il 70% del costo totale del progetto di investimento<sup>23</sup>.

I prestiti per il settore privato sono rivolti a finanziare progetti o programmi di investimento in linea con una o più priorità della BEI. Gli strumenti finanziari a supporto dei privati possono essere sottoforma di debito e strumenti di debito ibridi. Sono finanziamenti caratterizzati da condizioni migliori, in termini di costo, rispetto a quelli disponibili sul mercato. Sono finanziamenti di lungo termine, tipicamente fino a 10 anni per i prestiti di tipo bullet, o equivalente per i prestiti ammortizzati. Per i progetti di finanziamento, è possibile ottenere finanziamenti con scadenza superiore a 30 anni. Possono essere garantiti e non, con differenti livelli di subordinazione. La BEI anche in questo caso mette a disposizione le competenze finanziarie e tecniche per la preparazione del progetto. Da non sottovalutare, nuovamente, il beneficio che potrebbe apportare il supporto finanziario fornito dalla BEI in termini di attrazione di investitori aggiuntivi a supporto del progetto di investimento. Hanno diritto ad accedere a questa tipologia di prestiti le imprese di grandi dimensioni, le medie imprese e anche le società veicolo per la finanza di progetto, compresi i Partenariati Pubblico-Privati e le Concessioni. La BEI copre tipicamente fino al 50% del costo totale di un progetto. Questa tipologia di prestiti partono da 25 milioni di euro e in alcuni casi la BEI potrebbe considerare un ammontare inferiore<sup>24</sup>.

L'ultima tipologia di prestito della BEI sono i prestiti intermediati per le PMI, attraverso la concessione di prestiti a istituzioni finanziarie che di conseguenza concederanno prestiti ai beneficiari finali. Questa tipologia di supporto migliora l'accesso sia ai finanziamenti che le relative condizioni degli stessi, per le PMI. I prezzi riflettono le condizioni vantaggiose offerte

---

<sup>22</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Loans for the public sector* [Online], disponibile su: <<https://www.eib.org/en/products/loans/public-sector/index>>.

<sup>23</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Framework loans for the public sector* [Online], disponibile su: <<https://www.eib.org/en/products/loans/framework-public-sector/index>>

<sup>24</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Loans for the private sector* [Online], disponibile su: <<https://www.eib.org/en/products/loans/private-sector/index>>.

dalla BEI rispetto alle opzioni disponibili sul mercato. La durata dei prestiti tiene conto della vita economica di ciascun progetto. L'accesso ai fondi della BEI per la realizzazione di progetti di investimento, potrebbe attirare nuovi investitori a supporto del progetto. Gli istituti finanziari partner della BEI forniscono fondi alle piccole e medie imprese per importi fino a 12,5 milioni di euro. I beneficiari possono variare a seconda degli accordi con lo specifico intermediario e sono le microimprese, le PMI, le imprese di grandi dimensioni, le agenzie nazionali del settore pubblico, i dipartimenti, le istituzioni, i ministeri e le autorità regionali o locali.

I prestiti intermediati sono finanziati al finanziamento di piccoli investimenti come gli investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali delle PMI e includono l'acquisto o il rinnovo di asset, capitale circolante di lungo periodo, ecc. Autorità locali e imprese del settore pubblico o promotori privati di qualsiasi dimensione, che investono in progetti volti alla promozione di almeno una delle priorità della BEI<sup>25</sup>. Le opzioni di finanziamento relative al prestito intermediato consistono nella cooperazione con un'insieme ampio di intermediari finanziari che offrono prodotti mirati su progetti delle PMI. La BEI tramite il ricorso agli intermediari locali sfrutta le competenze e le conoscenze locali, ma anche la prossimità ai progetti degli intermediari partner<sup>26</sup>.

Inoltre, la BEI offre anche servizi di consulenza mettendo a disposizione per i suoi clienti competenze tecniche e finanziarie al fine di sviluppare e implementare progetti e programmi di investimento, in modo da migliorare anche l'assetto istituzionale e regolamentare. Le tre tipologie di servizi di consulenza offerta sono lo sviluppo strategico, lo sviluppo di mercato e di progetto.

Infine, l'ultima tipologia di supporto offerto è rappresentata da mandati e partnership che consentono di servire i clienti esistenti, trovarne di nuovi, entrare in nuovi mercati e aiutare più persone in tutto il mondo.

---

<sup>25</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Intermediated loans for SMEs, mid-caps and other priorities* [Online], disponibile su: <<https://www.eib.org/en/products/loans/sme-mid-caps/index>>.

<sup>26</sup> BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Partners for private and public sector* [Online], disponibile su: <<https://www.eib.org/en/products/loans/sme-mid-caps/intermediated-loans>>.



## **2.4 Il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR)**

Il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR) è uno dei principali strumenti finanziari della politica di coesione dell'Unione. Il suo obiettivo è di contribuire ad appianare le disparità esistenti fra i differenti livelli di sviluppo delle regioni europee e di apportare miglioramenti al tenore di vita nelle regioni meno favorite. Particolare attenzione è rivolta alle regioni che presentano gravi e permanenti svantaggi naturali o demografici, come le regioni più settentrionali, caratterizzate da una densità di popolazione bassa, le regioni transfrontaliere e di montagna. È disciplinato dagli articoli che vanno dal 147 al 178 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). Secondo quanto previsto dall'art. 176 del TFUE il FESR è destinato a contribuire alla correzione dei principali squilibri regionali presenti all'interno dell'UE, attraverso il sostegno allo sviluppo e all'adeguamento strutturale delle regioni in ritardo di sviluppo e alla riconversione delle regioni industriali in declino. I due principali obiettivi del Fondo sono gli investimenti a favore della crescita e dell'occupazione, per rafforzare il mercato del lavoro e le economie regionali; e la cooperazione territoriale europea, finalizzata al rafforzamento della cooperazione transfrontaliera, transnazionale e interregionale all'interno dell'Unione. Al primo dei due obiettivi sono state assegnate tre differenti categorie di regioni, ovvero, le regioni più sviluppate, con un PIL pro capite superiore al 90% della media dell'UE. Le regioni in transizione, caratterizzate da un PIL pro capite compreso tra il 75% e il 90% della media dell'Unione, e infine, le regioni meno sviluppate con un PIL pro capite inferiore al 75% della media dell'Unione Europea. Il FESR sostiene anche lo sviluppo urbano sostenibile, nel periodo 2014-2020 una percentuale pari ad almeno il 5% della dotazione del FESR per ogni Paese membro è stata destinata all'azione integrata a favore dello sviluppo urbano sostenibile, al fine di affrontare problemi economici, ambientali, climatici, demografici e sociali riguardanti le zone urbane. I dettagli inerenti la dotazione e l'uso futuro dei fondi del FESR sono previsti negli accordi di partenariato, documenti strategici elaborati da ciascuno Stato membro con la partecipazione delle parti sociali e regionali. La spesa del Fondo si concentra sulle priorità specificate nella strategia.

