



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

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"PMIE ACCESSO AL CREDITO: PROBLEMATICHE VALUTATIVE E  
OPPORTUNITA' DI SVILUPPO"**

**RELATRICE:**

**CH.MA PROF. CINZIA BALDAN**

**LAUREANDA: ROXANA-DIANA COSMA**

**MATRICOLA N. 1089900**

**ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017**

# Sommario

|   |    |
|---|----|
| Introduzione .....  | 1  |
| Capitolo 1 – Le PMI e il rapporto banca-impresa .....                                       | 2  |
| 1.1 Le piccole e medie imprese nel contesto italiano e la loro importanza economica .....   | 2  |
| 1.2 Principali problematiche e debolezze delle PMI.....                                     | 5  |
| 1.3 Il rapporto banca-impresa: premessa .....   | 6  |
| 1.3.1 Interventi normativi rilevanti .....  | 8  |
| Capitolo 2 – L’accesso al credito bancario .....  | 10 |
| 2.1 Il ruolo della gestione finanziaria .....   | 10 |
| 2.1.1 Fabbisogno finanziario delle PMI .....  | 11 |
| 2.1.2 Modalità di copertura del fabbisogno finanziario .....                                | 13 |
| 2.2 Valutazione del merito creditizio: processo decisionale di erogazione del credito ..... | 14 |
| 2.2.1 Tipo di finanziamento .....   | 16 |
| 2.2.2 Garanzie .....  | 17 |
| 2.3 Accesso al credito da parte delle PMI .....   | 18 |
| 2.4 Criticità dell’accesso al credito bancario .....  | 20 |
| Capitolo 3 – Nuove forme di finanziamento per le PMI .....                                  | 21 |
| 3.1 Introduzione .....  | 21 |
| 3.2 Minibond: definizione, nascita e caratteristiche .....                                  | 22 |
| 3.3 Benefici fiscali per l’azienda .....  | 24 |
| 3.4 Il primo caso in Italia: CAAR.....  | 25 |
| 3.5 L’evoluzione dei minibond in Italia nel corso degli anni .....                          | 27 |
| Conclusioni.....  | 30 |
| Bibliografia .....  | 31 |

# Introduzione

I fatti economici accaduti negli ultimi anni, con particolare riferimento alla crisi finanziaria iniziata nel 2007 e ancora persistente, hanno marcato le difficoltà del mercato finanziario sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta di credito. Essendo il mercato finanziario in rapida evoluzione, il credito può risultare di difficile accesso, soprattutto per le aziende di dimensione piccola che non presentano sufficiente stabilità dal punto di vista patrimoniale. Tuttavia, il fatto che gli istituti bancari abbiano praticato il cosiddetto *credit crunch* nei confronti delle PMI, ha portato le stesse a cambiare modo di reperire le risorse finanziarie necessarie per lo svolgimento della loro attività, ricorrendo a forme alternative di finanziamento.

Il presente lavoro è finalizzato a comprendere quali sono le problematiche riscontrate dalle PMI durante il loro ciclo di vita, con particolare riguardo alla raccolta delle fonti di finanziamento necessarie per sostenere la crescita o la sopravvivenza, e le opportunità a loro favore che si sono manifestate nel corso degli anni.

Il primo capitolo, dopo la contestualizzazione dell'importanza e delle debolezze delle PMI, analizza il rapporto banca-impresa, un tema di rilievo e in continua evoluzione nel corso degli anni. La crisi iniziata nel 2007 ha avuto forti impatti sul sistema finanziario e ha modificato in modo rilevante il rapporto tra le banche e le imprese, rendendo più difficile l'accesso al credito, il quale tuttavia continua a rappresentare un tema di fondamentale importanza per la crescita e per lo sviluppo delle imprese stesse. Con l'introduzione degli Accordi di Basilea, il sistema bancario si è irrigidito e per concedere credito alle imprese, queste ultime devono risultare affidabili, mediante il rispetto di precisi criteri prestabiliti dalla normativa.

Nel secondo capitolo viene messo in evidenza il ruolo della gestione finanziaria delle PMI, ponendo particolare attenzione alla loro struttura, caratterizzata da una bassa patrimonializzazione e da una eccessiva dipendenza dal credito bancario, comportando così una situazione di squilibrio finanziario. Successivamente si pone l'attenzione sul credito bancario, la principale fonte di finanziamento per le PMI, spiegando inoltre le modalità con cui viene valutato il merito creditizio da parte delle banche prima dell'erogazione del credito.

Nel terzo capitolo, infine, vengono analizzate nuove forme di finanziamento, alternative a quello bancario, con particolare attenzione ai minibond, uno strumento finanziario ritenuto da più parti innovativo per la diversificazione del debito.

# Capitolo 1 – Le PMI e il rapporto banca-impresa

SOMMARIO: 1.1 Le piccole e medie imprese nel contesto italiano e la loro importanza economica. – 1.2 Le principali problematiche e debolezze delle PMI. – 1.3 Il rapporto banca impresa – premessa. 1.3.1 Interventi normativi rilevanti.

## 1.1 Le piccole e medie imprese nel contesto italiano e la loro importanza economica

La nozione di piccola e media impresa va interpretata facendo riferimento alla Raccomandazione 2003/361/CE<sup>1</sup> emanata dalla Commissione Europea il 6 maggio 2003, che ha sostituito la precedente Raccomandazione 96/280/CE. La Commissione Europea si è attivata dando una definizione uniforme di PMI per evitare fonti di incoerenze causate dalla presenza di definizioni differenti a livello comunitario e nazionale.

In tal senso, la più recente definizione è importante perché rappresenta uno strumento rilevante per l'applicazione di programmi e misure efficaci, diretti a sostenere la crescita e il successo delle PMI. Per questa ragione, gli Stati membri sono chiamati, insieme alla Banca europea per gli investimenti (BEI) e al Fondo europeo per gli investimenti (FEI), ad adeguarsi a tale definizione quanto più estensivamente possibile. La normativa italiana ha recepito la Raccomandazione attraverso il Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 238 del 12 ottobre 2005.

Tabella 1.1 - Confronto tra i parametri per la definizione delle PMI

| Parametri                | Microimpresa           |           | Piccola impresa        |                 | Media impresa           |                  |
|--------------------------|------------------------|-----------|------------------------|-----------------|-------------------------|------------------|
|                          | 03/361/CE              | 96/280/CE | 03/361/CE              | 96/280/CE       | 03/361/CE               | 96/280/CE        |
| Effettivi                | Inferiore a 10 persone |           | Inferiore a 50 persone |                 | Inferiore a 250 persone |                  |
| Fatturato annuo          | ≤ 2 mln di euro        |           | ≤ 10 mln di euro       | ≤ 7 mln di euro | ≤ 50 mln di euro        | ≤ 40 mln di euro |
| Totale di bilancio annuo |                        |           |                        | ≤ 5 mln di euro | ≤ 43 mln di euro        | ≤ 27 mln di euro |

Fonte: Commissione europea 1996 e 2003

<sup>1</sup> Disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:124:0036:0041:it:PDF> [data di ultimo accesso 01/05/2017]

Come si nota dalla tabella 1.1, la Commissione Europea è intervenuta nel 2003 modificando i parametri finanziari con l'obiettivo di adattarli alla realtà del contesto ambientale ed economico nel quale operano le aziende; inoltre ha dato una migliore definizione di microimprese, che svolgono un ruolo importante nello sviluppo imprenditoriale e nella creazione di occupazione. Pertanto, all'articolo 2 della nuova Raccomandazione viene stabilito che la categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 dipendenti, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro e/o il cui totale di bilancio non supera i 43 milioni di euro. All'interno della categoria delle PMI, si definisce piccola un'impresa con meno di 50 dipendenti e con un fatturato annuo e/o un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro; si definisce microimpresa un'impresa che occupa meno di 10 dipendenti e realizza un fatturato annuo e/o un totale di attivo di Stato Patrimoniale annuo non superiore a 2 milioni di euro.

I criteri stabiliti dalla Commissione Europea ai fini della corretta identificazione delle piccole e medie imprese riguardano il numero dei dipendenti, il fatturato e il totale di bilancio. Inoltre, bisogna considerare il seguente aspetto: qualora un'impresa rientri in tutti i requisiti ma abbia accesso a risorse significative aggiuntive (ad esempio perché è posseduta, collegata o associata ad un'impresa di maggiori dimensioni) potrebbe perdere la qualifica di PMI. Di conseguenza, le imprese con una struttura più complessa potrebbero essere sottoposte ad un'analisi più approfondita. Tuttavia, come affermato dall'articolo 4, paragrafo 2 della Raccomandazione stessa, qualora alla data di chiusura dei conti un'impresa superasse una delle soglie stabilite dall'articolo 2, questa non perderebbe la qualifica di PMI a meno che questo scostamento non si ripeta per due esercizi consecutivi; uguale trattamento verrebbe applicato anche nel caso in cui un'impresa scendesse al di sotto di tali soglie.

La Commissione Europea, qualora lo reputi necessario, può modificare ogni 4 anni la raccomandazione e in particolare il livello delle soglie.

Con riferimento alla realtà produttiva italiana, questa appare improntata sulle piccole e medie imprese. L'economia italiana è inoltre contraddistinta da un ampio spirito imprenditoriale: circa il 50% degli italiani sceglierebbero di essere imprenditori piuttosto che dipendenti, quasi il 25% della forza lavoro è rappresentata da lavoratori autonomi e le piccole imprese sono spesso dirette da giovani.<sup>2</sup>

Perché le PMI risultano più interessanti rispetto alle grandi imprese? Di seguito vengono riportate alcune motivazioni.

---

<sup>2</sup> (OECD, 2014)

Tabella 1.2. La struttura industriale italiana

| Dimensioni d'impresa | N. imprese attive | Composizione % |
|----------------------|-------------------|----------------|
| 1-9 (micro)          | 4.241.909         | 95,1           |
| 10-49 (piccole)      | 193.605           | 4,3            |
| 50-249 (medie)       | 21.770            | 0,5            |
| PMI                  | 4.457.284         | 99,9           |
| ≥250 (grandi)        | 3.707             | 0,1            |
| TOTALE               | 4.460.891         | 100,00         |

Fonte: Istat, 2013

In Italia le PMI rappresentano una realtà numericamente molto importante: costituiscono il 99,9% del totale delle imprese nazionali (Tabella 1.2). La quasi totalità delle PMI (il 95,1%) è composta da microimprese, specializzate soprattutto nel settore manifatturiero. Le PMI occupano un posto di rilievo all'interno della struttura produttiva italiana, non solo per la loro incidenza sul totale delle imprese, ma soprattutto per il contributo che queste danno all'occupazione e alla crescita del PIL. Le statistiche di numerosi paesi, anche se analizzano una realtà economica in parte differente da quella italiana, confermano che le imprese di piccole dimensioni creano un ammontare di posti di lavoro superiore rispetto alle medie e grandi imprese. (Renda & Luchetta, 2013)

Secondo alcune stime elaborate da DW Econ per il 2014, sulla base di dati forniti dall'Eurostat relativi al periodo 2008-2012, si può constatare che rispetto alla media dell'UE, la quota di valore aggiunto e la quota di occupazione delle PMI italiane sono superiori rispettivamente di 10 e 13 punti percentuali. Con riguardo al valore aggiunto, il 30% è realizzato soltanto dalle microimprese, una percentuale superiore rispetto alla media dell'UE, corrispondente al 21,1%. Tuttavia, la produttività delle PMI, determinata come valore aggiunto pro capite, è approssimativamente inferiore del 10% rispetto alla media delle imprese europee.<sup>3</sup>

Un altro motivo che dà maggiore importanza alle PMI rispetto alle imprese con una più complessa composizione, è la storia di quest'ultime in quanto, prima di raggiungere alti livelli di fatturato e avere una più complessa organizzazione, sono nate come PMI (Modina, 2010),

---

<sup>3</sup> Questi dati sono stati riportati anche nella Scheda informativa SBA – 2015. Pag 2.

sottolineando ulteriormente l'importanza di queste piccole realtà economiche in un contesto nazionale.

