



**BUSINESS ADMINISTRATION AND ACCOUNTING STUDIES**

**ALBERTO MAZZOLENI**

# **L'INDEBITAMENTO FINANZIARIO NELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE**

**Vincolo o acceleratore nel processo di crescita?**



**G. Giappichelli Editore**



Procedura per l'approvazione dei volumi in Collana e referaggio.

La pubblicazione di una monografia nella Collana è subordinata al verificarsi di due circostanze:

- a) accettazione della proposta editoriale presentata dall'autore/i secondo il formato definitivo dalla collana;
- b) ottenimento di un giudizio positivo sul volume da parte di due revisori anonimi.

La proposta editoriale segue questo iter:

- la proposta viene inviata all'Editor in Chief attraverso la casella di posta elettronica [csr.ba.management@unito.it](mailto:csr.ba.management@unito.it) (con richiesta di ricevuta) nel format previsto per la collana dall'Editore;
- valutazione da parte dell'Editor della proposta/manoscritto il quale decide del rigetto o dell'invio al referaggio; nel processo di valutazione si può avvalere del supporto del Comitato Scientifico;
- le proposte che ottengono un giudizio positivo sono senz'altro accettate;
- le proposte che ottengono un giudizio non pienamente positivo sono rivalutate dall'Editor avvalendosi del Comitato Scientifico per formulare il giudizio definitivo.

All'accettazione della proposta editoriale segue il referaggio del volume.

Il referaggio è condotto da due revisori (referee). Questi possono essere scelti nell'ambito del Comitato Scientifico, ma anche al di fuori di esso, fra accademici che possiedano competenze adeguate sui temi trattati nella monografia inseriti nell'elenco dei referee.

I revisori sono scelti dall'Editor. I revisori non devono conoscere il nome dell'autore del volume oggetto di valutazione. L'Editor contatta i revisori individuati e invia loro, attraverso la casa editrice, il volume debitamente reso anonimo.

I revisori formulano il loro giudizio entro due mesi dal ricevimento del volume. Il giudizio è articolato secondo i punti contenuti in una scheda di referaggio appositamente redatta.

Il giudizio viene inviato all'Editor. Se, per entrambi i revisori, il giudizio è positivo e senza suggerimenti di revisione, il volume viene passato direttamente alla stampa. Se uno o entrambi i revisori propongono correzioni, l'Editor, inoltra i suggerimenti all'autore perché riveda il suo lavoro. Il lavoro corretto viene nuovamente inviato all'Editor che lo sottopone a una seconda revisione da svolgersi entro il termine massimo di un mese. In caso di giudizi contrastanti, l'Editor decide se acquisire un terzo parere, stampare comunque il volume o rifiutarlo.

### *Advisory Board*

Presieduto dal Prof. Valter Cantino

Prof. Paolo Andrei (Università di Parma)

Prof. Nunzio Angiola (Università di Foggia)

Prof. Luigi Brusa (Università di Torino)

Prof. Lino Cinquini (Scuola Superiore Sant'Anna Pisa)

Prof. Luciano D'Amico (Università di Teramo)

Prof. Roberto Di Pietra (Università di Siena)

Prof. Francesco Giunta (Università di Firenze)

Prof. Giorgio Invernizzi (Università Bocconi)

Prof. Alessandro Lai (Università di Verona)

Prof. Luciano Marchi (Università di Pisa)

Prof. Libero Mario Mari (Università di Perugia)

Prof. Andrea Melis (Università di Cagliari)

Prof. Luigi Puddu (Università di Torino)

Prof. Alberto Quagli (Università di Genova)

Prof. Ugo Sostero (Università di Venezia Ca' Foscari)

ALBERTO MAZZOLENI

# L'INDEBITAMENTO FINANZIARIO NELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

Vincolo o acceleratore nel processo di crescita?



G. Giappichelli Editore

Copyright 2020 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO  
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX: 011-81.25.100  
<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-921-3401-0  
ISBN/EAN 978-88-921-8810-5 (ebook - pdf)

*Editor in Chief*  
Prof. Piero Pisoni

Comitato Scientifico  
Prof. Marco Allegrini (Università di Pisa)  
Prof. Paolo Pietro Biancone (Università di Torino)  
Prof. Paolo Ricci (Università Sannio di Benevento)  
Prof. Pier Luigi Marchini (Università di Parma)  
Prof.ssa Katia Corsi (Università di Sassari)



Opera distribuita con Licenza Creative Commons  
Attribuzione – non commerciale – Non opere derivate 4.0 Internazionale

*Stampa:* Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org) e sito web [www.clearedi.org](http://www.clearedi.org).

# Indice

*pag.*

|                                                               |           |
|---------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Inquadramento del lavoro e considerazioni introduttive</b> | <b>IX</b> |
|---------------------------------------------------------------|-----------|

## **1.**

### **Il sistema azienda e il suo fabbisogno finanziario**

|                                                                                                  |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1. Il sistema azienda                                                                          | 1  |
| 1.2. Il fabbisogno di risorse finanziarie                                                        | 7  |
| 1.3. Gli elementi che incidono sul fabbisogno finanziario                                        | 12 |
| 1.4. L'impatto della crescita aziendale sul fabbisogno finanziario nelle piccole e medie imprese | 18 |

## **2.**

### **La struttura finanziaria dell'azienda**

|                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------|----|
| 2.1. La struttura finanziaria dell'azienda                                      | 23 |
| 2.1.1. La struttura finanziaria dell'azienda in un'ottica statica               | 24 |
| 2.1.2. La struttura finanziaria dell'azienda in un'ottica dinamica              | 30 |
| 2.2. La definizione della struttura finanziaria per una piccola e media impresa | 33 |

### 3.

#### Il finanziamento della piccola e media impresa

|          |                                                              |     |
|----------|--------------------------------------------------------------|-----|
| 3.1.     | I finanziamenti bancari                                      | 39  |
| 3.2.     | Le forme di debito alternative alle banche                   | 47  |
| 3.2.1.   | Il <i>rating</i>                                             | 47  |
| 3.2.1.1. | <i>Rating</i> esterno                                        | 53  |
| 3.2.2.   | I finanziamenti all'impresa di tipo non bancario             | 64  |
| 3.2.3.   | I mini-bond                                                  | 68  |
| 3.2.4.   | Le cambiali finanziarie                                      | 80  |
| 3.2.5.   | I fondi di <i>private debt</i>                               | 84  |
| 3.2.6.   | Gli strumenti di debito ibridi                               | 88  |
| 3.3.     | Il ricorso al mercato del capitale                           | 91  |
| 3.3.1.   | Il mercato dei capitali per le PMI                           | 92  |
| 3.3.2.   | Il processo d'ammissione e quotazione in AIM Italia          | 103 |
| 3.3.3.   | Gli attori coinvolti nella quotazione                        | 110 |
| 3.4.     | Il <i>private equity</i>                                     | 116 |
| 3.5.     | La scelta della forma di finanziamento tra debito e capitale | 122 |