Per il periodo 2014-2020 le priorità principali sono state relative alla ricerca e innovazione, le tecnologie dell'informazione e della comunicazione, le PMI, la promozione di un'economia a basse emissioni di carbonio. Il grado di concentrazione varia in base alla categoria cui appartiene la regione che riceve il sostegno. Quelle maggiormente sviluppate devono destinare almeno l'80% delle proprie risorse a titolo del FESR ad almeno due priorità e almeno il 20% alla promozione di un'economia a basse emissioni di carbonio. Le regioni in transizione devono destinare il 60% delle risorse ottenute a titolo del FESR ad almeno due delle priorità e almeno

il 15% alla promozione di un'economia a basse emissioni di carbonio. Infine, le regioni meno sviluppate devono destinare almeno la metà delle proprie risorse a titolo del Fondo ad almeno due priorità del FESR e una percentuale almeno pari al 12% alla promozione di un'economia a basse emissioni di carbonio.

Per il periodo di programmazione 2014-2020 l'Unione Europea ha destinato risorse pari a 350 miliardi di euro, pari al 32,5% del bilancio generale dell'UE, alla politica di coesione. In totale circa 199 miliardi di euro sono stati destinati al FESR, di cui 9,4 miliardi di euro per la cooperazione territoriale europea e 1,5 miliardi di euro di assegnazioni speciali destinate alle regioni ultraperiferiche e scarsamente popolate. Per le regioni meno sviluppate e ultraperiferiche il livello di cofinanziamento richiesto per i progetti finanziati a titolo del FESR è pari ad un massimo dell'85% del costo di un progetto, mentre per le regioni in transizione la percentuale di finanziamento può raggiungere il 60% del costo, e per finire una percentuale massima del 50% del costo per i progetti nelle regioni più sviluppate.

Nel 2021 l'Unione europea è entrata in un nuovo periodo di programmazione pluriennale che riguarda il periodo 2021-2027, stabilendo le nuove norme relative al FESR. L'UE ha adottato un regolamento relativo al FESR e al Fondo di coesione, un regolamento recante disposizioni specifiche per l'obiettivo "Cooperazione territoriale europea". I due regolamenti introdotti mantengono i due attuali obiettivi del FESR e cioè gli investimenti a favore dell'occupazione e della crescita e la cooperazione territoriale europea. I due regolamenti mantengono due priorità quali il sostegno all'innovazione, all'economia digitale e alle PMI attraverso una strategia di specializzazione intelligente e un'economia circolare più verde e a basse emissioni di carbonio. La nuova politica di coesione ha inoltre introdotto una serie di attività che non possono essere sostenute dal FESR, come la disattivazione o la costruzione di centrali, infrastrutture aeroportuali, ad eccezione per le regioni ultraperiferiche, e alcune operazioni di gestione dei rifiuti.

Il regolamento relativo al FESR e al Fondo di coesione per il periodo 2021-2027 ha seguito la procedura legislativa ordinaria, visto che di fatto il Parlamento europeo è in una posizione di parità rispetto al Consiglio dell'Unione europea nell'elaborazione di nuovi atti legislativi inerenti i Fondi strutturali e d'investimento europei, nell'ambito della quale il Parlamento ha pieno diritto di proporre modifiche.

Nel corso dei negoziati il Parlamento europeo è riuscito ad ottenere l'aumento del livello di cofinanziamento per i progetti e migliorare la flessibilità nell'applicazione delle norme (Kołodziejcki M., 2022, pp. 1,3).

La Commissione europea ha approvato il 23 giugno del 2015 il Programma Operativo Nazionale (PON) Imprese e Competitività 2014-2020. La dotazione complessiva del

Programma è pari a circa 4,9 miliardi di euro ed è destinata al rafforzamento delle imprese, in particolare quelle del Sud Italia, come elemento principale della politica industriale nazionale. L'obiettivo del programma è quello di incrementare gli investimenti nei settori chiave nelle Regioni meno sviluppate, ovvero Basilicata, Calabria, Campania, Puglia e Sicilia, e quelle in fase di transizione e cioè Abruzzo, Molise e Sardegna. A partire da dicembre del 2017 l'incremento degli investimenti ha coinvolto anche le restanti Regioni più sviluppate del centro-nord.

Il PON si propone di favorire la crescita economica e il rafforzamento della presenza delle aziende italiane nel contesto economico globale, con particolare attenzione alle PMI, fissando quattro obiettivi tematici che coincidono con quelli del FESR precedentemente elencati.

Nel 2017 la dotazione finanziaria del PON Imprese e Competitività, inizialmente fissata per un ammontare pari a circa 2.316,5 miliardi di euro, di cui 1.676 milioni provenienti dal FESR e 640,5 milioni di cofinanziamento nazionale, ha visto un incremento significativo della dotazione finanziaria per un ammontare complessivo pari a 3.278 milioni di euro (2.341 milioni provenienti dal FESR e 937,5 milioni di cofinanziamento nazionale) tramite decisione approvata dalla Commissione europea. La riprogrammazione estendeva l'area territoriale del PON alle Regioni del centro-nord. Una seconda riprogrammazione, approvata dalla Commissione europea con decisione C(2018) 9116 del 19 dicembre 2018 e attinente il trasferimento di parte delle risorse del PON Iniziativa PMI, il budget complessivo è passato a 3.058 milioni di euro (2.121 milioni di euro dal FESR e 937 milioni di euro di cofinanziamento nazionale). Nel 2020 la Commissione ha approvato due ulteriori riprogrammazioni, modificando con la terza riprogrammazione la distribuzione delle risorse tra i diversi Assi, mentre con la quarta, di ottobre 2020, finalizzata a canalizzare risorse del Programma a favore di interventi per contrastare la crisi sanitaria ed economica derivante dalla pandemia. Quest'ultima riprogrammazione del 2020 ha impattato sulla dotazione finanziaria complessiva del PON passando da 3,058 a 3,337 miliardi di euro.

Nel 2021 la Commissione ha approvato la proposta di riprogrammazione del PON Imprese e Competitività che prevedeva l'assegnazione di risorse aggiuntive messe a disposizione da REACT-EU, un'iniziativa che sostiene e amplia le misure a supporto della crisi pandemica, per favorire una ripresa economica verde, digitale e resiliente. Le risorse sono state pari a 1,8 miliardi di euro e consentono un tasso di cofinanziamento UE del 100%. La dotazione finanziaria complessiva del PON Imprese e Competitività è pari a euro 4.963.934.293 di cui euro 3.945.212.797 di risorse provenienti dall'UE (FESR e REACT-EU) e di euro 1.018.721.496 di cofinanziamento pubblico nazionale. L'autorità di gestione del Programma è

il Ministero dello Sviluppo Economico – Direzione Generale per gli Incentivi alle Imprese (DGIAI) – Divisione IV<sup>27</sup>.