Data l'importanza delle PMI, l'Unione Europea ha predisposto il 25 giugno 2008 uno strumento di rafforzamento: lo Small Business Act (SBA), il quale definisce una serie di azioni che ogni paese deve compiere per dare forza, riconoscimento e semplicità all'azione delle PMI, nonché supportarle nell'affrontare i problemi che ne limitano lo sviluppo. Tra le principali priorità dello SBA bisogna citare il favoreggiamento dello spirito imprenditoriale, l'agevolazione al credito, l'internazionalizzazione, l'attenzione alle competenze e all'innovazione, gli aiuti da parte dello Stato e così via. La Commissione UE, utilizzando un insieme di indicatori, valuta ogni anno le misure adottate in ogni paese, mettendo a confronto le loro performance.

Con riferimento al profilo SBA italiano, questo risulta essere debole; l'Italia registra infatti risultati inferiori rispetto alla media europea. Solo per quanto riguarda il settore delle competenze e dell'innovazione e quello dell'internazionalizzazione, i risultati sono allineati con la media. Di contro, i risultati relativi all'accesso al credito, agli aiuti di Stato e appalti pubblici sono peggiorati nel corso degli anni. (Scheda informativa SBA, 2015)

## 1.2 Principali problematiche e debolezze delle PMI

Le PMI, pur rappresentando un punto di forza per l'economia europea ed italiana, presentano alcune problematiche e debolezze che ne limitano il potenziale. Tra queste vi figurano l'accesso al credito, l'alto indebitamento, i lunghi tempi di riscossione dei crediti, l'acquisizione di nuovi clienti e il cambiamento del rapporto banca-impresa.

La difficoltà di reperire risorse finanziarie, necessarie per lo svolgimento della propria attività e per il finanziamento degli investimenti, rappresenta una delle maggiori preoccupazioni per quasi tutte le PMI. Nel corso degli anni, nonostante l'introduzione di molte misure semplificative volte a contribuire alla crescita delle PMI, come per esempio i projectbond, i minibond, i fondi di garanzia per le PMI e la legge Sabatini, le PMI incontrano ancora difficoltà nel reperire il credito, dovuto in parte anche all'elevato debito pregresso, maggiormente concentrato presso le banche. Questa dipendenza da poche fonti di finanziamento fa sì che le PMI diventino più vulnerabili, compromettendo così la gestione corrente ed efficiente dell'azienda stessa e limitando le possibilità di crescita.

Un'ulteriore problematica delle PMI riguarda i lunghi tempi di riscossione dei crediti: negli ultimi anni, i periodi di dilazione concessi dalle imprese ai clienti sono aumentati; inoltre, in certi casi, un'impresa ottiene l'incasso dalla Pubblica Amministrazione anche dopo mesi,

nonostante con il D.lgs. 192/2012<sup>4</sup> siano stati indicati 30 giorni come termine massimo per il pagamento delle fatture elettroniche da parte dell'ente pubblico, con alcune eccezioni che consentono il pagamento entro 60 giorni. Questo comporta, quindi, una minore liquidità per le imprese, costringendole a ricorrere a fonti esterne per sostenere i costi e per finanziare gli investimenti.

La difficoltà nell'acquisire nuovi clienti è uno dei problemi più sentiti da parte delle piccole e medie imprese. Per dominare il mercato, o un segmento di mercato, e per conseguire un successo di lungo periodo, le imprese devono adottare strategie che si focalizzano sui bisogni dei clienti, in continua variazione. Porter, colui che ha proposto lo strumento della catena del valore, ha affermato che le organizzazioni devono raggiungere un vantaggio competitivo creando valore per i clienti; i manager dovranno dunque comprendere quali siano le attività che dovranno essere svolte all'interno dell'organizzazione per creare quel valore. Per essere concorrenziali, i clienti devono apprezzare maggiormente i prodotti della propria azienda, essendo così disposti a pagare un prezzo superiore rispetto ai costi sostenuti per la produzione. Una ulteriore problematica è stata rilevata dal forum Focus PMI, l'osservatorio annuale sulle PMI italiane, il quale in seguito a una intervista a mille imprenditori italiani, ha scoperto che la maggior parte di questi sono insoddisfatti del sistema giudiziario italiano a causa dei lunghissimi tempi, della corruzione e della legislazione poco chiara. "Queste inefficienze del sistema giuridico si traducono innanzitutto in difficoltà di carattere finanziario per le PMI: il 55% lamenta problemi di liquidità e il 41,7% mancato accesso al credito." (Orlando, 2015)

### 1.3 Il rapporto banca-impresa: premessa

"Da sempre chi si occupa dello sviluppo economico e finanziario di un paese osserva con attenzione il finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI), nel cui ambito assume una particolare importanza lo studio della relazione tra impresa e banca". (Modina, 2010, p. 15)

Le imprese, nello svolgimento della loro attività, hanno la necessità di intraprendere molteplici rapporti con gli intermediari finanziari, specialmente con le banche. Questi rapporti possono riguardare:

- la prestazione di servizi a favore della clientela: per esempio, negli ultimi anni, le banche si sono sostituite alle imprese nell'esecuzione di alcune funzioni di cassa, come per esempio la regolazione del pagamento delle fatture di acquisto, la riscossione delle fatture di vendite, il pagamento delle utenze; tutta una serie di servizi che soddisfano le

---

<sup>4</sup> D. lgs. 192/2012 disponibile su: <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/11/15/012G0215/sg> [data ultimo accesso: 10/05/2017]



esigenze della clientela e allo stesso tempo fruttano alla banca dei ricavi (commissioni, rimborsi spese, canoni ecc.)

- la richiesta e la successiva concessione di finanziamenti, indispensabili all'impresa per effettuare gli investimenti necessari allo svolgimento dell'attività produttiva. Soprattutto nelle piccole imprese il capitale di debito è costituito principalmente dai finanziamenti bancari.

Si sa che "l'accesso al credito è un elemento fondamentale nel processo di gestione e di crescita delle imprese. Nel nostro paese la centralità del debito bancario e il particolare momento storico che il mondo economico e finanziario stanno vivendo rendono necessario approfondire la natura della relazione tra banca e impresa..." (Modina, 2010, p. 39)

Molteplici sono i fattori che influenzano la dinamica del rapporto tra banche e imprese, tra cui le specificità del mercato finanziario e le peculiarità delle imprese stesse. Inoltre, esso non si esaurisce al momento della concessione dei fondi ma si estende nel tempo, e si lega in maniera diretta al rischio d'impresa. In tal modo, il tasso di interesse non solo rappresenta l'equilibrio tra domanda e offerta, ma riflette anche la natura di chi domanda fondi, e in particolare la rischiosità dell'impresa.

Uno dei maggiori problemi che emerge tra creditore e debitore è l'asimmetria informativa. Le banche come creditori si trovano in svantaggio rispetto al debitore, in quanto dispongono di minori informazioni oggettive e soggettive relative a quest'ultimo. Con riferimento alle informazioni soggettive, le banche non possono attestare con certezza la capacità futura delle imprese di far fronte ai propri debiti; per quanto riguarda invece le informazioni oggettive, ossia le informazioni sugli investimenti che le imprese vogliono effettuare, le banche non hanno la possibilità di verificare il futuro rendimento e il rischio dei progetti stessi.

Due sono i modelli che la banca può adottare nel momento in cui si relaziona con l'impresa: *relationship-banking* e *transactional-based*.

Con il primo termine si fa riferimento a una relazione di lunga durata tra impresa e banca, caratterizzato da un forte interscambio di informazioni quantitative (*hard information*) e qualitative (*soft information*), grazie alle quali la banca dovrebbe essere in grado di conoscere approfonditamente l'impresa, le sue attività e le sue potenzialità. (Cesarini, 2003). Questo modello potrebbe essere una soluzione alle asimmetrie informative che si vengono a creare tra i due soggetti.

Il secondo termine invece, *transactional-based*, favorisce le informazioni di tipo quantitativo (bilanci, statistiche, garanzie) e si basa su un rapporto tra banca e impresa indirizzato ad un'unica operazione, con riferimento alla quale il creditore misura il rischio-rendimento dell'impresa.

Con riguardo alle informazioni attinenti alle grandi imprese, queste non sono di difficile reperimento da parte delle banche, in quanto la maggior parte di esse sono accessibili a chiunque ne sia interessato, accedendo direttamente al sito dell'impresa stessa, il quale, nella maggior parte dei casi, contiene informazioni utili e documenti ufficiali. Inoltre, con riguardo alle informazioni quantitative delle PMI, queste non sono facilmente accessibili da parte del creditore, dunque è necessario che ci sia anche un forte legame di fiducia, come richiesto dal relationship banking.

Le caratteristiche dei rapporti che si possono instaurare tra banca e impresa dipendono anche dalla tipologia di finanziamento richiesto dalle imprese e dal numero di intermediari finanziari a cui queste si vogliono rivolgere. Questo perché, qualora le imprese chiedessero piccoli prestiti a molteplici banche, queste ultime attribuirebbero loro una rilevanza minore rispetto al caso in cui vi sia un'unica banca che concede il finanziamento. Si può in tal caso parlare di multiaffidamento, ossia l'intraprendimento di molteplici rapporti con diversi finanziatori, evitando così la dipendenza da un unico istituto bancario. Questo potrebbe portare dei benefici alle imprese, come per esempio un numero superiore di servizi, magari a prezzi più convenienti rispetto a quelli applicati da un unico istituto bancario.

### 1.3.1 Interventi normativi rilevanti

Il sistema economico italiano, come già affermato in precedenza, è composto principalmente da PMI, le quali, negli ultimi anni, hanno presentato una situazione di debolezza a causa della forte mortalità, soprattutto generata dalla loro incapacità di competere sui mercati internazionali e alla difficoltà di accedere al mercato del credito. Quest'ultimo aspetto è dovuto in parte anche all'introduzione di normative riferentesi agli Accordi di Basilea.