### 4.

#### L'indagine empirica

|          |                                                                                    |     |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 4.1.     | Introduzione                                                                       | 125 |
| 4.2.     | Il campione                                                                        | 125 |
| 4.3.     | La metodologia della ricerca                                                       | 130 |
| 4.3.1.   | Indicatori rilevanti per l'analisi                                                 | 131 |
| 4.3.2.   | Matrice informativa delle società analizzate                                       | 135 |
| 4.3.3.   | Evoluzione del posizionamento delle aziende nella matrice informativa nel triennio | 137 |
| 4.3.4.   | Caratteristiche delle aziende star selezionate                                     | 138 |
| 4.4.     | Risultati                                                                          | 138 |
| 4.4.1.   | Regione Lombardia                                                                  | 138 |
| 4.4.1.1. | Le imprese lombarde                                                                | 150 |
| 4.4.1.2. | Le attese delle imprese lombarde star                                              | 153 |
| 4.4.1.3. | Le imprese lombarde in avvio di declino                                            | 164 |
| 4.4.1.4. | Le imprese lombarde in crisi                                                       | 168 |
| 4.4.2.   | Italia                                                                             | 171 |

|                                                                                | <i>pag.</i> |
|--------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| 4.4.2.1. Le imprese italiane star                                              | 182         |
| 4.4.2.2. Le imprese italiane in avvio di declino                               | 186         |
| 4.4.2.3. Le imprese italiane in crisi                                          | 189         |
| 4.4.3. Le imprese tedesche con particolare riferimento alla regione della Ruhr | 192         |
| 4.4.3.1. Confronto Italia-Germania                                             | 203         |
| 4.4.4. Le aziende che hanno emesso mini-bond al 31/12/2018                     | 210         |
| 4.4.5. Le aziende che si sono quotate nel biennio 2017 e 2018                  | 225         |
| <br><b>Conclusioni</b>                                                         | <br>229     |
| <br><b>Appendice</b>                                                           | <br>243     |
| <br><b>Bibliografia</b>                                                        | <br>251     |



## Inquadramento del lavoro e considerazioni introduttive

La crescita delle piccole e medie imprese costituisce un fenomeno di estrema rilevanza, anche in virtù della diffusione delle stesse nel tessuto economico italiano. La struttura finanziaria dell'azienda può influenzarne la crescita, in quanto la difficoltà nel reperire adeguate risorse finanziarie ne rappresenta un ostacolo.

Nell'ultimo decennio, si è assistito ad un progressivo disimpegno del sistema bancario nei confronti del finanziamento delle piccole e medie imprese per gli investimenti durevoli. In aggiunta, una serie di interventi normativi ha introdotto alcuni strumenti finanziari alternativi a quelli bancari. Questo mutato contesto stimola l'approfondimento di una serie di strumenti finanziari alternativi al debito bancario, che si mostrano particolarmente adatti alle piccole e medie imprese.

Il lavoro ha come **obiettivo** quello di approfondire la relazione esistente tra la scarsità di risorse finanziarie e la crescita delle piccole e medie imprese, anche in un'ottica di diversificare il processo di approvvigionamento delle risorse finanziarie. In particolare, il volume approfondisce l'opportunità di ricorrere agli strumenti di finanziamento alternativi al debito bancario, sia nelle diverse fasi della vita aziendale, sia in relazione alla specifica situazione economica, finanziaria e patrimoniale. In particolare, viene proposto un "modello di selezione delle fonti di finanziamento" con il quale l'azienda può comprendere le modalità di copertura dei propri fabbisogni finanziari con particolare riferimento agli strumenti diversi da quelli bancari. In aggiunta, tali strumenti vengono descritti ed illustrati negli elementi di pregio e debolezza.

Il **valore aggiunto** della ricerca è coerente al contesto attuale di riferimento. La crisi strutturale che sta coinvolgendo le piccole e medie imprese e la mutazione regolamentare evidenziano una differente prospettiva nell'ambito del processo di finanziamento. In particolare, il progressivo disimpegno del sistema bancario da alcune tipologie di finanziamenti e il disinteresse per certi settori economici necessitano la comprensione e valutazione di strumenti di finanziamento alternativi a quelli bancari. In aggiunta, è venuta a manifestarsi una

certa incompetenza manageriale ed inadeguatezza patrimoniale delle piccole e medie imprese italiane, che non ha portato allo sviluppo di una adeguata cultura finanziaria. Ciò è dovuto principalmente all'abbondanza di credito offerto dal sistema bancario fino al 2008, alla capacità delle banche di soddisfare le varie esigenze di investimento, nonché alla modesta capacità di selezione dei soggetti affidati.

La ricerca è stata sviluppata attraverso due **fasi**.

La *prima fase* è di natura teorica. È stata condotta una *literature review* (e, per alcuni aspetti, anche l'analisi della prassi professionale) con riferimento ad una serie di aspetti di osservazione. In primo luogo, il fenomeno della crescita delle piccole e medie imprese, sia attraverso una differenziazione tra gli stessi, sia osservandone l'impatto sul fabbisogno di risorse finanziarie. In secondo luogo, il fabbisogno finanziario – analizzato sia in chiave quantitativa sia qualitativa – è stato relazionato alla struttura finanziaria delle piccole e medie imprese, esaminandone l'impatto. In aggiunta, sono state analizzate le peculiarità e modalità di funzionamento degli strumenti finanziari alternativi al debito bancario, anche ponendo in essere una comparazione con gli strumenti bancari tradizionali. Come ultimo, l'attenzione è stata focalizzata su alcuni elementi rilevanti nella scelta delle fonti di finanziamento, con particolare enfasi sull'alternativa tra il capitale a pieno rischio e quello di debito.