Secondo quanto previsto dall'accordo di Partenariato Italia 2021-2027, all'obiettivo specifico 1.III Crescita e competitività delle PMI, viene assegnata la priorità al sostegno delle PMI al fine di rafforzarne la crescita e la competitività e ridurre i forti divari regionali esistenti per il perseguimento della politica di coesione. Le priorità riguardano il sostegno alla transizione verso forme di produzione a minore impatto energetico e ambientale, verso un'economia verde, blue e circolare e sostegno all'ambizione d'inquinamento zero del Green Deal europeo.

Sostegno degli investimenti che assicurano la valorizzazione economica dei risultati della ricerca o l'adozione di tecnologie che aumentino la produttività. Sostegno dell'internazionalizzazione delle PMI per rafforzarne il posizionamento nelle catene globali del valore. Ed infine, sostegno della propensione agli investimenti delle PMI con particolare riguardo per le aree in ritardo di sviluppo e i contesti insulari svantaggiati, degli investimenti delle imprese di qualsiasi settore, in grado di promuovere la cultura e l'attrattività dei territori; di progetti di innovazione organizzativa in grado di promuovere il lavoro di qualità, al fine di attrarre e trattenere sul territorio capitale umano già formato, principalmente nel Mezzogiorno. Gli obiettivi di coesione territoriale si possono perseguire attraverso degli interventi di sostegno alle imprese dalle prime fasi, a partire dalla nascita fino alla crescita dimensionale attraverso strumenti finanziari di varia natura, orientati ad agevolare le imprese nell'accesso al credito o nell'ampliamento del capitale di rischio, anche attraverso forme ibride di patrimonializzazione. Gli strumenti finanziari possono essere sia tradizionali che innovativi o collegati alle sovvenzioni. Particolare sensibilità delle politiche per la competitività sono orientati a supporto dell'imprenditorialità femminile e per le questioni di genere nei contesti produttivi<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> MINISTERO DELLE IMPRESE E DEL MADE IN ITALY, 2022, *PON Imprese e Competitività 2014-2020* [Online], disponibile su: <<https://www.mise.gov.it/it/incentivi/pon-imprese-e-competitivita-2014-2020>>.

<sup>28</sup> OPENCOESIONE, 2022, *Accordo di Partenariato Italia 2021-2027* [Online], disponibile su: <[https://opencoesione.gov.it/it/lavori\\_preparatori\\_2021\\_2027/](https://opencoesione.gov.it/it/lavori_preparatori_2021_2027/)>.

## **2.5 Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI)**

Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), parte del Gruppo Banca Europea per gli Investimenti, provider specializzato in finanziamenti di rischio a favore delle piccole e medie imprese (PMI) in tutta Europa. L'attività del Fondo viene svolta attraverso l'utilizzo delle proprie risorse o di quelle fornite dalla BEI, dalla Commissione Europea, dagli Stati Membri o da altre terze parti. Il Fondo sviluppa e offre prodotti finanziari mirati per gli intermediari, come banche, società di garanzia e leasing, fornitori di microcredito e fondi di private equity, al fine di migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti. Il FEI persegue due obiettivi principali, il primo è rappresentato dalla promozione degli obiettivi dell'Unione Europea, in particolar modo nel campo dell'imprenditorialità, della crescita, nell'innovazione, ricerca e sviluppo, impiego e sviluppo regionale. Il secondo obiettivo è invece quello di generare un rendimento appropriato per gli azionisti, attraverso una politica di prezzi commerciali e di un equilibrio tra commissioni e reddito basato sul rischio.

Nel corso degli anni più di un milione di PMI hanno beneficiato dell'accesso al credito concesso attraverso gli strumenti finanziari gestiti dal FEI. La missione centrale del Fondo è quello di supportare le piccole e medie imprese nell'accesso a fonti di finanziamento, puntando a soddisfare le esigenze di mercato attuali e future, progettando prodotti finanziari innovativi rivolti ai partner che possono essere tra gli altri, banche, istituti di garanzia, di leasing e di microfinanza, fondi di private equity e di venture capital, i quali agiscono come intermediari finanziari del FEI. Il Fondo offre ai suoi intermediari partner una gamma di prodotti integrati di finanziamento del rischio per le PMI, integrando questi prodotti con quelli offerti dalla Banca Europea per gli Investimenti. Relativamente ai prodotti di capitale di rischio, il FEI è un'istituzione finanziaria leader nel mercato europeo del private equity. Tramite gli interventi di venture capital e private equity, svolge un ruolo chiave nella creazione e nello sviluppo di PMI innovative a forte crescita, facilitandone l'accesso a capitale di rischio durante l'intero ciclo di vita dell'innovazione aziendale attraverso gli investment in capitale di rischio e di crescita, dalle prime fasi di sviluppo della proprietà intellettuale al trasferimento tecnologico, fino alle fasi più mature di sviluppo. Il FEI sostiene team noti o esordienti con una solida esperienza nel settore. Grazie alla reputazione, pur mantenendo un processo altamente selettivo, acquista quote di minoranza significative in fondi che hanno l'effetto di incentivare gli impegni di un'ampia gamma di investitori, in particolare nel settore privato. L'ampiezza e la dimensione degli investimenti, insieme al valore aggiunto nella raccolta di fondi, permette di promuovere le migliori pratiche di mercato e di governance aziendale per i team che scelgono di sostenere.

L'attività relativa al capitale di rischio del FEI è sostenuta principalmente dalle risorse della BEI e della Commissione Europea.

Nel 2020 l'impegno costante del Fondo per il finanziamento delle PMI europee è stato guidato dalle misure per il finanziamento del Covid-19, poi estese ai principali strumenti di garanzia fino al 30 giugno 2021, ma anche dall'esperienza maturata nell'attuazione del FEIS / Piano di investimenti per l'Europa, il cui periodo di impegno si è concluso per il 31 dicembre 2020 dopo circa sei anni. Nuove misure bilaterali o multilaterali, lanciate in collaborazione con i Paesi membri dell'Unione, sono servite per affrontare le sfide locali o a integrare gli sforzi a livello europeo per alleviare le esigenze di finanziamento delle PMI, dall'avvio alla crescita.