Nel 1974 è stato fondato il Comitato di Basilea, un organo internazionale, con lo scopo di formulare proposte nell'ambito della vigilanza bancaria creando così una stabilità nel sistema finanziario dei vari paesi. "Il Comitato di Basilea non ha potere legislativo, ma formula proposte che dovranno essere recepite nell'ambito dei singoli ordinamenti nazionali." (Orsini, 2015)

Il primo accordo, nominato Basilea 1, è stato raggiunto nel 1988 e mirava a limitare la condotta di alcuni istituti di credito sottoposti a condizioni poco regolamentate. È stato introdotto un requisito patrimoniale minimo, necessario per far fronte sia al rischio di credito sia al rischio di mercato: esso richiedeva che la banca detenesse una quota di capitale minima, pari all'8% degli impieghi, da vincolare successivamente in una riserva, denominata patrimonio di vigilanza. L'obiettivo era quello di adeguare il patrimonio bancario ai rischi assunti. Questo accantonamento però presentava alcuni limiti, tra cui la mancata differenziazione delle misure

di rischio; infatti, la quota di capitale accantonata era stabilita in ugual misura per qualsiasi controparte, senza tenere conto della loro performance o delle loro criticità: se la controparte aveva una performance eccezionale, l'8% era più che sufficiente mentre invece risultava inadeguato qualora la controparte fosse stata un soggetto che attraversava un periodo di crisi. Questo accordo è rimasto in vigore per quasi due decenni.

Nel 2008 è stato introdotto Basilea 2 con l'obiettivo di salvaguardare la stabilità del sistema bancario. Rispetto al precedente accordo, è rimasta invariata la percentuale dell'8% ed è stata introdotta al denominatore le attività ponderate per le tre tipologie di rischio ( $A * RW$ ). Pertanto con Basilea 2 è stata introdotta la possibilità di "calcolare in modo più preciso le attività ponderate per il rischio, utilizzando diversi e più precisi sistemi di misurazione dei rischi di credito, del rischio di mercato e del rischio operativo" (Lucido & Renne, 2017)

Sempre con Basilea 2 entra in funzione un sistema di valutazione interno: il rating. Per valutare in modo oggettivo se la controparte è meritevole o meno di credito ci si affida ad un giudizio sintetico; questo va a vedere in una serie storica precedente di cinque anni quali sono le cause che ripetendosi nelle varie controparti hanno determinato con maggiore frequenza una situazione di criticità e tensione.

In seguito alla crisi finanziaria scoppiata tra il 2007 e il 2008, nasce Basilea 3 con lo scopo di rafforzare la struttura patrimoniale delle banche incrementando la qualità e la consistenza del capitale di vigilanza, rafforzando gli standard di liquidità, scoraggiando l'eccesso di leverage e di esposizione al rischio da parte delle banche e riducendo l'effetto di pro-ciclicità (Onlus Fondazione Culturale Responsabilità Etica, 2011)

In conclusione, Basilea 1, 2 e 3 hanno avuto un forte impatto sull'economia. Le banche italiane, in questi anni di crisi hanno continuato a finanziare le PMI, anche se prestando maggiore attenzione alle loro performance. Le aziende, per far fronte a queste normative, che in parte rappresentano un limite alla loro crescita, potrebbero redigere dei buoni bilanci, comunicare in maniera corretta l'evoluzione dell'azienda, adottare politiche di accrescimento del proprio capitale sociale e politiche di aggregazione tra aziende per avere in questo modo un maggiore dimensionamento della struttura imprenditoriale stessa.

## Capitolo 2 – L'accesso al credito bancario

SOMMARIO: 2.1 Il ruolo della gestione finanziaria. – 2.1.1 Fabbisogno finanziario delle PMI. – 2.1.2 Modalità di copertura del fabbisogno finanziario. – 2.2 Valutazione del merito creditizio: processo decisionale di erogazione del credito. – 2.2.1 Tipo di finanziamento. – 2.2.2 Garanzie. 2.3 Accesso al credito da parte delle PMI. 2.4 Criticità dell'accesso al credito bancario

### 2.1 Il ruolo della gestione finanziaria

Per gestione finanziaria si intende l'insieme delle decisioni e delle operazioni messe in atto dall'impresa con l'obiettivo di raccogliere fondi e impiegare capitale. Queste operazioni possono far sorgere oneri finanziari (es. interessi passivi) scaturenti dall'acquisizione di capitale di terzi e/o proventi finanziari attivi (es. interessi attivi, dividendi) derivanti per esempio dall'acquisizione di titoli o di partecipazioni.

Le fasi principali della gestione finanziaria sono quattro:<sup>5</sup>

- 1) Le imprese, prima di procedere con l'acquisizione delle risorse, devono pianificare gli investimenti necessari al fine del raggiungimento degli obiettivi prestabiliti ovvero stabilire quali fattori produttivi acquistare e utilizzare. Questa prima fase può causare alcune problematiche, soprattutto nel caso in cui il fabbisogno finanziario viene stimato nel lungo periodo.
- 2) La seconda fase riguarda la raccolta dei mezzi finanziari, indispensabili per l'acquisto dei fattori produttivi. Le imprese possono reperire finanziamenti attraverso due modalità: apportando risorse proprie (capitale proprio)<sup>6</sup> oppure ricorrendo al capitale di terzi<sup>7</sup>.
- 3) La terza fase prevede il raggiungimento dell'equilibrio tra mezzi raccolti e mezzi impiegati: è una fase strettamente legata alla precedente. La direzione finanziaria, nello scegliere le fonti di finanziamento, deve considerare diverse variabili, sia interne che esterne. Quelle interne si riferiscono ai programmi di investimenti aziendali e a differenza di quelle esterne, come per esempio variazione dei tassi, sono più facili da prevedere e quantificare. Sulla base di questi elementi, si deve cercare il giusto

---

<sup>5</sup> (Borsa Italiana, 2012)

<sup>6</sup> Si parlerebbe di autofinanziamento qualora l'impresa decidesse di utilizzare utili non distribuiti per coprire in modo autonomo parte del fabbisogno finanziario.

<sup>7</sup> Il finanziatore, ossia colui che fornisce i capitali necessari all'attività d'impresa, assume la qualifica di creditore e non di socio.

equilibrio tra il capitale proprio e il capitale di terzi; con riguardo a quest'ultimo, bisogna scegliere tra finanziamenti a breve o a medio-lungo termine.

- 4) L'ultima fase è quella del controllo. Bisogna regolarmente monitorare la situazione assicurandosi del corretto coordinamento tra progetti e azioni e segnalando eventuali deviazioni.

La gestione finanziaria è parte integrante del business d'impresa e condizione di sopravvivenza della stessa. Secondo alcune statistiche è il socio di maggioranza o l'amministratore ad occuparsi personalmente delle scelte finanziarie dell'impresa. "Nel 79% delle piccole imprese la gestione finanziaria è affidata al vertice aziendale, nel 15% dei casi al direttore amministrativo (che spesso risulta di estrazione contabile) e solo nel 3% delle piccole aziende è previsto un direttore finanziario" (Onetti, 2004). Le stesse statistiche dimostrano che questa situazione è simile anche per le medie imprese: la gestione finanziaria, nel 70% dei casi, viene gestita generalmente dall'imprenditore, nel 25% dei casi dal direttore amministrativo e solo nel 5% dei casi vi è presente una figura specifica.

Il fatto che la maggior parte delle aziende non dispongano di una autonoma funzione finanziaria può rallentare, o addirittura ostacolare, l'assunzione di decisioni finanziarie strategiche. Il successo di un'azienda dipende anche da una corretta gestione delle risorse finanziarie in modo tale da poter sostenere le spese, autofinanziarsi e gestire nella maniera più efficace i processi innovativi.

Uno dei principali obiettivi della gestione finanziaria è l'equilibrio finanziario, che deve essere raggiunto a condizioni tali da non destabilizzare l'equilibrio reddituale e patrimoniale.

### 2.1.1 Fabbisogno finanziario delle PMI

Sia in fase di costituzione, sia durante la normale operatività delle imprese, queste ultime necessitano di risorse finanziarie per far fronte ai loro investimenti di breve, medio e lungo termine.

Tutte le operazioni svolte dall'impresa<sup>8</sup> devono essere collegate tra di loro al fine di conseguire l'equilibrio finanziario aziendale<sup>9</sup>. In caso contrario, le imprese potrebbero necessitare di risorse finanziarie per far fronte al fabbisogno causato dallo sfasamento temporale tra incassi e pagamenti<sup>10</sup> e per detenere un minimo di fondi liquidi in cassa o presso gli Istituti creditizi.

---

<sup>8</sup> Operazioni di finanziamento, investimento, trasformazioni e disinvestimento

<sup>9</sup> Per equilibrio finanziario aziendale si intende la capacità dell'impresa di far fronte alle uscite monetarie utilizzando le proprie entrate.

<sup>10</sup> Lo sfasamento temporale tra incassi e pagamenti è rappresentato dal capitale circolante netto operativo (CCNO), dato dalla somma dei crediti commerciali a breve, delle liquidità immediate e del magazzino al netto dei

Tutte le imprese necessitano di capitali per finanziare i processi di investimento e per fronteggiare la gestione corrente. Il fabbisogno finanziario, definito come l'insieme dei mezzi finanziari necessari per il corretto svolgimento dell'attività d'impresa, è uguale alla somma del capitale fisso, indispensabile per l'acquisizione delle immobilizzazioni immateriali e materiali, e del capitale circolante, necessario per l'alimentazione delle tre principali fasi del processo produttivo d'azienda (acquisto, trasformazione e vendita). Le medie imprese necessitano di maggiori fondi per finanziare gli investimenti fissi, mentre le piccole imprese e microimprese necessitano di risorse per finanziare principalmente le scorte e il capitale circolante.

Assume rilevante importanza il *trade off* tra l'attesa di realizzo degli investimenti e la disponibilità di mezzi liquidi, quali cassa e banca. "Infatti, un allungamento dei tempi di liquidabilità degli investimenti, da cui una scarsità di mezzi monetari disponibili, determinerebbe di necessità il ricorso a nuove fonti di finanziamento per la copertura di vecchi finanziamenti." (Lucido & Renne, 2017, p. 6)

L'analisi sul fabbisogno finanziario può essere effettuata seguendo due prospettive diverse: una di tipo quantitativo e una di tipo qualitativo.

Dal punto di vista quantitativo, il fabbisogno finanziario si riferisce ad un preciso istante e coincide con il totale degli impieghi. Pertanto, l'indagine del fabbisogno deve essere incentrata sulla natura delle risorse acquistate, con l'obiettivo di verificare se l'ammontare dei mezzi finanziari a disposizione dell'impresa siano sufficienti a coprire gli investimenti in essere.

L'indagine sul fabbisogno finanziario di tipo qualitativo, invece, procede con la verifica della correlazione tra i finanziamenti e gli investimenti ossia va a controllare se le fonti di finanziamento a disposizione sono state impiegate in maniera corretta: affinché ci sia equilibrio finanziario è necessario che l'impresa impieghi le fonti a breve per finanziare gli investimenti a breve e le fonti a lungo per finanziare gli investimenti a lungo.

Infine, possiamo distinguere tra fabbisogno finanziario lordo e netto. Con il primo termine si fa riferimento all'ammontare dei capitali necessari per porre in essere gli investimenti programmati con il budget finanziario. Sottraendo al fabbisogno finanziario lordo l'autofinanziamento si ottiene, invece, il fabbisogno finanziario netto, ossia quanto effettivamente occorre all'impresa per la realizzazione degli investimenti programmati, riducendo in questo modo il ricorso ai finanziamenti esterni.