Nonostante una intensa letteratura avente per oggetto la struttura finanziaria delle piccole e medie imprese, gli studiosi non si sono focalizzati in modo approfondito e schematico sul tema della scelta tra debito, capitale o strumenti ibridi. Inoltre, non è stato verificato il possibile impiego di strumenti di finanziamento alternativi a quelli bancari, che invece rappresenta attualmente una modalità diffusa per soddisfare le esigenze finanziarie delle piccole e medie imprese in Italia.

L'obiettivo di fondo della prima fase è stato quello di individuare una serie di spunti di riflessione finalizzati alla creazione di una bozza di “modello di selezione delle fonti di finanziamento” che evidenzia le possibili modalità di copertura dei fabbisogni finanziari delle piccole e medie imprese, con particolare riferimento alle fonti alternative al canale bancario. È stata, quindi, elaborata una prima bozza teorica del modello.

La *seconda fase* è di natura empirica. In essa, la bozza teorica del “modello di selezione delle fonti di finanziamento” elaborata nella prima fase è stata testata e, successivamente, resa definitiva. La popolazione è costituita da 642.308 società di capitali attive operanti sul territorio italiano, di cui 123.481 nella Regione lombarda (che costituisce quella più industrializzata d'Italia). Il campione effettivamente analizzato è formato da 8.821 imprese della regione Lombardia e 41.094 aziende italiane. Esse sono operanti nei principali settori di attività (se-

condo la classificazione delle attività economiche Ateco), redigono i bilanci secondo gli artt. 2423 ss. c.c. hanno un valore della produzione nel 2018 che si colloca tra 5 e 250 milioni di euro (banca dati Aida-Bureau van Dijk). Sotto il profilo temporale, sono stati analizzati i bilanci degli ultimi tre esercizi disponibili (2016-2018).

L'analisi empirica è stata anche condotta su un campione comparabile a quello italiano. In particolare, si è scelto quello tedesco, che è caratterizzato da una molteplicità di piccole e medie imprese. Partendo da una popolazione di 198.715 società di capitali attive in Germania, sono state individuate 11.874 società di capitali che redigono i bilanci secondo i principi contabili tedeschi, il cui valore della produzione nel 2018 è tra 5 e 250 milioni di euro (banca dati Amadeus-Bureau van Dijk). Sotto il profilo temporale, sono stati analizzati i bilanci degli ultimi tre esercizi disponibili (2016-2018).

Nell'ambito di tale indagine, sono stati individuati i principali valori medi di una serie di indicatori economici, finanziari, patrimoniali e di crescita delle aziende del campione. In virtù dei suddetti indicatori, il "modello di selezione delle fonti di finanziamento" abbozzato nella prima fase è stato completato e le imprese del campione sono state collocate nei vari quadranti del modello. Grazie alla classificazione che ne è derivata, è stato possibile individuare le possibili modalità di copertura dei fabbisogni finanziari con particolare riferimento agli strumenti non bancari. Il modello è poi stato completato mettendo a sistema alcuni indicatori di economicità e, successivamente, collocando le aziende all'interno di una matrice di classificazione in relazione agli indicatori analizzati. I suddetti indicatori sono quelli comunemente impiegati da analisti e agenzie di rating per attribuire alle aziende il giudizio di *investment grade* e *not investment grade* e sono, altresì, coerenti con i valori medi calcolati nel campione utilizzato.

Il modello proposto distingue le aziende nei gruppi seguenti:

- star ed eccellenti: hanno un elevato livello di redditività (superiore al 7%), una buona capacità di rimborso dei debiti finanziari (meno di 5 anni) e, per quanto riguarda il gruppo star, un'elevata crescita registrata nel triennio;
- mature: hanno un basso rapporto d'indebitamento finanziario (inferiore a 5) e una redditività inferiore al 7%;
- in avvio di declino: hanno una capacità di rimborsare i debiti finanziari medio bassa (compresa fra i 5 e i 10 anni) e una redditività inferiore al 7%;
- in sviluppo: hanno registrato una redditività alta (superiore al 7%) e un indebitamento finanziario medio alto (compreso fra 5 e 10);
- in crisi: hanno una redditività bassa (inferiore al 7%) e indebitamento finanziario molto elevato (superiore ai 10 anni);

- in risanamento: hanno una bassa capacità di rimborso dei debiti finanziari (in media superiore ai 10 anni) contrapposta a un’elevata redditività (superiore al 7%).

Il modello è stato applicato su più annualità per individuare e descrivere gli spostamenti dei casi analizzati tra i quadranti della matrice, mentre non sono state considerate le imprese con redditività negativa.

In aggiunta, sono state approfondite le attese di alcune delle imprese italiane del campione (in particolare, quelle star) direttamente mediante l’effettuazione di un’intervista condotta nel 2018, durante la quale è stata chiesta la compilazione di un questionario (allegato nell’Appendice) e accolte osservazioni e commenti. Tale intervista, effettuata dall’autore, è stata rivolta agli amministratori/manager. Le imprese intervistate – identificate anche con la collaborazione delle associazioni industriali – sono state ventotto. Ogni azienda è stata oggetto di una intervista, per un totale di ventotto interviste. Ogni intervista ha avuto una durata media di quattro ore.

L’analisi empirica è stata, inoltre, condotta per le imprese che, al 31/12/2018, hanno fatto ricorso a strumenti di finanziamento diversi da quelli bancari, ossia i mini-bond e la quotazione (biennio 2017-2018) sui mercati regolamentati, quali MIV, MTA e AIM Italia<sup>1</sup>. L’indagine ha permesso di confrontare la capacità segnaletica del modello con il comportamento concreto degli operatori, in relazione al ricorso a forme di finanziamento alternative a quelle bancarie.

La fase finale della ricerca è orientata alla formulazione delle conclusioni, delle implicazioni teoriche e pratiche, e delle limitazioni della stessa.