## Capitolo 3° FEI, venture capital e private equity per le PMI: tre casi studio

### 3.1 La composizione dell'equity e degli shareholders di FEI

Il Fondo Europeo d'Investimento (FEI) è un Partenariato Pubblico Privato con una struttura azionaria costituita sia da investitori pubblici che privati. La struttura del FEI è stata modificata negli anni 2000, quando la BEI è diventato l'azionista di maggioranza, dando vita al Gruppo BEI, a seguito dell'approvazione dell'aumento di capitale da parte dell'Assemblea generale nel febbraio del 2021. Il capitale autorizzato del FEI è stato aumentato da 4,5 miliardi di euro a 7,37 miliardi di euro, per un totale di 7.370 azioni autorizzate del valore nominale di 1 milione di euro ciascuna. Il 29 dicembre 2021, sulla base delle 7.300 azioni sottoscritte rispetto al capitale autorizzato sottoscritto, le percentuali risultanti dall'attuale ripartizione delle partecipazioni sono la BEI che possiede il 59,4% delle azioni, l'Unione Europea, rappresentata dalla Commissione Europea con una quota di partecipazione pari al 30%, e infine la restante quota di partecipazione pari al 10,6% è suddivisa tra un'ampia gamma di banche e istituzioni finanziarie pubbliche e private dei Paesi membri dell'UE, del Regno Unito e della Turchia<sup>29</sup>.

### 3.2 Il caso di Echolight

Echolight è un'azienda di tecnologia medica fondata nel 2010, che ha sviluppato la tecnologia REMS (Radiofrequency Echographic Multi Spectrometry), un brevetto per la diagnosi dell'osteoporosi. La tecnologia si basa sull'utilizzo di radiazioni per la valutazione della densità e qualità ossea sulle vertebre lombari e femore prossimale attraverso un approccio rivoluzionario per la caratterizzazione della microarchitettura ossea sfruttando i segnali in radiofrequenza acquisiti durante una semplice scansione ecografica. Il risultato della scansione avviene in meno di cinque minuti e inoltre, offre soluzioni di monitoraggio per l'osteoporosi non ionizzante, economica, affidabile e accurata riducendo i tempi di attesa. Le implicazioni per i pazienti e i bilanci della sanità potrebbero essere molto significative.

La sede principale della società si trova a Lecce, in Puglia, ed è guidata da un team con oltre 250 anni di esperienza cumulata nel settore medico. La loro ambizione è quella di diventare il nuovo standard di riferimento nel mercato della diagnostica dell'osteoporosi. Nel 2016 la

---

<sup>29</sup> EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2022, *Shareholders* [Online], disponibile su: <[https://www.eif.org/who\\_we\\_are/shareholder/index.htm](https://www.eif.org/who_we_are/shareholder/index.htm)>.

società ha cercato investimenti per supportare la validazione clinica della sua tecnologia innovativa, investimenti in marketing e per la riduzione dei costi di produzione. Grazie a Panakés, un fondo di venture capital sostenuto dal FEI e specializzato in aziende del settore medico, ha ottenuto i fondi necessari per il futuro di Echolight. L'investimento sostenuto dal fondo di venture capital gli ha permesso di assumere degli scienziati per condurre degli studi clinici in 15 diversi ospedali in Europa. Il Managing Partner di Panakés, Fabrizio Landi, ha spiegato che ha immediatamente riconosciuto in Echolight le potenzialità del progetto e che la tecnologia utilizzata può superare i limiti del metodo diagnostico come l'esposizione ai raggi x e la bassa accuratezza<sup>30</sup>.

Echolight, PMI innovativa nel settore medtech, spin-off del Cnr di Lecce, ha raccolto un round di investimento da 4 milioni di euro da Panakés Partners e Invitalia Ventures. Echolight aveva già ricevuto in passato un primo investimento da Life Sciences Capital spa, veicolo finanziario di venture capital nato nel 2005 per effettuare investimenti nel settore italiano della salute focalizzato principalmente sulle tecnologie medicali<sup>31</sup>.

### 3.3 Il caso di ContactLab

ContactLab è stata fondata nel 1998, da Massimo Fubini, per offrire soluzioni basate sul web per il monitoraggio delle newsletter e altre strategie di comunicazione e contatto per migliorare il coinvolgimento dei propri clienti. Oggi ha un'ampia gamma di clienti che comprende molti dei marchi più noti in diversi settori, dalla moda ai viaggi, dall'informatica al caffè, dalle banche alle organizzazioni benefiche. L'azienda impiega più di 150 dipendenti e ha uffici a Milano, Parigi, Londra, Madrid e Monaco. Un ruolo fondamentale per la crescita di ContactLab è stato svolto dall'investimento di P101, un fondo di investimento sostenuto dal FEI. P101 oltre a fornire capitale, ha agito da mentore, in quanto ha aiutato ContactLab a sviluppare una solida struttura di corporate governance, formalizzando la gestione del capitale umano, delle finanze e dei processi interni. P101 ha suggerito la nomina di alcuni membri del Consiglio di

---

<sup>30</sup> EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2017, *Echolight: the new gold standard in the diagnosis of osteoporosis?* [Online], disponibile su: <[https://www.eif.org/what\\_we\\_do/guarantees/case-studies/cosme\\_echolight\\_italy.htm](https://www.eif.org/what_we_do/guarantees/case-studies/cosme_echolight_italy.htm)>.

<sup>31</sup> BEBEEZ, 2016, *Echolight, l'alternativa ai raggi X, incassa 4 milioni dai venture* [Online], disponibile su: <<https://bebeez.it/societa-it/echolight-lalternativa-ai-raggi-x-incassa-4-milioni-dai-venture/>>.



Amministrazione, che hanno aiutato il fondatore ad acquistare una visione più ampia del mercato<sup>32</sup>.

Nel 2014 Contactlab ha deciso di trasformarsi in Società per Azioni deliberando un aumento di capitale di 4 milioni di euro, così da permettere l'ingresso di P101, operatore di venture capital specializzato in investimenti nel settore digitale, all'interno dell'azionariato con una quota di minoranza. Questa operazione ha permesso a ContactLab di confermare il suo percorso di crescita industriale, finanziaria e organizzativa. È stata inoltre inserita in ELITE di Borsa Italiana, programma di formazione e consulenza dedicato alle aziende italiane promettenti per il mercato. Per Massimo Fubini, l'apertura del capitale e l'apporto di risorse esterne ha rappresentato un passo naturale per garantire un significativo potenziamento del percorso di crescita<sup>33</sup>.