---

debiti non finanziari a breve. Qualora il CCNO fosse superiore a 0, si genererebbe un fabbisogno finanziario che dovrebbe essere coperto con fonti finanziarie onerose a breve termine. Per ridurre il fabbisogno finanziario derivante dalla gestione operativa, l'imprenditore dovrebbe cercare di diminuire le scorte in magazzino, ridurre il tempo di dilazione concesso ai clienti e contrattare con i fornitori per allungare i tempi di pagamento.

## 2.1.2 Modalità di copertura del fabbisogno finanziario

Una volta quantificato il fabbisogno finanziario è necessario scegliere le fonti di finanziamento necessarie alla copertura del fabbisogno finanziario netto.

La scelta delle fonti di finanziamento e la relativa modalità di utilizzo delle stesse deve tenere conto delle caratteristiche del fabbisogno, quali ciclicità, entità, grado di prevedibilità e genesi. “In sintesi, a parità di forma tecnica considerata, il costo effettivo che grava sull’azienda dipende dal grado di coerenza con la struttura del fabbisogno” (Biffis, 2015, p. 163)

“La definizione di fabbisogno finanziario del sistema azienda è utile per comprendere il nesso esistente tra il suddetto fabbisogno e il ricorso ai mezzi di terzi” (Giacosa, 2015). Per finanziare il fabbisogno, le imprese possono fare ricorso al capitale proprio o al capitale di terzi.

Il capitale proprio, che può essere apportato dai soci sia in fase di costituzione dell’impresa sia in un momento successivo, costituisce il capitale di rischio dell’impresa ed è destinato a permanere a lungo nell’impresa. I soci che hanno conferito il capitale in azienda vengono remunerati periodicamente e in modo residuale, ossia solamente in seguito alla copertura di tutti i costi inerenti all’attività imprenditoriale.

Le imprese, per coprire il fabbisogno finanziario, possono fare ricorso anche al capitale di terzi. È necessario tenere in considerazione che la maggioranza dei finanziamenti richiedono anche il pagamento degli oneri finanziari, con conseguente riduzione dell’auto finanziamento e aumento del fabbisogno finanziario, “creando così una spirale pressoché infinita.” (Trezzi, 2009, p. 116)

La forma più comune è quella del credito bancario, che può essere utilizzato dall’impresa sia per finanziare gli investimenti durevoli sia per finanziare l’attivo circolante. Diverse sono le categorie di finanziamento a cui possono fare ricorso le imprese:

- Prestiti bancari, i quali possono avere durata breve, media o lunga in base alle esigenze dell’impresa; questi, inoltre, vengono erogati dagli istituti creditizi tramite finanziamenti in conto corrente (es. aperture di credito in conto corrente, anticipazioni in c/c garantite da merci o titoli) oppure tramite finanziamenti a scadenza fissa (es. aperture di credito semplici, mutui ipotecari, sovvenzioni bancarie, leasing).
- Operazioni di smobilizzo, le quali consentono alle imprese di rendere liquidi i crediti commerciali prima della scadenza, attraverso il trasferimento di questi ultimi alle banche. Tra queste forme troviamo gli anticipi su fatture, lo sconto sbf e il factoring.
- Crediti di firma, attraverso i quali la banca offre ai terzi garanzie personali sulla solvibilità dell’impresa, impegnandosi ad accettare una tratta o di garantire un’obbligazione del cliente mediante avallo o fideiussione. (Biffis, 2015)

Sulla base di un'indagine effettuata dal Ministero dello Sviluppo Economico su 1000 PMI "eccellenti"<sup>11</sup>, emerge che la maggiore fonte di finanziamento è l'autofinanziamento, pari al 65,5% del totale delle fonti di finanziamento, seguita dai finanziamenti a medio lungo termine (34,6%) e dai contratti di leasing (21,1%). Inoltre, si constata che il 75,5% del campione non fa ricorso a fonti pubbliche per il finanziamento degli investimenti<sup>12</sup>.

## 2.2 Valutazione del merito creditizio: processo decisionale di erogazione del credito

Nel momento in cui un'impresa chiede per la prima volta un finanziamento ovvero quando questi ultimi sono prossimi a scadenza e l'impresa decide di rinnovarli, totalmente o parzialmente, la banca si pone il problema di una eventuale inadempienza da parte del cliente, la quale, qualora si trasformasse in insolvenza, produrrebbe conseguenze negative per la banca stessa. (Biffis 2015)

Le banche, durante lo svolgimento della loro attività di intermediazione, sono chiamate a verificare periodicamente la capacità delle imprese di restituire i prestiti loro concessi, al fine di garantire una regolare restituzione delle somme e dei relativi oneri finanziari applicati. Di fatto, le banche non trarrebbero alcun beneficio dall'instaurazione di rapporti con imprese che potrebbero non essere in grado di far fronte alle loro obbligazioni nei tempi e nei modi previsti dal contratto stipulato.

La banca, dunque, prima della concessione di un finanziamento, deve valutare l'affidabilità dell'impresa, e per fare ciò si avvale sostanzialmente di due strumenti fondamentali: da una parte si basa sulla valutazione fornita dal sistema di rating, dall'altra si avvale delle informazioni *soft* fornite dai gestori e dai manager presenti sul territorio che sono in una relazione più immediata e continua con il cliente al fine di costruire un approccio moderno e integrato alla valutazione del merito di credito.

È importante, pertanto, conoscere l'impresa, la sua storia imprenditoriale<sup>13</sup>, i risultati ottenuti finora, le ragioni per cui si è rivolta alla banca per chiedere l'affidamento e le fonti del rimborso del finanziamento stesso.

Per valutare il merito creditizio delle imprese, le banche devono esaminare quattro punti fondamentali:

---

<sup>11</sup> (Ministero dello Sviluppo Economico, 2015)

<sup>12</sup> Si nota inoltre una riduzione della percentuale all'aumentare della dimensione dell'impresa.

<sup>13</sup> A meno che la banca non si trovi di fronte a un'impresa in fase di start up. In tal caso la banca, prima della concessione del finanziamento, valuterà principalmente il curriculum dell'imprenditore o dei soci e il piano previsionale.



1. Analisi quantitativa: attraverso la quale si analizza il bilancio dell'impresa, un documento che riflette tutte le scelte assunte dall'imprenditore con riguardo alla produzione, al mercato e alle relazioni finanziarie. La banca non analizza soltanto il bilancio dell'ultimo esercizio, bensì, compara i dati principali di almeno due-tre esercizi, con l'obiettivo di valutare la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'azienda stessa e di rilevare eventuali irregolarità andamentali. Sulla base delle voci presenti nello Stato Patrimoniale e nel Conto Economico vengono calcolati alcuni indici<sup>14</sup> utili a capire se l'azienda è equilibrata sotto il profilo economico, finanziario e patrimoniale. Gli indici vengono valutati tutti congiuntamente al fine di dare una valutazione più corretta dell'andamento aziendale.
2. Analisi qualitativa: durante questa fase, la banca integra tutte le informazioni contabili del bilancio con altre informazioni utili per conoscere meglio il cliente. Vengono raccolte informazioni sull'attività svolta, sulla posizione dell'azienda sul mercato e sullo stadio in cui si trova l'azienda nel suo percorso (start up, sviluppo, maturità o declino). Durante questa fase è importante conoscere anche la storia, l'esperienza e la reputazione dei soci o del titolare, le caratteristiche del processo produttivo, i punti di forza e di debolezza dell'impresa e il rapporto che l'azienda ha con i clienti e i fornitori<sup>15</sup>. Di particolare importanza vi è la motivazione della richiesta di un finanziamento o di un aumento del fido già esistente. Il finanziatore deve conoscere tutte le informazioni sopra elencate al fine di poter individuare il tipo di affidamento più consono con la tipologia di fabbisogno che l'impresa richiede di coprire.
3. Analisi dei dati andamentali: un altro importante strumento che la banca ha a disposizione per la valutazione del merito creditizio è la Centrale dei Rischi, un sistema informativo che permette di conoscere quali sono gli affidamenti ottenuti dal cliente presso il sistema bancario e finanziario. Questo strumento è un servizio informativo presente presso la Banca d'Italia, alla quale tutti gli istituti bancari e finanziari soggetti alla sua vigilanza devono comunicare tutte le informazioni riguardanti le esposizioni verso la loro clientela. Generalmente, gli ultimi giorni di ciascun mese, le banche e gli istituti finanziari tenuti alla segnalazione, devono inviare alla Banca d'Italia un prospetto contenente il totale dei crediti nei confronti dei clienti: è necessario indicare solamente i crediti che superano i 30.000 euro e i crediti in sofferenza di qualsiasi importo. Successivamente, al termine della rilevazione mensile, la Banca d'Italia

---

<sup>14</sup> Per esempio: ROE, ROI, ROA, ROS, Grado di indebitamento, Indice di liquidità.

<sup>15</sup> Al fine di verificare se vi è un allineamento nei flussi finanziari tra incassi e pagamento.

fornisce un flusso di ritorno indicando la posizione complessiva del soggetto nei confronti dell'intero sistema bancario e finanziario. (Banca d'Italia, 2016)

4. Analisi dei dati prospettici: la Banca, nell'ambito della valutazione del merito creditizio deve conoscere l'andamento dell'esercizio in corso e gli obiettivi che l'azienda intende raggiungere in futuro. Per quanto riguarda il primo dato, la banca analizzerà la situazione contabile infra annuale ponendo particolare attenzione all'evoluzione dei costi e dei ricavi rispetto agli esercizi passati. I prospetti che invece evidenziano gli obiettivi futuri sono il budget e il business plan. Il budget è un documento che rileva i risultati economici e finanziari che l'impresa intende raggiungere<sup>16</sup>; il business plan invece è un documento che definisce le strategie, gli obiettivi e i mezzi necessari per la realizzazione di un determinato progetto<sup>17</sup>.

“Le piccole e medie imprese, che costituiscono la gran parte del sistema produttivo italiano, presentano alcune caratteristiche che rendono complessiva la valutazione del loro merito di credito. Rispetto alle grandi imprese, operano con livelli di capitalizzazione inferiori, hanno una capacità di investimento più limitata, livelli di redditività più contenuti. È stretta la connessione tra impresa e patrimonio personale dell'imprenditore. [...] Per la valutazione di questo tipo di imprese sono molto importanti le informazioni di natura qualitativa, la cui acquisizione è facilitata dal radicamento sul territorio, dalla conoscenza dell'economia locale, delle persone.” (Mieli, 2009, p. 4-5)

### 2.2.1 Tipo di finanziamento

Una volta analizzate tutte le informazioni a disposizione, la banca formula un giudizio finale sui rischi associati al cliente e sul suo grado di affidabilità. Le PMI che ottengono un giudizio positivo hanno maggiori probabilità di conseguire il finanziamento da parte delle banche. Migliore è il giudizio sull'impresa, minore sarà il rischio per la banca di non ottenere la restituzione di quanto prestato e il tasso di interesse applicato.

---

<sup>16</sup> Il budget viene realizzato in genere per simulare i programmi di gestione futura, per aiutare l'azienda a conseguire gli obiettivi di breve termine definiti in precedenza e per osservare le prestazioni reali dell'azienda (ODCEC 2014 )

<sup>17</sup> L'imprenditore, qualora volesse introdurre una linea di prodotto, dovrebbe redigere il business plan, all'interno del quale indicare quali sono gli investimenti da fare e la modalità con cui questi possano essere finanziati. Di norma i business plan sono ampliamenti ottimistici e in certi casi vengono letti dalle banche facendo anche un confronto con l'imprenditore per cercare di limare gli eccessi e arrivare a un piano più sostenibile. La redazione del business plan è dunque utile non solo per la richiesta di finanziamento ma anche per fare chiarezza sulla sua effettiva realizzazione.