**L’approccio** adottato è ispirato ai principi base della *Grounded Theory*<sup>2</sup>. In essa, le fasi dell’osservazione e della teorizzazione procedono di pari passo e sono avvinte da un processo di circolarità. In particolare, la teoria si formalizza per stadi successivi sulla base dell’analisi delle informazioni acquisite, influenzando le modalità di raccolta dei dati attraverso l’attività di codifica tipica del modello. I dati raccolti *in the field* (ossia mediante le interviste) e l’utilizzo delle banche dati sono stati destrutturati, confrontati ed analizzati affi-

---

<sup>1</sup> MIV (Mercato degli Investment Vehicles) è il mercato regolamentato di Borsa Italiana creato con l’obiettivo di offrire capitali, liquidità e visibilità ai veicoli d’investimento con una definita visione strategica. MTA (Mercato Telematico Azionario) è gestito da Borsa Italiana, dove vengono negoziati diritti d’opzione, obbligazioni convertibili, warrants e azioni o quote di organismi d’investimento collettivo del risparmio quotati in Borsa. AIM Italia (Alternative Investment Market) è il mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole medie imprese italiane.

<sup>2</sup> P. Corbetta (2005), *La ricerca sociale: metodologia e tecniche*, Vol. III, *Le tecniche qualitative*, Il Mulino, Bologna. B. Glaser, A. Strauss (1967), *The discovery of Grounded Theory*, Aldine Publishing Company, Chicago.

ché fosse possibile evidenziare elementi utili alla costruzione di un “modello di selezione delle fonti di finanziamento”, che costituisce l’output della ricerca.

Il lavoro è articolato in **quattro capitoli**. Il Capitolo 1 si focalizza sulle peculiarità del sistema azienda che possono influenzare il fabbisogno finanziario delle piccole e medie imprese. In aggiunta, gli aspetti della crescita aziendale vengono analizzati nell’ottica di osservarne l’impatto sulle richieste finanziarie.

Il Capitolo 2 è incentrato sulla tematica della struttura finanziaria di una piccola e media impresa, anche in un’ottica di scelta tra le possibili fonti di finanziamento alternative del capitale a pieno rischio e del debito.

Il Capitolo 3 esamina le differenti opportunità di finanziamento delle piccole e medie imprese, sia di natura tradizionale sia innovativa. In particolare, vengono analizzate le peculiarità di alcuni strumenti alternativi, quali mini-bond, cambiali finanziarie, fondi di debito e altri strumenti di debito ibridi. È stato inoltre approfondito il ricorso al mercato del capitale e al *private equity*. Come ultimo, è stata elaborata una bozza teorica del “modello di selezione delle fonti di finanziamento” in grado di evidenziare le possibili modalità di copertura dei fabbisogni finanziari delle piccole e medie imprese, con particolare enfasi al possibile utilizzo dei predetti strumenti.

Il Capitolo 4 contiene l’analisi empirica, con l’obiettivo di creare una versione definitiva del “modello di selezione delle fonti di finanziamento”.



# 1.

## Il sistema azienda e il suo fabbisogno finanziario

### 1.1. Il sistema azienda

*L'analisi del concetto di "azienda" è funzionale alla comprensione di una serie di aspetti che influenzano il fabbisogno finanziario, che sarà oggetto della trattazione successiva.*

L'opera applica la teoria sistematica, in quanto essa permette di analizzare l'effetto di ogni componente del sistema azienda sulle necessità finanziarie. Questa teoria ha origine a partire dalla prima metà del ventesimo secolo grazie al pensiero dello Zappa. In particolare, l'azienda è stata definita come una "coordinazione economica in atto istituita e retta per il soddisfacimento dei bisogni umani". In altri termini, l'azienda viene intesa come una "coordinazione di operazioni economiche" nella quale gli elementi vitali sono rappresentati dall'uomo e dalla ricchezza. Per raggiungere i propri fini, l'azienda esegue una serie di attività tra di loro coordinate nell'ambito di una relazione con il contesto di riferimento: si pensi all'attività di produzione, all'approvvigionamento e al consumo della ricchezza<sup>1</sup>.

La teoria sistemica esalta la durabilità dell'azienda, enfatizzando la sua capacità di "durare e perdurare". Infatti, in qualità di "istituto economico destinato a perdurare" volto al soddisfacimento dei bisogni dell'uomo, l'azienda viene considerata come un'unità economica permanente volta al soddisfacimento sistematico di una serie di obiettivi<sup>2</sup>. Inoltre, viene rimarcata la funzione sociale dell'azienda. Infatti, l'azienda viene definita come un insieme di persone che opera nell'ambito di una comunità di lavoro, coinvolta da una

---

<sup>1</sup> G. Zappa (1927), *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano, pp. 30 e 40. G. Zappa (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo I, Giuffrè, Milano, pp. 37 e 416.

<sup>2</sup> G. Zappa, *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, cit., p. 30. G. Zappa (1946), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 32.

serie di interessi di varia natura (sia economici sia sociali)<sup>3</sup>.

Una serie di discepoli dello Zappa ha rafforzato il pensiero della teoria sistemica. Tra questi, si ricordano l'Amaduzzi e l'Onida. Nella definizione di azienda, l'Amaduzzi definisce l'azienda come "un sistema di forze economiche", un "sistema unitario" costituito da risorse umane e materiali, complementare rispetto al contesto, che pone in essere un processo di produzione e/o di consumo a favore del soggetto economico e di altri soggetti in essa operanti<sup>4</sup>.

Riferendosi all'Onida, l'azienda è "un mobile complesso o un sistema dinamico" dotato di "unitarietà pur nella sua molteplicità" e di "permanenza nella sua mutabilità" volto al soddisfacimento dei bisogni umani. Con riferimento alla "unitarietà pur nella sua molteplicità", essa viene rappresentata come un complesso economico unitario, formato da una serie di componenti connessi e interdipendenti, seppur caratterizzati da molteplici sfaccettature. L'azienda raggiunge un connotato di unità e unicità grazie alle intense relazioni esistenti tra le operazioni poste in essere, le quali hanno un senso compiuto soltanto se considerate in una logica di sistema. Con riferimento alla "permanenza nella sua mutabilità", il continuo mutare delle variabili interne ed esterne non inficia il perdurare e la continuità dell'azienda nel tempo, grazie al mantenimento delle relazioni tra gli elementi componenti dell'azienda<sup>5</sup>. L'Onida così come il Masini riprendono il concetto di azienda come una comunità di individui che manifestano in essa una serie di interessi economici e sociali<sup>6</sup>.