### 3.4 Il caso di EcoG

EcoG ha sede a Monaco di Baviera, in Germania, ed è un'azienda tecnologica internazionale attiva nel settore dello sviluppo delle infrastrutture di ricarica per veicoli elettrici a livello globale. L'azienda è responsabile di oltre il 10% dei caricabatterie a corrente continua in Europa ed è in grado di fornire le proprie soluzioni ovunque e di soddisfare gli standard locali e, attualmente forniscono sistemi in Europa, Nord America e India. Il nome EcoG è composto da Eco che sta per ecologico ed ecosistema, mentre la G sta per enerGia. Il nome è stato scelto per dimostrare che l'obiettivo è quello di rendere i veicoli elettrici parte del futuro e di essere più integrati, sostenibili e redditizi. La mission esprime invece la volontà dell'azienda di essere parte del cambiamento volto a plasmare il futuro della mobilità elettrica rendendo la ricarica dei veicoli elettrici più integrata, scalabile, sostenibile e redditizia<sup>34</sup>. L'azienda fornisce alle aziende produttrici di caricabatterie per veicoli elettrici soluzioni che riducono significativamente i tempi e costi di sviluppo, produzione e manutenzione delle stazioni di ricarica. Secondo quanto stabilito dall'European Alternative Fuel Observatory, a due anni

---

<sup>32</sup> EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2016, *P101 (Italy): Technology, digital marketing and direct customer engagement* [Online], disponibile su: <[https://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/Case\\_studies/p101\\_italy.htm](https://www.eif.org/what_we_do/equity/Case_studies/p101_italy.htm)>.

<sup>33</sup> BEBEEZ, 2014, *4 milioni di euro in un aumento di capitale per ContactLab a supporto di crescita e innovazione* [Online], disponibile su: <<https://bebeez.it/venture-capital/aumento-capitale-4-milioni-contactlab-entra-p101/>>.

<sup>34</sup> ECOG, 2022, *About us* [Online], disponibile su: <<https://ecog.io/about-us/>>.

dall'introduzione sul mercato di *EcoG universal core*, l'azienda ha già superato il 10% della quota di mercato, con un numero di stazioni di ricarica abilitate EcoG sei volte superiore a quello dell'anno precedente.

In questo processo di rapida crescita, EcoG è stata supportata attraverso un'investimento azionario da parte di Ananda Impact Ventures, sostenuta dal Fondo Europeo di Investimento (FEI)<sup>35</sup>. Oltre all'investimento in equity ricevuto dal fondo garantito dal FEI, EcoG ha ricevuto un altro finanziamento, sempre sottoforma di equity da parte di Helen Ventures, una società del gruppo Helen, di proprietà della città di Helsinki, che opera nel settore dell'energia.

Per Helen Ventures l'investimento in EcoG si integra molto bene con il loro portafoglio di corporate venture capital, in quanto hanno già in portafoglio un'altra società operante nel settore della mobilità elettrica che nel 2020 è stata classificata come la piattaforma di ricarica per veicoli elettrici a più rapida crescita in Europa dal Financial Times. EcoG utilizzerà gli investimenti realizzati da Amanda Impact Ventures, con sede a Monaco di Baviera, e di Helen Ventures, con sede a Helsinki, per accelerare lo sviluppo di servizi software forniti, per accrescere la base di clienti e per aumentare in maniera significativa l'installazione di sistemi operativi nelle stazioni di ricarica per i veicoli elettrici<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2022, *EcoG: integrated charging* [Online], disponibile su: <[https://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/Case\\_studies/ecog-germany.htm](https://www.eif.org/what_we_do/equity/Case_studies/ecog-germany.htm)>.

<sup>36</sup> HELEN VENTURES, 2020, *Helen Ventures makes an investment in EcoG, the world's first open hardware-agnostic IoT OS for EV charging, together with Ananda Impact Ventures* [Online], disponibile su: <<https://www.helenventures.fi/stories/helen-ventures-makes-an-investment-in-ecog>>.

### 3.5 Il «Pan-European Guarantee Fund»: una risposta al Covid-19

Nel contesto generato dalla pandemia, al fine di sostenere le imprese europee colpite dalla crisi, il Gruppo BEI ha istituito il Fondo paneuropeo di garanzia (FEG) che è parte del pacchetto di misure concordato dall'eurogruppo il 9 aprile 2020 poi approvato dal Consiglio europeo. Dai risultati del 2021 il FEG ha utilizzato 11,9 miliardi di euro di risorse, il FEI ha impegnato 26,2 miliardi di euro di finanziamenti attraverso 295 accordi con intermediari finanziari nei 22 Paesi membri.

Tali accordi stanno mobilitando 115 miliardi di euro di finanziamento per le PMI, contribuendo ad accompagnare gli imprenditori che vedono opportunità di innovazione, creazione, trasformazione, ma anche quelli colpiti dalla crisi hanno bisogno di aiuto per andare verso la ripresa e la crescita. L'obiettivo del FEG è quello di assicurare che le imprese abbiano a disposizione abbastanza liquidità di breve termine per affrontare la crisi e possano continuare nel loro processo di crescita e sviluppo nel medio lungo termine.

La dotazione target del FEG è pari a 25 miliardi di euro, nel caso in cui tutti i Paesi membri contribuiscano, ed è gestito dal Gruppo BEI.

Facendo leva sulle risorse iniziali, il Fondo punta a generare fino a 200 miliardi di finanziamenti aggiuntivi. Attraverso il FEG il Fondo Europeo di Investimenti intende introdurre una serie di fondi azionari, di debito e prodotti di garanzia in collaborazione con intermediari finanziari selezionati a beneficio delle PMI. Gli intermediari ammissibili ad accedere alle risorse del FEG sono i fondi di investimento e le società veicolo, già costituiti o da costituire, che si impegnano ad effettuare investimenti di lungo termine sotto forma di investimenti in capitale di rischio, capitale di rischio privilegiato, quasi-equity, strumenti di capitale ibrido, o altre tipologie di finanziamento di debito. Relativamente ai prodotti di garanzia del fondo FEG, sono ammessi ad accedere società private autorizzate a emettere garanzie secondo i parametri di legge applicabile, relativamente alle garanzie e ai prodotti di cartolarizzazione. Per le controgaranzie, i fondi di garanzia pubblici o privati, gli istituti di garanzia, istituti di credito o finanziari, debitamente autorizzati a rilasciare garanzie ai sensi della legislazione applicabile. Le imprese che possono beneficiare dal FEG sono le PMI e le mid-cap che operano in uno o più Stati membri in linea con i requisiti del mandato<sup>37</sup>.

A settembre 2021 due accordi hanno permesso di attivare 5 miliardi di nuovi prestiti da parte del sistema bancario a favore delle PMI italiane. L'iniziativa è stata realizzata da Cassa Depositi

---

<sup>37</sup> EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2022, *Pan-European Guarantee Fund – EGF* [Online], disponibile su: < [https://www.eif.org/what\\_we\\_do/egf/index.htm](https://www.eif.org/what_we_do/egf/index.htm) >.

e Prestiti (CDP) insieme al FEI e al Mediocredito Centrale (MCC), gestore del Fondo di garanzia per le PMI. È stata una delle più grandi operazioni di garanzia di portafoglio realizzate in Italia con il Fondo di garanzia paneuropeo (FEG), parte del pacchetto di misure da 540 miliardi di euro approvato dall'Unione per rispondere all'impatto economico della pandemia. È stato stimato che gli accordi forniranno l'accesso al credito a condizioni vantaggiose per circa 30 mila PMI italiane colpite dalla crisi, puntando a salvaguardare i livelli occupazionali. L'operazione si struttura su un portafoglio di nuove garanzie originate dal Fondo di garanzia per le PMI fino ad un ammontare massimo di 4,5 miliardi di euro, di cui CDP garantirà per l'80%, per un ammontare massimo pari a 3,6 miliardi. Il beneficio di CDP è l'ottenimento di una contro-garanzia concessa dal FEI a valere su risorse FEG. Tramite l'effetto leva dello schema operativo si stima che saranno attivati nuovi prestiti alle PMI per oltre 5 miliardi di euro.