Il giudizio sulla rischiosità delle imprese va rivisto periodicamente, perlomeno una volta all'anno, al fine di evitare eventuali cambiamenti strutturali o della performance dell'impresa.

La tipologia di finanziamento concessa dalle banche deve essere coerente con il tipo di fabbisogno che l'impresa intende coprire: un investimento durevole deve essere finanziato da fonti a medio/lungo termine altrimenti l'impresa potrebbe incorrere in una crisi dovuta alla mancanza di liquidità necessaria a rimborsare il debito, causando così un disequilibrio delle fonti aziendali. Ci deve essere dunque un coordinamento tra i flussi in entrata e in uscita.

Qualora dall'analisi dei dati presenti in bilancio dovesse risultare che l'azienda non necessita di fonti di terzi per coprire il fabbisogno derivante dall'attivo circolante<sup>18</sup>, la banca si aspetterebbe una motivazione ragionevole in seguito a una richiesta di affidamento in forma di smobilizzo crediti, essendo che l'impresa non presenta questa esigenza.

Dunque, le imprese dovrebbero chiedere finanziamenti a breve per coprire fabbisogni di capitale circolante e prestiti a medio-lungo termine per finanziare gli investimenti fissi. Questi ultimi danno un margine di ritorno nel lungo termine e la banca, prima di concedere il finanziamento, deve accertarsi del fatto che l'azienda sia in grado di generare nel lungo termine un autofinanziamento sufficiente a restituire il finanziamento concesso. Qualora il finanziamento o il mutuo presentasse una durata inferiore a 18 mesi, la restituzione di quanto prestato avverrebbe sulla base di un piano di ammortamento. (OECD, 2014)

### 2.2.2 Garanzie

L'articolo 2740 del codice civile afferma che "il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri."

Le garanzie non cambiano il giudizio espresso sulla controparte ma intervengono a mitigare il rischio finanziario che la banca si assume nel concedere il finanziamento all'impresa. Per le PMI, che sono caratterizzate da una scarsa capitalizzazione, le garanzie possono essere definite essenziali per la concessione del credito.

Le garanzie sono accessorie rispetto all'obbligazione principale: se non esiste il credito, la garanzia non ha motivo di sussistere. Si possono distinguere in:

- Garanzie personali: prevedono che un terzo soggetto, tipicamente il socio, intervenga prestando il suo impegno personale affianco della società affidata per garantire il positivo rimborso. La garanzia non verrà mai escussa se il debitore principale risponde

---

<sup>18</sup> Perché per esempio non vi sono scorte in magazzino o perché il periodo di dilazione concesso ai clienti è inferiore rispetto a quello concesso dai fornitori.

delle sue obbligazioni nei termini giusti e prospettati. Esempi di garanzie personali sono l'avallo e la fideiussione.

- Garanzie reali: sono generalmente fornite dall'impresa debitrice e ha come fine quello di vincolare un determinato bene, mobile o immobile, a garanzia di un debito ottenuto. Si parla in tal caso di pegno e ipoteca, le quali tutelano la banca nel caso in cui l'impresa non fosse in grado di rimborsare il prestito erogato in precedenza, riducendo in questo modo il rischio del prestito.

Le garanzie, inoltre, possono essere anche collettive, ossia rilasciate dai Consorzi di garanzia (o Confidi). Questi sono organismi collettivi che tutelano e supportano le piccole e medie imprese che in alternativa avrebbero difficoltà nel ricorrere al credito. I Confidi, a seguito di specifiche convenzioni effettuate con le banche, prestano la loro garanzia facilitando l'accesso al mondo del credito anche per le PMI, che in alternativa non beneficerebbero di un'ampia forza contrattuale. (Consorzio camerale per il credito e la finanza, 2016)

In caso di insolvenza del debitore, la possibilità di recuperare totalmente il credito erogato dipende dal valore dei beni concessi in garanzia. Per verificare se il valore dei beni copre il credito accordato, bisogna attivarsi per fare un'analisi patrimoniale (valutando il valore del bene nel caso in cui l'azienda venga liquidata) e un'analisi finanziaria dovuta al fatto che l'escussione della garanzia non segue immediatamente l'accertamento dell'insolvenza e la conseguente riscossione. (Biffis, 2015)

### 2.3 Accesso al credito da parte delle PMI

L'accesso al credito è vitale per le piccole e medie imprese italiane, soprattutto in un contesto economico come quello attuale. In seguito all'introduzione delle regole di Basilea<sup>19</sup>, le banche sono obbligate ad adeguarsi ai criteri stabiliti dalla normativa, particolarmente stringenti in termini di valutazione del rischio di credito, con conseguente difficoltà da parte delle imprese di ricorrere ai finanziamenti.

Come già affermato in precedenza, l'accesso al credito rappresenta una delle principali problematiche per le PMI, soprattutto se in fase di start-up. Nel 2008, come dimostrato da alcune statistiche basate sui dati Istat aggiornati al 2012, in seguito a diversi anni in cui le imprese non hanno incontrato grosse difficoltà nell'accedere al credito bancario, i bilanci aziendali dimostravano essere caratterizzati da un forte indebitamento, in particolare di breve termine.

---

<sup>19</sup> (BCBS, 2013)

Negli anni di crisi, il fabbisogno delle imprese ha riguardato principalmente il capitale circolante. Nella fase iniziale, le imprese hanno fatto ricorso al credito bancario soprattutto a causa della riduzione dei guadagni, legati sia al calo delle vendite sia alla difficoltà di ottenere l'incasso da parte dei clienti. La mancanza di liquidità all'interno del sistema produttivo aziendale ha comportato anche un ritardo nel pagamento dei fornitori. Le banche, dall'altro lato, hanno adottato il cosiddetto *credit crunch*, rendendo più difficile l'accesso al credito da parte delle imprese: il 43% delle imprese ha riscontrato all'inizio della crisi un peggioramento dell'accesso al credito; successivamente la percentuale si è ridotta fino ad arrivare al 20% nel 2010, con un forte incremento nei due anni successivi. Le ragioni di questo peggioramento sono variate nel corso degli anni. All'inizio della crisi, è aumentato in modo rilevante il costo del finanziamento<sup>20</sup> e il rischio per le banche di non vedersi restituire il prestito concesso. Inoltre, si è rilevato che il 15-20% delle imprese ha incontrato difficoltà nel riuscire a coprire il fabbisogno finanziario a causa delle richieste da parte delle banche di rimborsare anticipatamente il finanziamento concesso e delle accresciute difficoltà di conseguire i prestiti. (Banca d'Italia 2014).

Con riguardo ai finanziamenti a breve termine, le PMI hanno evidenziato un rallentamento da imputare all'inasprirsi della crisi finanziaria e al peggioramento delle condizioni di credito: i finanziamenti a breve termine concessi alle PMI sono calati dal 33,9%, nel 2007, fino al 26,6% nel 2012<sup>21</sup>. Le banche, nel decidere se concedere o meno finanziamenti alle imprese, guardano principalmente i loro equilibri di bilancio; in secondo luogo guardano le prospettive di crescita. Le criticità sopraindicate hanno fatto sì che le condizioni finanziarie delle imprese divenissero tese sin dall'inizio della crisi e rimanessero tali anche nel successivo periodo di lento recupero dell'attività produttiva. Le imprese con alti tassi di crescita del fatturato o degli investimenti, della produttività o propensione all'export sono state meno razionate nel periodo antecedente la crisi; durante la crisi, invece, neanche queste ultime hanno generalmente rilevato un miglioramento dell'accesso al credito. (Lucido & Renne, 2017)

La maggior parte delle PMI, come rilevato dai dati Istat del 2011, sia nel 2007 che nel 2010, hanno tentato di coprire il proprio fabbisogno attraverso il ricorso al credito, specialmente al finanziamento a breve e a medio-lungo termine. Date le difficoltà riscontrate dalle imprese nell'ottenere le risorse necessarie per lo svolgimento della loro attività, queste hanno cambiato le loro prospettive, iniziando a ricorrere maggiormente ad altri soggetti diversi dal sistema

---

<sup>20</sup> Sulla base delle statistiche elaborate da OECD e BLS nel 2013, si può affermare che l'aumento del costo del debito è stato maggiore per le PMI: infatti, nel 2011, il tasso medio di interesse applicato alle PMI era del 5%, superiore di 1,7 punti percentuali rispetto al tasso di interesse medio applicato alle grandi imprese.

<sup>21</sup> (Lucido & Renne, 2017)

bancario per procurarsi le fonti di finanziamento, in particolare a soggetti legati all'impresa da rapporti familiari, di amicizia o lavorativi. Altre modalità, quali leasing o aperture di credito in conto corrente, hanno evidenziato un maggiore successo a partire dal 2010, dato che circa il 30% delle imprese hanno cercato di accedervi.

## 2.4 Criticità dell'accesso al credito bancario

La dipendenza dal credito bancario comporta alcuni rischi per le imprese, quali<sup>22</sup>:

- Probabile attivazione di meccanismi pro-ciclici. Durante i periodi negativi del ciclo economico aumenta il numero di imprese che incontrano difficoltà nel rimborsare i prestiti ottenuti in precedenza dalle banche, con conseguenze negative sui bilanci di queste ultime. A loro volta le banche adottano una politica di offerta restrittiva ponendo maggiormente in difficoltà le imprese e avviando in questo modo un circolo vizioso.
- Difficoltà di copertura del fabbisogno finanziario nei periodi di riduzione dell'offerta di credito da parte delle banche, dovuto per esempio ad una crisi di liquidità o all'aumento del costo del denaro sui mercati finanziari.
- Dipendenza dalle prassi consolidate dei prestiti bancari, che mostrano una maggiore ricorrenza ai finanziamenti a breve termine e alle garanzie.
- Probabili conseguenze negative in termini di competitività sui mercati internazionali. Negli ultimi anni, il tasso di interesse che viene applicato alle imprese italiane per i prestiti concessi è superiore rispetto a quello applicato alle imprese appartenenti alla zona Euro.

Considerati anche gli aspetti negativi del credito, negli ultimi anni le imprese hanno cambiato la modalità di conseguimento del credito necessario allo svolgimento della loro attività. In particolare, con il Decreto Crescita emanato nel 2012, è stata introdotta la possibilità per le PMI di poter accedere al credito attraverso l'emissione dei minibond, ossia di strumenti obbligazionari, che verranno approfonditi nel successivo capitolo.

---

<sup>22</sup> (Calugi & Paglietti, 2013)

## Capitolo 3 – Nuove forme di finanziamento per le PMI

SOMMARIO: 3.1 Introduzione. – 3.2 Minibond: definizione, nascita e caratteristiche. – 3.3 Benefici fiscali per l'azienda. 3.4 Il primo caso in Italia: CAAR. – 3.5 L'evoluzione dei minibond in Italia nel corso degli anni.

### 3.1 Introduzione

Negli ultimi anni le imprese hanno cambiato modalità di reperire fonti per coprire il fabbisogno finanziario, esprimendo una netta preferenza per il canale obbligazionario.