Il concetto di "istituto" – introdotto dallo Zappa – è stato oggetto di un intenso dibattito da parte dei suoi discepoli. L'istituto è stato inteso come una unità, grazie alla complementarietà degli elementi costituenti, volta al raggiungimento di obiettivi comuni. In tale contesto interpretativo, l'istituto è un "complesso di elementi e di fattori, di energie e di risorse personali e materiali" operante nel rispetto di leggi di natura fisica, economica, sociologica, religiosa e di tipologia, stabile nel tempo, dinamico e autonomo<sup>7</sup>. Di conseguenza, se l'azienda è una "unità elementare"<sup>8</sup> o una "cellula vitale" nell'ambito dell'ordinamento economico<sup>9</sup>, essa può essere intesa come "l'ordine strettamente eco-

---

<sup>3</sup> G. Zappa (1962), *L'economia delle aziende di consumo*, Giuffrè, Milano, p. 299 ss.

<sup>4</sup> A. Amaduzzi (1972), "Il sistema aziendale ed i suoi sottosistemi", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 72(1), p. 3 ss.

<sup>5</sup> P. Onida (1965), *Economia d'Azienda*, Utet, Torino, p. 3 ss.

<sup>6</sup> C. Masini (1960), *L'organizzazione del lavoro nell'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 37 ss. P. Onida, *Economia d'Azienda*, cit., pp. 94-III.

<sup>7</sup> C. Masini (1974), *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino, p. 10.

<sup>8</sup> P. Onida (1971), *Economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, p. 4.

<sup>9</sup> G. Zappa (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, Giuffrè, Milano, p. 166.

nomico” che permette lo sviluppo delle attività economiche vengono poste in essere dagli istituti<sup>10</sup>. In tale contesto e volendo rimarcare l’importanza dell’azienda nello stesso, l’azienda è considerabile come il primo sistema economico nell’ambito del sistema economico universale<sup>11</sup>.

Basandosi sulle logiche della teoria sistemica, è opportuno ampliare ulteriormente il concetto di azienda con lo scopo di comprenderne una serie di caratteristiche che possono influenzare il fabbisogno finanziario.

L’azienda è stata altresì delineata come “lo strumento dell’umano operare in campo economico” finalizzato al soddisfacimento dei bisogni umani. In altri termini, essa rappresenta l’unità di base con la quale l’attività economica viene posta in essere da parte di un gruppo di individui nell’intento di soddisfare i bisogni umani<sup>12</sup>. Nell’ambito dell’attività economica, l’impiego di risorse scarse richiede necessariamente la minimizzazione del sacrificio e la massimizzazione dell’utilità<sup>13</sup>.

In qualità di “sistema”, l’azienda è un insieme costituito da elementi interrelati tra loro in modo unitario rappresentati dal fattore umano e da quello materiale<sup>14</sup>. Le relazioni tra le componenti lo rendono un sistema olistico, ossia inscindibile: in altri termini, il cambiamento di uno degli elementi costituenti comporta la modificazione anche degli altri, rendendo indispensabile un nuovo processo di coordinamento tra i vari componenti per salvaguardare la sopravvivenza aziendale. Il sistema azienda che ne deriva assume caratteristiche proprie, differenti rispetto a quelle delle singole componenti<sup>15</sup>.

L’elemento umano è formato da persone o gruppi di persone che prestano un servizio lavorativo per ottenerne una remunerazione. Al contrario, l’elemento materiale è costituito dal capitale monetario e dai mezzi di produzione. Si tratta di elementi indispensabili affinché l’attività economica possa essere espletata: da un lato, l’uomo è risorsa fondamentale per il suo apporto di forza lavoro-

---

<sup>10</sup> G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda (1994), *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, p. 39.

<sup>11</sup> A. Amaduzzi (1968), *Manuale di contabilità aziendale*, Utet, Torino, p. 16.

<sup>12</sup> G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d’azienda*, Giuffrè, Milano, p. 4. P. Onida, *Economia d’azienda*, cit., p. 4 ss.

<sup>13</sup> G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, p. 113 ss.

<sup>14</sup> G. Farneti (2007), *Economia d’Azienda*, Franco Angeli, Milano, p. 7. G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., p. 5. S. Sarcone (1997), *L’azienda*, Giuffrè, Milano, p. 27.

<sup>15</sup> F. Favotto (2001), *Economia aziendale*, McGraw-Hill, Milano, p. 4. G. Ferrero, *Istituzioni di economia d’azienda*, cit., p. 5 ss. G. Melis (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, p. 35. E. Viganò (1996), *L’economia aziendale e la ragioneria*, Cedam, Padova, p. 25. G. Zappa, *Il reddito d’impresa*, cit., p. 13.

ro, dall'altro la componente materiale è indispensabile perché permette all'azienda di dotarsi di altri fattori produttivi<sup>16</sup>.

Si è detto che il sistema azienda pone in essere una serie di attività economiche. Esse possono essere classificate diversamente, in relazione ad una serie concatenata di criteri (quali i bisogni da soddisfare, l'oggetto delle stesse e i gruppi di individui che vengono coinvolti). In particolare, l'azienda può porre in essere un'attività di consumo o un'attività di produzione. L'attività di consumo (detta anche di erogazione) è volta a soddisfare – in modo diretto e durevole – i bisogni umani di uno specifico soggetto o gruppo di soggetti, che diventano i beneficiari del consumo. L'attività di produzione è, invece, finalizzata a soddisfare la domanda di mercato, ossia pone in essere una soddisfazione indiretta dei bisogni umani<sup>17</sup>.

In virtù dell'attività economica posta in essere, l'azienda può essere diversamente classificata. È un'"azienda di consumo" quell'azienda che esplica un'attività di consumo, mentre è un'"azienda di produzione" (anche detta di "produzione per il mercato" o "impresa") quella che pone in essere un'attività di produzione. Esiste poi un'"azienda composta" o "mista", che effettua sia l'attività di consumo sia quella di produzione, in quanto il nucleo produttivo è funzionale a quello di consumo<sup>18</sup>.

*Diventa ora interessante definire ulteriormente il sistema azienda, in quanto le sue peculiarità possono influenzare le necessità finanziarie.* In particolare, la teoria sistemica ha definito lungamente il sistema azienda con una serie di caratteristiche proprie. In quest'opera, si è scelto di esaltarne alcune, che risultano altrettanto influenti sui bisogni finanziari manifestati. In particolare, il sistema è stato definito come sociale, teleologico, economico, aperto e dinamico<sup>19</sup>.