L'operazione è finalizzata a potenziare la capacità operativa del Fondo di garanzia per le PMI a sostegno del tessuto produttivo italiano. Il Fondo di garanzia per le PMI, gestito da Mediocredito per conto del Ministero dello Sviluppo Economico, è stato il principale strumento operativo pubblico italiano per fronteggiare la crisi derivante dalla pandemia di Covid-19.

A partire da marzo 2020 a settembre 2021 sono pervenute 2,4 milioni di richieste di garanzia per un ammontare pari a circa 198 miliardi di euro<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> CASSA DEPOSITI E PRESTITI, 2021, *CDP, FEI e MCC: al via una delle più grandi operazioni di garanzia mai realizzate in Italia con fondi EGF per attivare 5 miliardi di nuovi finanziamenti per le PMI* [Online], disponibile su: [https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/cdp\\_fei\\_e\\_mcc\\_al\\_via\\_una\\_delle\\_pi\\_grandi\\_operazioni\\_di\\_garanzia\\_mai\\_realizzate\\_in\\_italia\\_con\\_fondi\\_egf\\_per\\_attivare\\_5\\_miliardi\\_di\\_nuovi\\_finanziamenti\\_per\\_le\\_pmi?contentId=CSA36728](https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/cdp_fei_e_mcc_al_via_una_delle_pi_grandi_operazioni_di_garanzia_mai_realizzate_in_italia_con_fondi_egf_per_attivare_5_miliardi_di_nuovi_finanziamenti_per_le_pmi?contentId=CSA36728).

#### 4. Conclusioni

Le PMI rappresentano sempre di più la spina dorsale dell'economia sia italiana che dei principali Paesi europei in quanto rappresentano la maggioranza delle imprese operanti, impiegano più dell'80% degli occupati presenti nel settore privato ad esclusione del settore finanziario, e creano posti di lavoro.

Le PMI per reperire fonti di finanziamento hanno opportunità limitate se confrontate con le grandi imprese in quanto l'accesso ai mercati finanziari non è un'opzione percorribile. Inoltre, molte PMI sono caratterizzate dall'aver una struttura proprietaria caratterizzata dalla sovrapposizione tra proprietà e controllo, altro fattore che determina la presenza di asimmetrie informative tra soggetti interni ed esterni e crea problemi in termini di reperimento di risorse finanziarie. Questo fattore è aggravato in alcuni casi da una costante volontà di non fare entrare all'interno della compagine sociale soggetti esterni con il fine di mantenere il controllo sulle stesse, determinando così un'ulteriore difficoltà nel reperire nuova finanza.

Tenendo in considerazione queste problematiche l'unico interlocutore a cui le PMI possono rivolgersi sono le banche. Tuttavia, le asimmetrie informative presenti tra i soggetti interni ed esterni all'impresa e l'opacità in termini di dati e informazioni rese disponibili dalle PMI ai soggetti esterni, ovvero i potenziali finanziatori, comporta un costo del debito elevato e molto spesso caratterizzato da una maturità di breve. Infatti, le banche tendono ad offrire principalmente debito di breve termine in modo tale da non assumersi in capo un rischio troppo elevato, fenomeno dovuto anche dall'introduzione normativa di Basilea, la quale comporta delle regole più stringenti che gli istituti finanziari devono rispettare, sia in termini di capitale di cui devono dotarsi che di rischio.

Queste problematiche potrebbero essere risolte attraverso una maggiore disclosure da parte delle PMI in termini di dati finanziari e attraverso la predisposizione di business plan adeguati, così da fornire ai potenziali nuovi finanziatori maggiori informazioni relativamente all'impiego delle risorse finanziarie di cui l'impresa ha bisogno. Un altro fattore che potrebbe migliorare la possibilità di attirare potenziali nuovi investitori / finanziatori, potrebbe essere rappresentato dall'adozione di un sistema di corporate governance adeguato, in modo da permettere una separazione tra proprietà e controllo, e l'affidamento della gestione aziendale a manager professionisti.

Nel corso degli anni le PMI hanno suscitato un interesse sempre maggiore sia negli studiosi che nei policy maker, infatti, l'Unione Europea, attraverso la Raccomandazione 96/280/CE del 96,

ha adottato una definizione unica di PMI per poter iniziare a legiferare e destinare risorse finanziarie per supportare le PMI operanti nel territorio dell'Unione Europea.

L'Unione Europea in collaborazione con gli Stati Membri, attraverso la predisposizione di Partenariati Pubblico Privati, la cui finalità è quella di assegnare risorse finanziarie e garanzie pubbliche ad intermediari privati quali banche, società di gestione del risparmio, fondi di investimento privati, venture capital, private equity, ecc., che successivamente utilizzano tali risorse e garanzie per fornire prestiti o effettuare investimenti diretti nelle PMI dell'Unione Europea.

In sintesi, l'Unione Europea, attraverso la Commissione Europea stanziava le risorse da destinare alla BEI, al FEI e quelli da gestire in collaborazione con gli Stati dei Paesi Membri attraverso l'utilizzo di società partecipate, e di fondi di investimento che successivamente trasferiscono le risorse o forniscono garanzie agli intermediari finanziari privati, venture capital, private equity, fondi di investimento, ecc.. Una volta che tali risorse o garanzie sono nella disponibilità degli intermediari privati, quest'ultimi, trasferiscono tali risorse alle imprese sotto forma di prestiti o di investimenti diretti in capitale di rischio.

L'accesso a tale tipologia di fondi per la realizzazione di progetti di investimento oltre a stimolare gli intermediari privati a fornire maggiore liquidità a condizioni migliori alle imprese, potrebbe attirare nuovi potenziali investitori delle PMI che accedono a tali fondi, in quanto il sostegno fornito da tali istituzioni potrebbe intendersi come un marchio di qualità.

Come emerge dalle testimonianze riportate delle tre imprese che hanno beneficiato di investimenti effettuati dagli intermediari privati attraverso i fondi derivanti dall'Unione Europea, queste realtà hanno avuto la possibilità di finanziare i loro progetti, creando innovazione, crescita e sviluppo di nuove tecnologie. Tuttavia, questo è stato possibile solo permettendo l'ingresso di soggetti esterni nella compagine sociale, l'affidamento a manager professionisti e adottando una struttura di corporate governance adeguata.