In un periodo di crisi e di riduzione del credito da parte degli intermediari finanziari, specialmente dalle banche, per favorire la ripresa e lo sviluppo economico in Italia, sono stati introdotti nuovi strumenti utili per agevolare le imprese nella raccolta delle fonti di finanziamento, con il fine di rafforzare la struttura finanziaria e di ridurre la loro dipendenza dal credito bancario.

Il *credit crunch* attuato dalle banche è dovuto a due fenomeni: da un lato, le limitazioni sono imposte dalle banche stesse, che appaiono come i principali attori nell'erogazione del credito; dall'altro lato, è dovuto ai crediti deteriorati presenti nel bilancio delle imprese, i quali sono circa un quarto del totale dei prestiti ottenuti. Fino a qualche anno fa, le PMI ricorrevano principalmente al credito bancario per finanziare gli investimenti; solo successivamente, attraverso l'introduzione di misure volte a favorire la crescita e lo sviluppo delle imprese, queste ultime hanno iniziato a ricorrere a forme alternative, o meglio dire complementari al credito bancario, quali l'emissione di titoli obbligazionari. Le imprese devono rendere la propria struttura finanziaria efficiente, e ciò attraverso la diversificazione delle proprie fonti di finanziamento. (Troise , 2014)

I titoli obbligazionari emessi dalle PMI possono essere di breve termine (le cambiali finanziarie, generalmente emesse per finanziare l'attivo circolante) oppure di medio-lungo termine (minibond). Questi strumenti finanziari possono essere collocati su un segmento creato appositamente per le PMI e denominato ExtraMOT PRO, dedicato esclusivamente agli investitori qualificati.

Prima di procedere con l'emissione degli strumenti di debito, l'impresa deve sviluppare un piano strategico, indicando gli obiettivi e la modalità con cui verranno impiegate le risorse raccolte. Una volta definiti gli obiettivi, l'impresa deve ricorrere a una forma di finanziamento ragionevole rispetto alle proprie necessità aziendali. La scelta di utilizzare, per esempio, i minibond può essere assunta autonomamente dall'impresa oppure suggerita da professionalità competenti. In questo secondo caso, gli intermediari finanziari, specialmente le banche,

potrebbero agire in conflitto di interesse, consigliando alle imprese l'emissione dei minibond piuttosto che il ricorso all'affidamento, evitando in questo modo l'assunzione di un alto rischio con conseguenze negative per la banca stessa. (Cortese, Di Nallo, & Renzullo, 2016)

### 3.2 Minibond: definizione, nascita e caratteristiche

I minibond sono strumenti obbligazionari emessi dalle PMI, attraverso i quali queste ultime possono ricorrere al capitale di debito piuttosto che al credito bancario, oltrepassando in questo modo i vincoli di accesso al credito bancario, ampliati ulteriormente in seguito all'introduzione delle norme dettate da Basilea 3.

Prima del 2012, la possibilità di emettere questi titoli di debito era prevista dal Codice Civile (art. 2410-2420 per le Spa; art. 2483 per le Srl) e veniva utilizzato esclusivamente dalle società quotate.

La normativa che ha introdotto la possibilità anche per le PMI non quotate (escluse le micro-imprese) di emettere minibond è quella relativa al Decreto Sviluppo<sup>23</sup>. L'obiettivo di questa normativa è stato quello di sviluppare un nuovo strumento finanziario al fine di accrescere le opportunità a vantaggio di tutte le PMI, consentendo loro di reperire risorse finanziarie attraverso l'emissione di titoli obbligazionari.

Con l'introduzione del Decreto Sviluppo, vengono superati i limiti all'emissione di obbligazioni imposti dall'articolo 2412 del codice civile, il cui comma 1 prevede che un'impresa possa emettere obbligazioni per una somma complessivamente inferiore al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio d'esercizio approvato<sup>24</sup>. La normativa del 2012 ha sostanzialmente modificato il comma 5 del suddetto articolo con l'obiettivo di permettere anche alle società non quotate di emettere obbligazioni per un importo eccedente a quanto stabilito dal codice civile, purché le obbligazioni vengano quotate nei mercati regolamentati (es. MOT) o su sistemi multilaterali di negoziazione (es. Extra MOT) oppure diano il diritto di acquistare o di sottoscrivere azioni. Le imprese, dunque, qualora non vi siano limitazioni statutarie, possono emettere titoli obbligazionari previa deliberazione dell'organo competente.

---

<sup>23</sup> D.L. n.82 del 22 giugno 2012, convertito dalla L. 34/2012 e successivamente modificata dal Decreto Sviluppo bis (D.L. n. 179 del 18 ottobre 2012, convertito dalla Legge n. 212 del 2012).

<sup>24</sup> "La possibilità di emettere obbligazioni (destinate alla quotazione) in deroga ai limiti di cui all'art. 2412 c.c. risultava riservata alle sole società quotate con un'evidente (e in particolare ingiustificata) disparità di trattamento rispetto alla disciplina applicabile alle società non quotate" (Ferrari, et al. 2017, 117)



“I mini-bond, potendo essere emessi solamente con scadenza medio-lunga<sup>25</sup>, consentono un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento delle imprese. Tale allungamento può di conseguenza generare una maggiore coerenza tra la scadenza media dell’attivo patrimoniale e la durata media del passivo, con un generale miglioramento degli indici di bilancio che misurano la coerenza tra la liquidità degli investimenti e il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento. Nel complesso, i mini-bond garantiscono all’impresa stabilità del credito per un periodo medio-lungo, senza il rischio di richieste anticipate di rientro dalle linee di credito.” (Calugi & Paglietti, 2013, p. 15)

Le piccole e medie imprese non quotate possono emettere minibond a condizione che vengano rispettati alcuni requisiti (Gigliotti, 2012):

- L’ultimo bilancio d’esercizio dovrà essere analizzato da parte di un revisore legale o di una società di revisione legale iscritti nel Registro dei revisori legali o delle società di revisione.
- I minibond emessi dovranno essere destinati agli investitori qualificati.

Il Decreto, inoltre, prevedeva come ulteriore requisito l’assistenza di uno sponsor (es. banca, impresa di investimento, SGR), il quale aveva come obiettivo quello di fornire supporto alle PMI durante l’emissione e il successivo collocamento dei titoli. Questa disposizione ha subito una revisione al momento della conversione in legge, rendendola obbligatoria per le sole cambiali finanziarie.

Le fasi da seguire per l’emissione dei minibond sono:

- Analisi sulla fattibilità economico/finanziaria dell’emissione<sup>26</sup>
- Determinazione delle condizioni legate all’emissione, quali durata e ammontare del prestito, tasso di interesse, eventuali garanzie, piano di rimborso ecc.
- La valutazione del rating d’impresa (non obbligatorio per legge ma consigliabile al fine di rendere l’investimento più sicuro)<sup>27</sup>
- Ricerca degli investitori ed emissione dei titoli

Affinché le imprese possano successivamente procedere con la quotazione dei minibond sul mercato ExtraMot PRO, devono rendere pubblici gli ultimi due bilanci (di cui l’ultimo revisionato) e predisporre un documento informativo contenente informazioni sulla storia dell’impresa, sulla posizione che occupa nel mercato, sull’andamento economico-finanziario, sui principali azionisti e così via. “Successivamente alla quotazione è richiesta la pubblicazione

---

<sup>25</sup> Durata superiore ai 3 anni. Sulla base di alcune statistiche, la scadenza media è di 5,4 anni. (Silvello, 2017)

<sup>26</sup> Per valutare la fattibilità dell’emissione, in genere, l’impresa si rivolge ad un *advisor*, il quale ha il compito di supportare l’impresa nell’operazione e di affiancarla nei rapporti con gli altri soggetti.

<sup>27</sup> Presente nel 19% dei casi (Silvello, 2017)

di bilanci annuali revisionati, dei giudizi di rating se pubblici, l’informativa relativa a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti, ed eventuali informazioni di carattere tecnico legale alle caratteristiche degli strumenti (es. date di pagamento degli interessi, cedole, piano di ammortamento).” (Borsa Italiana, 2013)

L’emissione dei minibond comporta sia vantaggi che svantaggi. Per quanto attiene i vantaggi, si può evidenziare la possibilità per le imprese emittenti di rimborsare la somma ottenuta attraverso due modalità differenti: *bullet*, ossia interamente a scadenza e *ammortising*, ovvero a rate (generalmente semestrali o annuali) sulla base di un piano di ammortamento. Un secondo vantaggio è ricondotto all’opportunità di poter emettere il titolo senza alcuna garanzia: sulla base delle statistiche elaborate dal “Barometro Minibonds – Market trends” al 31 dicembre 2016, il 78% delle emissioni avvengono senza l’assistenza di alcuna garanzia. Infine, l’impresa trae alcuni benefici fiscali che verranno approfonditi nel paragrafo successivo. Per quanto riguarda invece gli svantaggi, si può osservare che l’impresa, qualora non pagasse le cedole, potrebbe incorrere nel rischio di dover restituire anticipatamente l’intera somma. (Silvello, 2017)

### 3.3 Benefici fiscali per l’azienda

Grazie all’emissione dei minibond, le imprese, oltre al miglioramento della loro gestione finanziaria<sup>28</sup>, traggono alcuni benefici fiscali, quali (Arlotta, Calvani, Bortoletti, & Coda Negozio, 2014):

- Deducibilità degli interessi passivi: le PMI possono dedurre ai fini IRES il costo sostenuto per il pagamento degli interessi passivi sui titoli emessi e quotati nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, nei limiti del 30% del reddito operativo lordo (ROL) relativo all’ultimo bilancio. Qualora i titoli non fossero quotati, la deducibilità sarebbe possibile solamente se venisse accertato tramite apposita certificazione che gli investitori qualificati, detentori dei titoli della società, non possiedano più del 2% del capitale sociale e che l’effettivo beneficiario dei proventi abbia la residenza in Italia o in uno dei Paesi “*White List*”;
- Deducibilità dei costi d’emissione: tutte le spese sostenute dalle imprese per l’emissione dei minibond<sup>29</sup> sono interamente deducibili nell’esercizio (sulla base del principio di cassa)

---

<sup>28</sup> Grazie alla diversificazione dei debiti e alla riduzione dei rischi associati alla dipendenza dei prestiti bancari.

<sup>29</sup> Ad esempio il costo di un sponsor/arranger per l’individuazione degli investitori, il costo relativo alla consulenza prestata dall’advisor, il costo del revisore per l’autenticazione del bilancio.

- Esenzione delle imposte indirette di registro, di bollo, ipotecarie e catastali sulle eventuali garanzie prestate per l'emissione dei minibond. È prevista inoltre una imposta sostitutiva pari allo 0,25%.

L'emissione dei minibond apporta dei benefici anche agli investitori, come per esempio l'esenzione della ritenuta alla fonte sugli interessi e proventi percepiti. In seguito all'introduzione del Decreto Sviluppo, è stata estesa anche alle società non quotate la stessa disciplina in materia di ritenute prevista per le spa quotate (D.Lgs. 239/1996), la quale prevede l'applicazione dell'imposta sostitutiva pari al 26% ai soggetti cosiddetti "nettisti" (quali persone fisiche, soggetti previsti dall'articolo 5 del TUIR<sup>30</sup>, enti non commerciali e soggetti esenti dall'imposta sul reddito delle società) a condizione che i minibond siano quotati nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.<sup>31</sup> (Di Diego, 2016)

### 3.4 Il primo caso in Italia: CAAR

La prima PMI italiana non quotata che ha utilizzato questo metodo come fonte di finanziamento si chiama CAAR S.p.A<sup>32</sup> ed è un'azienda piemontese, conosciuta a livello internazionale, che offre servizi di alta ingegneria.