Il sistema azienda è sociale, poiché esso rappresenta lo strumento con il quale le persone (o gruppi di persone) pongono in essere un'attività economica. Pertanto, l'elemento umano è il fulcro del sistema, perché lo rende funzionante: soltanto la presenza del fattore umano attribuisce capacità cognitiva pro-

---

<sup>16</sup> E. Borghoni (1990), "Il comportamento economico della persona", in Id. (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano, p. 3. F. Cerbioni (1998), "I processi di acquisizione/utilizzo del fattore lavoro", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, II ed., Giappichelli, Torino, p. 269.

<sup>17</sup> A. Amaduzzi (1993), *Manuale di Economia aziendale*, Cacucci, Bari, p. 46 ss. L. D'Alessio (2002), *Il budget nel sistema di bilancio dello Stato*, Giappichelli, Torino, p. 1. G. Ferrero, *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 4 ss.

<sup>18</sup> F. Giunta (2008), *Economia aziendale*, Cedam, Padova, p. 4 ss. P. Mella (1992), *Economia Aziendale*, Utet, Torino, p. 190 ss.

<sup>19</sup> U. Bertini (1990), *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, p. 82 ss. G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., p. 5 ss. G. Melis, *Elementi di Economia Aziendale*, cit., p. 35 ss.

pria all'azienda. La presenza della componente umana influenza i bisogni finanziari dell'azienda – poiché portatrice di valori, desideri e obiettivi – che possono essere soddisfatti attraverso una adeguata dotazione finanziaria.

Il sistema azienda è anche considerato teleologico, poiché esso non possiede un obiettivo proprio, se non quello attribuitogli dall'uomo per il soddisfacimento delle proprie necessità. Pertanto, l'azienda non ha finalità proprie: esse le vengono attribuite dall'uomo e dal gruppo di uomini che in essa operano. Il raggiungimento di tali obiettivi necessita una certa dotazione finanziaria affinché l'attività economica possa essere espletata<sup>20</sup>.

In aggiunta, il sistema azienda è altresì economico, poiché esso utilizza dei beni economici, cioè con una disponibilità limitata. Ne deriva la necessità di effettuare una scelta di priorità nel loro impiego. In altri termini, a parità di condizioni, l'azienda deve ricercare il migliore output con il minor impiego di risorse<sup>21</sup>. La dotazione propria di risorse influenza i bisogni finanziari che l'azienda manifesta all'esterno. A parità di altre condizioni, una maggiore dotazione di beni economici comporta una minore necessità finanziaria e viceversa.

Inoltre, il sistema azienda è aperto, poiché esso pone in essere una serie di relazioni con l'ambiente esterno. Ciò deriva dalla non autosufficienza dell'azienda, che ha necessità di riversare oltre i propri confini i propri fabbisogni di natura molteplici. Dall'esterno derivano sia opportunità sia condizionamenti, seppur l'azienda punti a mantenere una propria autonomia economica<sup>22</sup>. Secondo alcuni autori, l'azienda è meglio definibile come selettivamente aperta, poiché mostra spesso una apertura relativa verso il suo contesto con particolare riferimento a quei condizionamenti favorevoli o più facilmente gestibili<sup>23</sup>. L'apertura verso l'esterno, influenzando l'operatività aziendale, genera una serie di necessità finanziarie, anche spesso non prestabilite.

Infine, il sistema azienda è dinamico se l'azienda è in grado di gestire gli scambi con il suo contesto – derivanti dall'essere sistema aperto – in modo flessibile, proattivo o di adattamento mutevole. Al manifestarsi di ogni nuova situazione, l'azienda deve tendere ad un nuovo equilibrio dinamico, grazie al

---

<sup>20</sup> A. Amaduzzi (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, p. 24 ss.

<sup>21</sup> A. Pastore (1984), *La funzionalità economica dell'impresa*, Cacucci, Bari, p. 23.

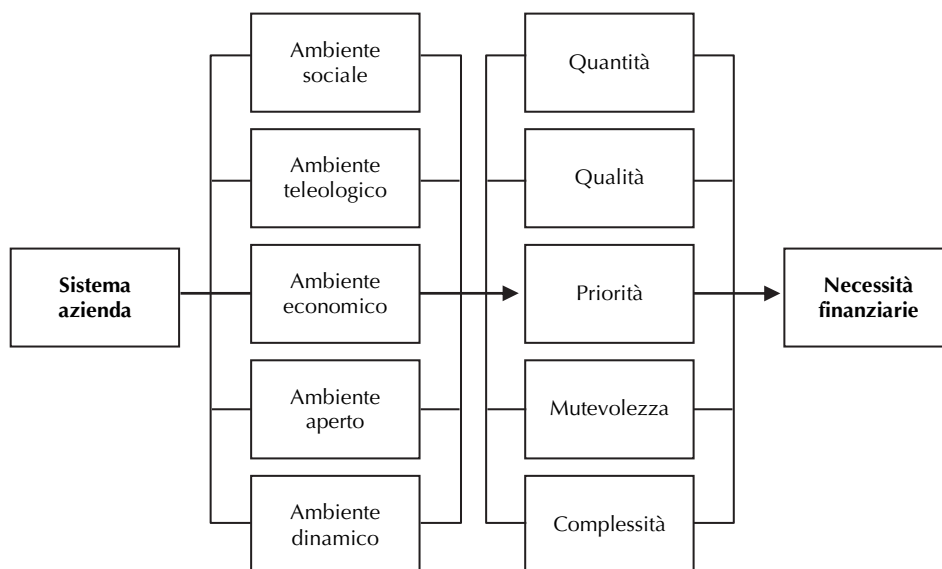
<sup>22</sup> G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *Economia aziendale*, cit., p. 43. G. Ferrero, *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 8 ss. S. Garzella (2005), *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese"*, Giappichelli, Torino, p. 5. M. Lacchini (1988), *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, Giappichelli, Torino, p. 34.

<sup>23</sup> L. Brusa (1986), *Strutture organizzative d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 2. P. Miolo Vitali (a cura di) (2000), *Corso di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 24. A. Pavan (2008), *L'amministrazione economica delle aziende*, Giuffrè, Milano, p. 40.

quale tendere alla durabilità nonostante il contesto in forte cambiamento<sup>24</sup>. Grazie ad un meccanismo di autoregolazione (anche definito di “*feed-back*”), l’azienda confronta i risultati ottenuti con gli obiettivi prefissati e, se necessario, pone in essere una serie di provvedimenti correttivi<sup>25</sup>. Un sistema dinamico potrebbe manifestare delle necessità finanziarie fortemente variabili, in quanto i suoi bisogni sono anch’essi mutevoli nel tempo. Di conseguenza, l’azienda ha necessità di disporre anche di una dotazione finanziaria che sia in grado di fronteggiare necessità improvvise<sup>26</sup>.