Infine, vista la situazione di crisi generata dalla pandemia di Coronavirus che ha colpito l'economia globale, il presente lavoro ha analizzato il principale strumento di intervento messo in atto dall'Unione Europea, il Pan-European Guarantee Fund, per supportare le imprese durante questo periodo di crisi. Tale fondo ha permesso la mobilitazione di 115 miliardi di euro di finanziamenti alle PMI, al fine di fornire agli imprenditori colpiti dalla crisi, un aiuto concreto per andare verso la ripresa e la crescita, ma anche un supporto agli imprenditori che durante questo difficile periodo vedono opportunità di innovazione, creazione e trasformazione, con l'obiettivo di assicurare liquidità di breve termine per far fronte alle ripercussioni generate

dalla crisi, così da poter continuare nel processo di crescita e sviluppo delle imprese nel medio lungo periodo.

## 5. Bibliografia

- AYYAGARI M., BECK T., DEMIRGUC-KUNT, A. 2007, *Small and Medium Enterprises Across the Globe*. Small Business Economics, 29, 415-434.
- BELTRAME, F., FLOREANI, J., SCLIP, A. (2017). *Earnings Quality and the Cost of Debt of SMEs*. In: G. Chesini et al. (eds.), *Financial Markets, SME Financing and Emerging Economies* ( pp 21-39), Londra: Palgrave Macmillan
- BURGSTALLER, J., WAGNER, E., 2015. *How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs?: Evidence from a bank-based economy*. The Journal of Risk Finance, 16, 73-101.
- CHANUT-GUIEU C., C. GUIEU, G. (2014). *High growth trajectories in small and medium sized enterprises: a comparative study*. Journal of Small Business and Enterprise Development. 21(4), 623-637.
- COLAPINTO C., ZENGA M. (2019), *Access to credit for SMEs after the 2008 financial crisis: the Northern Italian perspective* in Skiadas C.H., Bozeman J. R., *Data Analysis and Applications 2: Utilization of Results in Europe and Other Topics*, ISTE Science Publishing LTD-Wiley and Elsevier, pp. 91-106.
- D'AMATO, A. (2019). *Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs*. Small Business Economics, 1-23.
- DASKALAKIS N., ERIOTIS N., THANOU E., VASILIOU, D. (2014). *Capital structure and size: new evidence across the broad spectrum of SMEs*. *Managerial Finance*, 40, 1207-1222.
- ERMINERIO C., ESTE E., RICCI R., (2020), N° 77, *Gli strumenti di finanziamento per le start-up e le PMI. I Bandi e i Contributi Pubblici*. Fondazione Commercialisti ODEC di Milano, I Quaderni. 1-116.
- GALLI, E., MASCIA, D.V., ROSSI, S. (2017). *Legal-Institutional Environment, Social Capital and the Cost of Bank Financing for SMEs: Evidence from the Euro Area*. In: S.P.S. Rossi (ed.), *Access to Bank Credit and SME Financing* (pp. 59-81). Londra: Palgrave Macmillan Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions.
- HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G., KOËTER-KANT, J., (2011), *SME financing in Europe: Cross-country determinants of bank loan maturity*. International Small Business Journal, 29, 489 - 507.
- HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G., MARTÍNEZ-SOLANO, P. (2010). *Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system*. Small Business Economics, 34, 465-482.



- JONES-EVANS, D., (2015). *Access to finance to SMEs at a regional level – the case of Finance Wales*. *Venture Capital*, 17, 27 - 41.
- KRAEMER-EIS, H., PASSARIS, G., (2015). *SME Securitization in Europe*. *The Journal of Structured Finance*, 20, 106 - 97.
- MARTÍNEZ-SOLANO, P., GARCÍA-TERUEL, P.J. (2006). *Effects of Working Capital Management on SME Profitability*. *Corporate Finance: Capital Structure & Payout Policies eJournal*.
- MATEEV, M., POUTZIOURIS, P., IVANOV, K., (2013), *On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis*. *Research in International Business and Finance*, 27, 28-51.
- MICHAELAS, N., CHITTENDEN, F., & POUTZIOURIS, P. (1999). *Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data*. *Small Business Economics*, 12, 113-130.
- PEEL, M., & BRIDGE, J.S. (1998). *How planning and capital budgeting improve SME performance*. *Long Range Planning*, 31, 848-856.
- RYAN, R.M., O'TOOLE, C., & MCCANN, F. (2014). *Does bank market power affect SME financing constraints*. *Journal of Banking and Finance*, 49, 495-505.
- SLOTTY CONSTANTIN F., 2009, *Does Relationship Lending Promote Growth? Savings Banks and SME Financing* [Online], disponibile su: <<https://ssrn.com/abstract=1376251>>.
- SOGORB-MIRA, F. (2003). *How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994–1998 Spanish Data Panel*. *Small Business Economics*, 25, 447-457.
- WATSON, R., WILSON, N. (2002). *Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order*. ERPN: Information Asymmetry (Sub-Topic).
- YAZDANFAR, D., ÖHMAN, P., HOMAYOUN, S., (2019). *Financial crisis and SME capital structure: Swedish empirical evidence*. *Journal of Economic Studies*, 46, 925-941.
- ZORZI D., 2019 *L'evoluzione delle PMI: dall'accesso ai finanziamenti alla gestione sostenibile*. Relazione finale CLM, Università Ca' Foscari di Venezia, Facoltà di Economia e management.

## 6. Sitografia

ASSONEBB ASSOCIAZIONE NAZIONALE ENCICLOPEDIA DELLA BANCA E DELLA BORSA (AEB), 2022, *Housebank* [Online], disponibile su: <[https://www.bankpedia.org/termine.php?c\\_id=20417#:~:text=Lett.%3A%20banca%20di%20casa%20\(,che%20caratterizza%20il%20sistema%20tedesco..\)](https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=20417#:~:text=Lett.%3A%20banca%20di%20casa%20(,che%20caratterizza%20il%20sistema%20tedesco..))>.

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Credit enhancement for project finance* [Online], disponibile qui: <<https://www.eib.org/en/products/guarantees/credit-enhancement/index>>.

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Framework loans for the public sector* [Online], disponibile qui: <<https://www.eib.org/en/products/loans/framework-public-sector/index>>

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Guarantees in support of SMEs, mid-caps and other objectives* [Online], disponibile qui: <<https://www.eib.org/en/products/guarantees/sme-mid-cap-guarantees/index>>.

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Intermediated loans for SMEs, mid-caps and other priorities* [Online], disponibile qui: <<https://www.eib.org/en/products/loans/sme-mid-caps/index>>.

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Investments in SMEs and mid-cap funds* [Online], disponibile qui: < <https://www.eib.org/en/products/equity/sme-mid-caps-funds/index.htm> >.