Il primo luglio 2013 l'azienda ha emesso sul mercato ExtraMOT Pro un minibond, in collaborazione con la Banca di Credito Cooperativo di Cherasco<sup>33</sup>, per un ammontare di 3 milioni di euro al tasso fisso del 6,5% e con scadenza quinquennale a rimborso ammortizzato.<sup>34</sup>

Il Presidente e l'Amministratore delegato di CAAR, rispettivamente Paolo Mombelli e Francesco Ellena, hanno dichiarato in un'intervista<sup>35</sup>, al momento dell'emissione dei minibond, che questa "servirà a finanziare un importante piano di sviluppo" spiegando che "la strategia operativa prevede un raddoppio del personale, che ad oggi conta circa 80 collaboratori, e una serie di iniziative volte ad accrescere il volume d'affari di CAAR, con una particolare attenzione ai mercati internazionali che stiamo monitorando e presidiando da tempo."

---

<sup>30</sup> Ad eccezione delle società in nome collettivo, società in accomandita per azioni ed equiparate.

<sup>31</sup> Nel caso dei minibond non quotati, l'eliminazione della ritenuta alla fonte è resa possibile a condizione che questi siano destinati agli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (O.I.C.V.M) (D.L. 145/2013)

<sup>32</sup> *Consulting Automotive Aerospace Railway*

<sup>33</sup> La Banca di Cherasco svolge il ruolo di sponsor. Inoltre è coinvolto un terzo soggetto, l'ADB S.p.A, che occupa il ruolo di advisor.

<sup>34</sup> La società rimborsa ogni anno il 20% del minibond, a partire dal 1 luglio 2015. (CAAR, 2013)

<sup>35</sup> (Corriere della sera, 2013)

Il prestito obbligazionario emesso è denominato “Caar Fixed Rate Bond 2018” ed è composto da massimo 60 obbligazioni del valore nominale di 50.000 euro cadauna<sup>36</sup>. L’emissione dei minibond è stata deliberata dall’assemblea straordinaria dei soci con delibera del 6 maggio 2013 depositata successivamente presso il registro delle imprese. (CAAR, 2013)

L’emissione delle obbligazioni ha portato risultati positivi sin dal primo anno. Come si riesce a notare dal bilancio al 31/12/2013<sup>37</sup>, il fatturato ha registrato un incremento del 11% rispetto all’anno precedente e un utile in crescita. Inoltre, sono stati raggiunti ottimi risultati anche a livello occupazionale: più di venti le nuove assunzioni, con un impatto positivo sull’età media dei dipendenti, la quale è scesa al di sotto dei 35 anni. Infatti, Ellena ha affermato che “il punto di forza di una società di ingegneria è la competenza. Ecco perché abbiamo deciso di assumere tanti dipendenti, e tutti a tempo indeterminato, perché chi lavora deve avere certezza del futuro”. (EconomyUp, 2014)

Risultati positivi sono stati raggiunti anche negli esercizi successivi: il fatturato e l’utile si dimostrano essere in crescita continua. Al 31/12/2015 l’impresa ha registrato una crescita del valore della produzione, il quale risulta essere pari a 8,8 milioni di euro, il 33% in più rispetto all’anno precedente. Inoltre, si colgono segnali positivi anche dall’analisi del patrimonio netto, di importo pari a 677 mila euro, il quale evidenzia una crescita di oltre il 40% rispetto all’anno precedente. (CAAR, 2016)

Infine, come rilevato dalla società stessa nel Comunicato Stampa di settembre 2014<sup>38</sup>, una parte delle fonti raccolte dall’emissione dei minibond è stata utilizzata per acquistare nuove società, tra cui la STI di Bolzano e la B&B di Belo Horizonte, con l’obiettivo di espandersi e di creare nuove opportunità di lavoro.

Analizzati gli effetti dell’emissione di minibond sulla società in oggetto, si può arrivare alla conclusione che anche le PMI possono finanziarsi con successo ricorrendo direttamente ai mercati attraverso l’emissione di titoli obbligazionari.

---

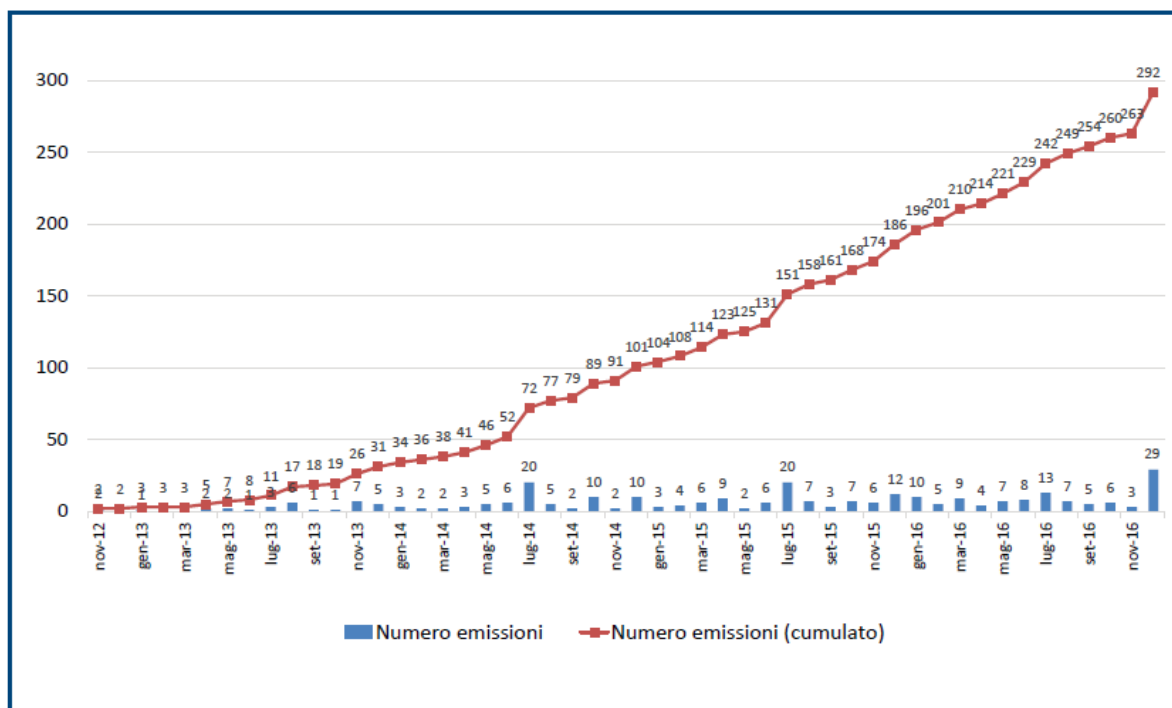
<sup>36</sup> Non è previsto alcun criterio di riparto. Le obbligazioni sono state assegnate ai sottoscrittori in base alle loro richieste e fino al raggiungimento dei tre milioni di euro. La chiusura della sottoscrizione è avvenuta una settimana dopo l’apertura dell’offerta.

<sup>37</sup> Disponibile online su: [http://www.caar-to.it/RepositoryPdf/bilancio\\_2013.PDF](http://www.caar-to.it/RepositoryPdf/bilancio_2013.PDF) [ultimo accesso 11/06/2017]

<sup>38</sup> Disponibile online su: [http://www.caar-to.it/RepositoryPdf/comunicato\\_stampa\\_settembre\\_2014.PDF](http://www.caar-to.it/RepositoryPdf/comunicato_stampa_settembre_2014.PDF) [ultimo accesso 11/06/2017]

### 3.5 L'evoluzione dei minibond in Italia nel corso degli anni<sup>39</sup>

Come affermato nel paragrafo precedente, la prima PMI che ha fatto ricorso all'emissione di questi titoli obbligazionari come fonte di finanziamento alternativa al credito bancario è stata la CAAR S.p.A.



Fonte: 3° Report Italiano sui minibond – Flusso temporale delle emissioni di mini-bond fino al 31 dicembre 2016 (figura 3.1)

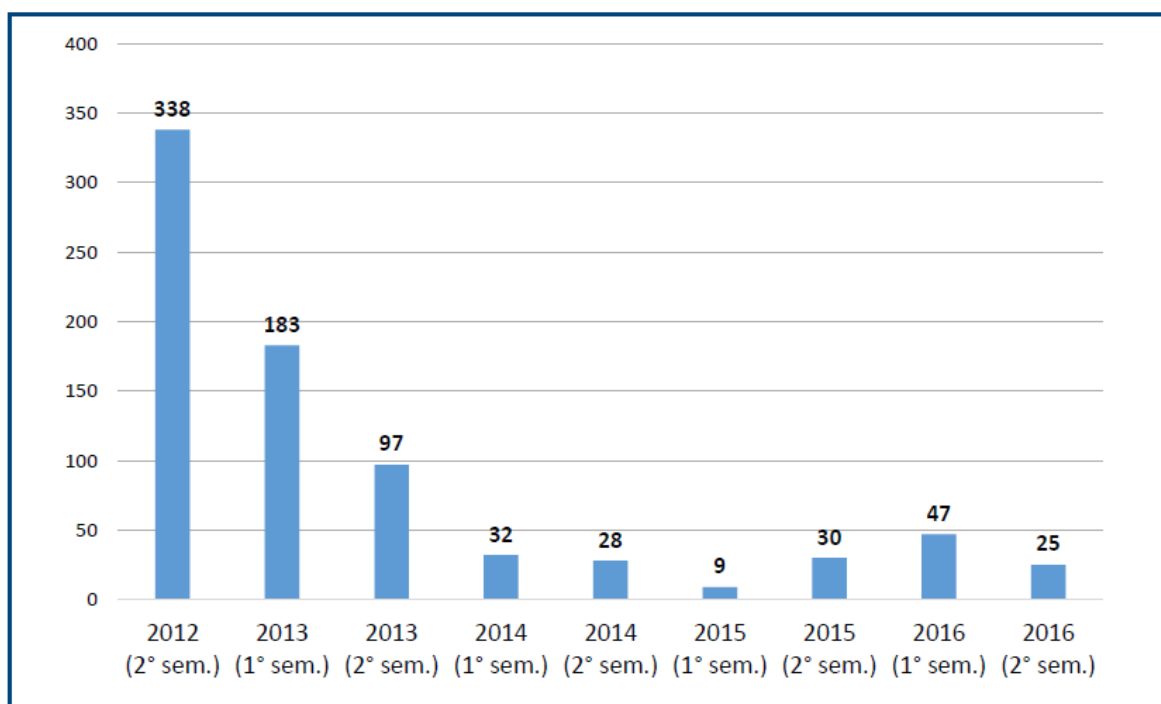
La figura 3.1 evidenzia come si è evoluto nel corso degli anni il mercato dei minibond: il campione conta su 292 emissioni effettuate da 222 imprese (di cui 104 di piccola e media dimensione). Dalla figura si osserva come i primi segnali di sviluppo del mercato dei minibond siano ricondotti alla seconda metà del 2013 e soprattutto alla seconda metà dell'anno successivo. La distribuzione bimestrale delle emissioni è poco regolare, con evidenti picchi ad ottobre 2013 e luglio 2014. Il 15 gennaio 2015, a circa due anni dalla nascita dell'ExtraMOT PRO<sup>40</sup>, sono stati emessi 104 strumenti obbligazionari e la maggior parte di questi prevedono

<sup>39</sup> (Politecnico di Milano, 2017)

<sup>40</sup> Il segmento ExtraMOT PRO è stato attivato l'11/02/2013.

il rimborso attraverso la modalità *bullet*. Per quasi tutto il 2015 e il 2016 si nota una crescita lineare, con evidenziato il record di 29 emissioni nel mese di dicembre 2016<sup>41</sup>.