In conclusione, le peculiarità del sistema azienda (l’essere un sistema sociale, teleologico, economico, aperto e dinamico) influenzano l’entità e la mutevolezza delle necessità finanziarie (Grafico 1.1).

Grafico 1.1. – *L’impatto del sistema azienda sulle necessità finanziarie*



Fonte: elaborazione personale.

<sup>24</sup> G. Catturi (2009), *L’armonia della complessità dalla crescita allo sviluppo aziendale*, Cedam, Padova, p. 21. S. Cricchio (1980), *L’impresa come momento di origine e di diffusione di fenomeni macro-economici*, Giuffrè, Milano, p. 38. G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., p. 10.

<sup>25</sup> G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda (1989), *Corso di Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, p. 74. P. Bastia (2009), *Principi di economia aziendale*, Cedam, Padova, p. 120 ss. A. Pavan, *L’amministrazione economica delle aziende*, cit., p. 42.

<sup>26</sup> M. Dallochio (1995), *Finanza aziendale. Analisi e valutazioni per le decisioni d’impresa*, Egea, Milano, p. 642.

Di seguito, l'opera fa riferimento all'azienda di produzione o impresa. Pertanto, successivamente, il termine "azienda" e quello "impresa" verranno utilizzati alternativamente – seppur con ogni limitazione – intendendo che l'impresa rappresenta una tipologia di azienda.

## 1.2. Il fabbisogno di risorse finanziarie

Le scelte aziendali in termini di investimenti e di finanziamenti generano una serie di necessità finanziarie. Per tale ragione, diventa indispensabile individuare il cosiddetto "fabbisogno finanziario", la cui identificazione costituisce un passaggio prioritario nel processo di determinazione del binomio fonti/impieghi<sup>27</sup>.

La definizione di fabbisogno finanziario ha interessato numerosi studiosi che hanno elaborato varie impostazioni (Grafico 1.2). Esso è stato definito come l'insieme dei mezzi finanziari che l'azienda necessita per soddisfare le molteplici esigenze legate alla sua gestione<sup>28</sup>. Pertanto, in prima approssimazione, esso rappresenta l'insieme degli investimenti che l'azienda ha effettuato, e che trova copertura nelle diverse fonti di finanziamento di natura interna o esterna<sup>29</sup>.

Il fabbisogno finanziario è anche stato inteso come il "fabbisogno lordo di finanziamento", costituito da tutti gli impieghi effettuati in un certo lasso temporale, ossia gli investimenti in produzione venduta, gli investimenti in attesa di essere realizzati e i rimborsi di liquidità<sup>30</sup>. La letteratura ha previsto anche un'altra impostazione per definire il fabbisogno finanziario. In particolare, l'azienda manifesta un certo "flusso monetario complessivo", derivante dalle sue esigenze di gestione, che può essere soddisfatto sia con le fonti di finanziamento di origine interna sia con quelle di natura esterna (ossia i debiti di regolamento): la rimanente parte, che rappresenta il "fabbisogno finanziario", deve essere coperta con fonti di origine esterna<sup>31</sup>.

---

<sup>27</sup> P. Pisoni, A. Devalle (2013), *Analisi finanziaria*, Giuffrè, Milano, p. 191 ss.

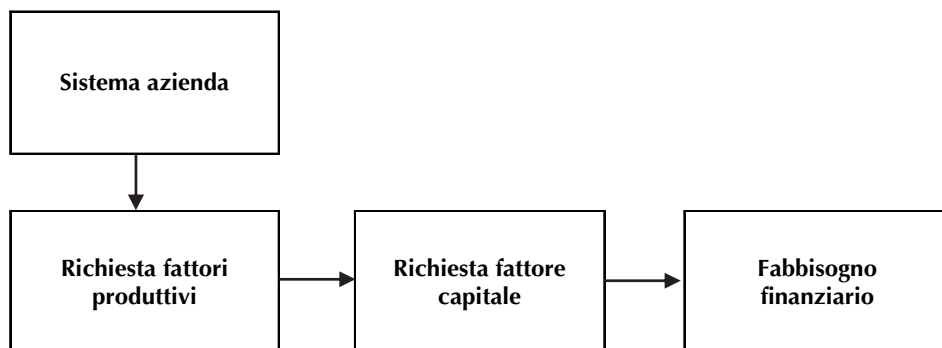
<sup>28</sup> T. Bianchi (1975), "La finanza aziendale", in E. Ardemani (a cura di), *Manuale di Amministrazione Aziendale*, Isedi, Milano, p. 1 ss. F. Giunta, *Economia aziendale*, cit., p. 270. L. Marchi, S. Marasca (1998), "Il sistema delle operazioni e la dinamica dei processi", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., p. 68.

<sup>29</sup> G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., p. 13. M. Dallochio, D. Tzivelis, M.A. Vinzia, (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Etas, Milano, p. 86. C. Teodori (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, p. 41.

<sup>30</sup> S. Bianchi Martini, A. Quagli (1998), "I processi di finanziamento", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., p. 117 ss.

<sup>31</sup> G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *Economia aziendale*, cit., p. 137.

Grafico 1.2. – *L'impatto del sistema azienda sulle necessità finanziarie*



Fonte: elaborazione personale.

È opportuno definire il fabbisogno finanziario sia in termini quantitativi sia qualitativi. Sotto il profilo quantitativo, la definizione in chiave attuale si basa sugli investimenti effettuati, che trovano copertura nelle fonti di finanziamento impiegate. Pertanto, il fabbisogno finanziario costituisce l'insieme di mezzi finanziari che derivano dalle necessità della gestione<sup>32</sup>.