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Investments in infrastructure and environmental funds* [Online], disponibile qui: < <https://www.eib.org/en/products/equity/infrastructure-environment-funds/index.htm> >.

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Loans for the private sector* [Online], disponibile qui: <<https://www.eib.org/en/products/loans/private-sector/index>>.

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Partners for private and public sector* [Online], disponibile qui: <<https://www.eib.org/en/products/loans/sme-mid-caps/intermediated-loans>>.

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Partners for private and public sector* [Online], disponibile qui: <<https://www.eib.org/en/products/loans/sme-mid-caps/intermediated-loans>>.

BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, 2022, *Venture debts* [Online], disponibile qui: < <https://www.eib.org/en/products/equity/venture-debt/index>>.

BEBEEZ, 2014, *4 milioni di euro in un aumento di capitale per ContactLab a supporto di crescita e innovazione* [Online], disponibile su: <<https://bebeez.it/venture-capital/aumento-capitale-4-milioni-contactlab-entra-p101/>>.

BEBEEZ, 2016, *Echolight, l'alternativa ai raggi X, incassa 4 milioni dai venture* [Online], disponibile su: <<https://bebeez.it/societa-it/echolight-lalternativa-ai-raggi-x-incassa-4-milioni-dai-venture/>>.

CASSA DEPOSITI E PRESTITI, 2021, *CDP, FEI e MCC: al via una delle più grandi operazioni di garanzia mai realizzate in Italia con fondi EGF per attivare 5 miliardi di nuovi finanziamenti per le PMI* [Online], disponibile su: <[https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/cdp\\_fei\\_e\\_mcc\\_al\\_via\\_una\\_delle\\_pi\\_grandi\\_operazioni\\_di\\_garanzia\\_mai\\_realizzate\\_in\\_italia\\_con\\_fondi\\_egf\\_per\\_attivare\\_5\\_miliardi\\_di\\_nuovi\\_finanziamenti\\_per\\_le\\_pmi?contentId=CSA36728](https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/cdp_fei_e_mcc_al_via_una_delle_pi_grandi_operazioni_di_garanzia_mai_realizzate_in_italia_con_fondi_egf_per_attivare_5_miliardi_di_nuovi_finanziamenti_per_le_pmi?contentId=CSA36728)>.

COMMISSIONE EUROPEA, 2022, *Financing programmes for SMEs* [Online], disponibile su: <[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/financing-programmes-smes\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/financing-programmes-smes_en)>.

CONSOB, 2022, *Covid 19* [Online], Disponibile su: <<https://www.consob.it/web/area-pubblica/covid-19/>>

CONSOB, 2022, *Crisi del debito sovrano 2010–2011* [Online], Disponibile su: <<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>>.

ECOG, 2022, *About us* [Online], disponibile su: <<https://ecog.io/about-us/>>.

EURLEX, 2022, *Norma “de minimis”:* dispensa dalla notifica degli aiuti di Stato di modesto importo [Online], disponibile su: <<https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/de-minimis-rule-exemption-of-small-amounts-of-state-aid-from-notification.html>>.

EUROPEAN CENTRAL BANK, 2022, *Survey on the access to finance of enterprises* [Online], disponibile su: <[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)>.

EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2016, *P101 (Italy): Technology, digital marketing and direct customer engagement* [Online], disponibile su: <[https://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/Case\\_studies/p101\\_italy.htm](https://www.eif.org/what_we_do/equity/Case_studies/p101_italy.htm)>.

EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2017, *Echolight: the new gold standard in the diagnosis of osteoporosis?* [Online], disponibile su: <[https://www.eif.org/what\\_we\\_do/guarantees/case-studies/cosme\\_echolight\\_italy.htm](https://www.eif.org/what_we_do/guarantees/case-studies/cosme_echolight_italy.htm)>.

EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2022, *EcoG: integrated charging* [Online], disponibile su: <[https://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/Case\\_studies/ecog-germany.htm](https://www.eif.org/what_we_do/equity/Case_studies/ecog-germany.htm)>.

EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2022, *Pan-European Guarantee Fund – EGF* [Online], disponibile su: <[https://www.eif.org/what\\_we\\_do/egf/index.htm](https://www.eif.org/what_we_do/egf/index.htm)>.

EUROPEAN INVESTMENT FUND, 2022, *Shareholders* [Online], disponibile su: <[https://www.eif.org/who\\_we\\_are/shareholder/index.htm](https://www.eif.org/who_we_are/shareholder/index.htm)>.

FONDO DI GARANZIA, 2022, *I dati del Fondo durante l'emergenza Covid-19* [Online], disponibile qui: <<https://www.fondidigaranzia.it/i-dati-del-fondo-durante-lemergenza-covid-19/>>.

FONDO DI GARANZIA, 2022, [Online], disponibile su: <<https://www.fondidigaranzia.it/>>.

GOV.UK, 1993, *Welsh Development Agency*, disponibile su: <<https://www.gov.uk/government/organisations/welsh-development-agency>>.

HELEN VENTURES, 2020, *Helen Ventures makes an investment in EcoG, the world's first open hardware-agnostic IoT OS for EV charging, together with Ananda Impact Ventures* [Online], disponibile su: <<https://www.helenventures.fi/stories/helen-ventures-makes-an-investment-in-ecog>>.

INVESTOPEDIA, 2022, *Quantitative Easing (QE)* [Online], disponibile su: <<https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>>.

INVITALIA, 2022, *Fondo cresci al sud* [Online], disponibile qui: <<https://www.invitalia.it/cosa-facciamo/rafforziamo-le-imprese/cresci-al-sud>>.

INVITALIA, 2022, *Invitalia* [Online] disponibile qui: <https://www.invitalia.it/>

INVITALIA, 2022, *ON – Oltre nuove imprese a tasso zero* [Online], disponibile qui: <<https://www.invitalia.it/cosa-facciamo/creiamo-nuove-aziende/nuove-imprese-a-tasso-zero>>.

KOŁODZIEJSKI M., (2022), *Il fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR)*, Note sintetiche sull'Unione europea – 2022 [Online], 1-3, disponibile qui: <<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/95/il-fondo-europeo-di-sviluppo-regionale-fesr->>>.

MINISTERO DELLE IMPRESE E DEL MADE IN ITALY, 2022, *PON Imprese e Competitività 2014-2020* [Online], disponibile qui: <<https://www.mise.gov.it/it/incentivi/pon-imprese-e-competitivita-2014-2020>>.

OPENCOESIONE, 2022, *Accordo di Partenariato Italia 2021-2027* [Online], disponibile qui: <[https://opencoesione.gov.it/it/lavori\\_preparatori\\_2021\\_2027/](https://opencoesione.gov.it/it/lavori_preparatori_2021_2027/)>.

SIMEST, 2022, *Simest* [Online], disponibile su: <<https://www.simest.it/>>.