La figura 3.2, invece, evidenzia il valore medio delle emissioni in ogni semestre. Nel 2012 e nel 2013 i valori medi risultano essere molto alti rispetto agli anni successivi e questo è dovuto al fatto che le PMI hanno iniziato ad emettere minibond solamente a partire dal 2013, momento dal quale il valore è diventato più stabile. Nel 2016, le emissioni di obbligazioni sono state 106, con un valore medio pari a 47 milioni nel primo trimestre e 25 milioni nel secondo.



Fonte: 3° Report Italiano sui minibond – Valore medio delle emissioni in ogni semestre (valori in milioni di euro).

Figura 3.2

Per quanto riguarda la scadenza, fino al 2015, il valore medio era compreso tra i 4 e i 5 anni. Nel 2016, invece, si osserva un aumento, il quale si aggira attorno ai 5,7 anni. Non sempre la scadenza coincide con la restituzione del capitale: nonostante la modalità *bullet* sia sempre stata in vantaggio (55% dei casi), nel 2016 si è visto aumentare il numero di emissioni *amortizing*, generalmente scelte dalle PMI, per le emissioni sotto i 50 milioni di euro e con scadenza lunga. Infine, per quanto concerne la remunerazione, questa avviene mediante il pagamento di cedole periodiche (generalmente semestrali o annuali), le quali possono essere fisse oppure indicizzate (es. al tasso Euribor). Le statistiche si dimostrano stabili nel corso degli anni e dimostrano che mediamente quasi il 90% dei mini-bond paga una cedola fissa, compresa tra il 5% e il 6%, con un valore medio pari a 5,36%. Il tasso di interesse, inoltre, è inferiore per le PMI rispetto alle

<sup>41</sup> Questi dati sono relativi a tutte le emissioni. Di 292 emissioni, 201 sono quotate nel segmento ExtraMOT PRO, 20 sono quotate su altri mercati e 71 non sono quotate.

grandi imprese e questo è dovuto in parte anche alla scadenza dei titoli obbligazionari, la quale risulta essere più breve nel caso delle PMI.

## Conclusioni

La crisi finanziaria, scoppiata nel 2007, ha avuto conseguenze negative sull'intero sistema economico, evidenziando in particolar modo la debolezza strutturale delle piccole e medie imprese italiane, caratterizzate da un forte indebitamento e da una eccessiva dipendenza dal canale bancario. Il peso dei prestiti sul totale delle fonti e la continua evoluzione del rapporto banca-impresa<sup>42</sup>, rendono il modello di finanziamento debole e inadatto a sostenere la crescita delle imprese nel medio-lungo termine.

Tutto questo è stato accompagnato da una concessione del credito più selettiva da parte degli intermediari finanziari, specialmente dalle banche, costringendo le imprese a ricorrere a forme alternative di finanziamento. In questo scenario macroeconomico complicato si è sviluppato il minibond, uno strumento finanziario alternativo al prestito bancario.

La diffusione di questa nuova forma di finanziamento ha avuto come obiettivo quello di favorire la crescita e lo sviluppo delle imprese, anche di piccola e media dimensione, indipendentemente dal fatto che queste siano quotate nei mercati regolamentati o sottoposte ai rating ai fini dell'emissione, favorendo in questo modo anche l'accesso degli investitori qualificati nel sistema produttivo delle PMI italiane.

Per concludere, le PMI, nonostante gli ostacoli incontrati nel corso degli anni, sono riuscite a considerare i minibond dei preziosi alleati per favorire la loro crescita grazie allo sfruttamento delle potenzialità che questi strumenti di finanziamento offrono.

---

<sup>42</sup> Imputabile sia ad una maggiore regolamentazione bancaria sia a fattori esogeni, quali globalizzazione e crisi economica. (ODCEC, 2014 )



## Bibliografia

- Arlotta, C., Calvani, C., Bortoletti, F., & Coda Negozio, E. (2014). *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Minibond, cambiali finanziarie, Aim, Progetto Elite, Spac, incentivi allo sviluppo*. Franco Angeli.
- Banca d'Italia. (2014). *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*. Indagini campionarie.
- Banca d'Italia. (2016, Giugno 15). Centrali dei rischi - Istruzioni per gli intermediari creditizi. *Circolare n. 139 dell'11 febbraio 1991*. Tratto il giorno Maggio 26, 2017 da [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c139/Circolare\\_139\\_15\\_aggiornamento.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c139/Circolare_139_15_aggiornamento.pdf)
- BCBS. (2013). *Basel Committee on Banking Supervision*. Tratto il giorno Giugno 7, 2017 da <https://www.bis.org/bcbs/>
- Biffis, P. (2015). *Le operazioni e i servizi bancari*. (P. Biffis, & U. Rigoni, A cura di) Giappicchelli.
- Borsa Italiana. (2012, Febbraio 12). *La gestione finanziaria*. Tratto il giorno Maggio 2017, 15 da <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/gestione-finanziaria179.htm>
- Borsa Italiana. (2013, Novembre). *Borsa Italiana*. Tratto il giorno Giugno 8, 2017 da <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/extramotpro/extramotpro.htm>
- CAAR. (2013). *Documento di ammissione*. Tratto il giorno Giugno 10, 2017 da CAAR: [http://www.caar-to.it/RepositoryPdf/PRESTITO\\_PO.pdf](http://www.caar-to.it/RepositoryPdf/PRESTITO_PO.pdf)
- CAAR. (2016). *La costante crescita di Caar lancia segnali positivi al mercato degli investimenti*. Comunicato Stampa - Bilancio 2015. Tratto il giorno Giugno 11, 2017 da [http://www.caar-to.it/RepositoryPdf/comunicato\\_stampa\\_bilancio\\_2015.pdf](http://www.caar-to.it/RepositoryPdf/comunicato_stampa_bilancio_2015.pdf)
- Calugi, R., & Paglietti, G. (2013). *I mini-bond*. Milano: Fourcolors S.r.l.
- Cesarini, F. (2003). Incontro di studi: Impresa, risparmio e intermediazione finanziaria: aspetti economici e profili giuridici. Incontro di Studi - Università Cattolica
- Consorzio camerale per il credito e la finanza. (2016). Accesso al credito: percorsi e strumenti per le PMI. Milano. Tratto il giorno Maggio 30, 2017 da <http://www.consorziocreditoefinanza.it/wp-content/uploads/2016/04/Vademecum.pdf>
- Corriere della sera. (2013). Minibond: Caar, lancio slitta da oggi al 3 giugno per burocrazia. *Corriere della sera*.
- Cortese, F., Di Nallo, L., & Renzullo, E. (2016). *Le condizioni per la diffusione dei minibond*. IPE Working Paper. Tratto il giorno Giugno 3, 2017 da [http://www.ipeistituto.it/master/images/file-pdf/IPE\\_working\\_paper\\_8\\_2016\\_.pdf](http://www.ipeistituto.it/master/images/file-pdf/IPE_working_paper_8_2016_.pdf)

«Decreto Sviluppo 83/2012.» s.d.

[http://www.agid.gov.it/sites/default/files/leggi\\_decreti\\_direttive/dl-22-giugno-2012-n.83\\_0.pdf](http://www.agid.gov.it/sites/default/files/leggi_decreti_direttive/dl-22-giugno-2012-n.83_0.pdf) (consultato il giorno Giugno 7, 2017).

Di Diego, S. (2016). *Come fare un piano industriale e reperire le risorse finanziarie. Tutto quello che occorre sapere per crescere e superare la crisi*. FrancoAngeli.

EconomyUp. (2014). "20 assunzioni e 4 nuove società": così il minibond ci ha fatto crescere". *EconomyUp*.

Ferrari, A., Gualandri, E., Landi, A., Venturelli, V., & Vezzani, P. (2017). *Strumenti e prodotti finanziari: bisogni di investimento, finanziamento, pagamento e gestione dei rischi*. Torino: Giappichelli.

Giacosa, E. (2015). *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*. Franco Angeli.

Gigliotti, A. (2012, Settembre). *Decreto crescita e ultime novità fiscali*. Ipsoa.

Lucido, N., & Renne, F. (2017). *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*. Roma: Fondazione Nazionale dei Commercialisti.

Mieli, S. (2009, Dicembre 15). *Fare credito in tempo di crisi*. Tratto il giorno Maggio 27, 2017 da Sito Web Banca d'Italia: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2009/mieli\\_151209.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2009/mieli_151209.pdf)

Ministero dello Sviluppo Economico. (2015, Ottobre). *Indagine sulle "PMI eccellenti": sintesi dei principali risultati*. Roma.

Modina. (2010). *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*. FrancoAngeli.

ODCEC. (2014). *Il rapporto banca - piccola-media impresa: strumenti e fondamenti*. Linee Guida dell'esperienza torinese, Torino.

OECD. (2014). *OECD Studies and Entrepreneurship, Italy: Key Issues and Policies*. OECD Publishing.

Onetti, A. (2004, Marzo). *Internazionalizzazione d'impresa e agevolazioni finanziarie. Evidenze di un'analisi empirica*. In "Sistemi & Impresa". 51-59. VA.

Onlus Fondazione Culturale Responsabilità Etica. (2011). *Gli accordi di Basilea sulla vigilanza bancaria*. Tratto da valori.

Orlando, A. (2015). Conferenza: *Il nesso tra funzionamento della giustizia e competitività è fortissimo*.

- Orsini, C. (2015). *Da Basilea 1 a Basilea 3*. Tratto da <http://www.rn.camcom.it/promozione/imprenditoria-femminile/materiale-orsini-sem-3-doc.-1>
- Politecnico di Milano. (2017, Febbraio). 3° Report italiano sui Mini-Bond. Milano: Politecnico di Milano - Dipartimento di Ingegneria Gestionale.
- Renda, A., & Luchetta, G. (2013). *L'europa e le piccole e medie imprese: come rilanciare la sfida della competitività*. (D. p. europee, A cura di)
- Scheda informativa SBA*. (2015). Tratto da <https://ec.europa.eu/> [data di ultimo accesso 10/06/2017]
- Silvello, A. (2017, Gennaio 4). Barometro Minibond: Market trends.
- Trezzi, S. (2009). *La pianificazione aziendale. Teoria e applicazione*. Milano: Franco Angeli.
- Troise, G. (2014). *Come finanziare le PMI*. IPSOA.
- Ufficio Studi IPE. *I project work dei master IPE 2016. Strumenti, ricerche applicative e casi aziendali*. Franco Angeli, 2016.