La sua quantificazione anche in un'ottica prospettica è di estrema rilevanza, poiché il fabbisogno finanziario deve essere allineato alle scelte strategiche sia in termini di investimenti sia di finanziamenti, affinché vi sia allineamento tra impieghi e fonti. Tale processo è di difficile esecuzione, in quanto è necessario poter disporre di piani e programmi affidabili e redatti in modo attento e accurato<sup>33</sup>. Data la difficoltà nella quantificazione in chiave prospettica, una stima realistica entro un'area di variabilità è forse quella maggiormente rappresentativa. In particolare, il livello minimo del fabbisogno è quello necessario per il normale funzionamento dell'azienda, mentre quello massimo dovrebbe permettere di sfruttare le potenzialità aziendali<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> B. Campedelli (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 125. F. Giunta, *Economia aziendale*, cit., p. 270. C. Teodori, *L'analisi di bilancio*, cit., p. 41.

<sup>33</sup> V. Antonelli (2001), *Andamenti e valori nel sistema d'azienda, Moduli per la «nuova» didattica*, Giappichelli, Torino, p. 182. T. Bianchi, "La finanza aziendale", cit., p. 1 ss. E. Giannesi (1969), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Corsi, Pisa, p. 30. A. Paolini (1998), "Le condizioni di equilibrio aziendale", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., p. 515.

<sup>34</sup> M. Massari (1988), "Le politiche finanziarie aziendali", in L. Guatri (a cura di), *Trattato di economia delle aziende industriali*, Egea, Milano, p. 622.

Se il processo di quantificazione del fabbisogno è assolutamente indispensabile, anche la sua qualificazione costituisce un passaggio di estrema rilevanza. La letteratura si è concentrata a lungo su numerose teorie legate alla politica di finanziamento dell'azienda, che si sono concentrate sul binomio fonti/impieghi nonché sulla qualificazione del fabbisogno finanziario, la cui illustrazione non rientra nell'obiettivo del testo<sup>35</sup>.

In linea generale, l'azienda ha la necessità di definire la modalità ottimale per soddisfare le sue esigenze finanziarie nell'ambito di fonti di natura interna e esterna, entro le quali è necessario definire le modalità tecniche più rispondenti alle necessità finanziarie. È poi necessario premettere che non esiste un rapporto ottimale tra fonti interne ed esterne valido per tutte le aziende o costante nel tempo per ogni azienda, in quanto essa è unica e mutevole nel tempo. Ciononostante, è opportuno definire quel binomio fonti-impieghi che, in relazione alle caratteristiche dell'azienda, possa essere il più valido<sup>36</sup>.

Se, in modo semplicistico, la scelta sembra essere dinanzi alle opportunità tra fonti interne ed esterne, la decisione non è soltanto di natura finanziaria, in quanto essa ha un impatto anche patrimoniale ed economico<sup>37</sup>. In aggiunta, gli strumenti finanziari messi a disposizione dal mercato finanziario sono numerosi.

Gli studiosi hanno distinto le fonti di finanziamento in interne ed esterne<sup>38</sup> (Grafico 1.3). Le fonti di finanziamento di natura interna sono rappresentate dal capitale a pieno rischio apportato dal proprietario o dagli azionisti, la cui remunerazione è legata ai risultati raggiunti e non prevede obbligo di rimborso. A parità di altre condizioni, il capitale a pieno rischio prevede un maggiore governo dell'azienda, in quanto non è legato alla volontà dei creditori e rientra nel capitale permanente. In aggiunta, anche l'autofinanziamento rappresenta una fonte di finanziamento di origine interna.

Le fonti di finanziamento esterne, dal loro canto, sono costituite dai debiti nei confronti dell'esterno. Essi comportano sia un obbligo di remunerazione sia di rimborso, a differenza del capitale a pieno rischio. Dipendendo dalla volontà

---

<sup>35</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers, S. Sandri (1999), *Principi di finanza Aziendale*, III ed., McGraw-Hill, Milano, p. 449 ss. G.M. Golinelli (1994), *Struttura e governo dell'impresa*, Cedam, Padova, p. 93 ss. M. La Rocca (a cura di) (2007), *Politiche finanziarie d'impresa*, Egea, Milano, p. 3 ss. P. Singer (2000), "Alla ricerca della struttura finanziaria ideale", in *Esperienze d'impresa*, 1, p. 145 ss.

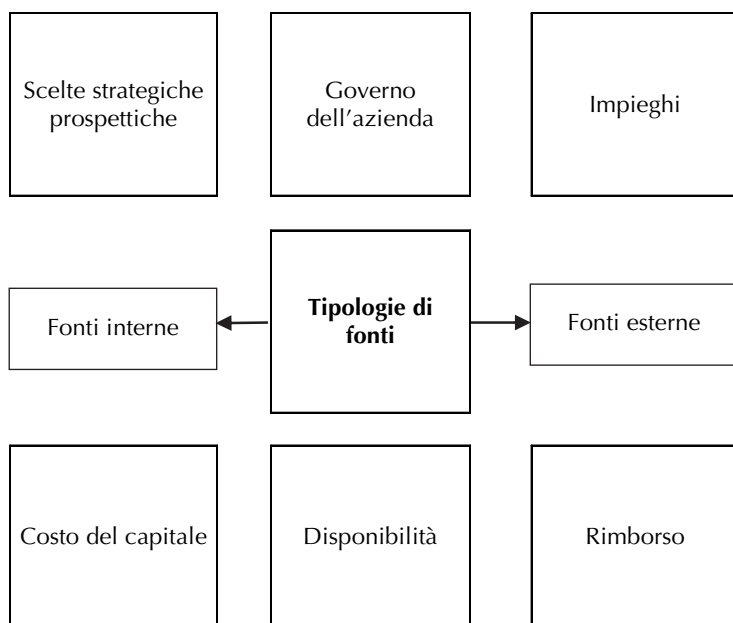
<sup>36</sup> M. Dallochio, D. Tzivelis, M.A. Vinzia, *Finanza per la crescita sostenibile*, cit., p. 86. P. Onida (1985), *Economia Aziendale*, Utet, Torino, p. 451.

<sup>37</sup> P. Pisoni, A. Devalle, *Analisi finanziaria*, cit., p. 346 ss.

<sup>38</sup> A. Amaduzzi (1978), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, p. 65 ss.

dei creditori, le fonti esterne sono condizionate dalla volontà dei finanziatori e, quindi, non favoriscono un governo incondizionato dell'azienda; inoltre, esse espongono l'azienda al rischio di insolvenza e di fallimento.

Grafico 1.3. – *La scelta tra fonti interne e fonti esterne nella soddisfazione del fabbisogno finanziario*



Fonte: elaborazione personale.

Di seguito, *il testo si concentra sulla modalità di finanziamento di origine esterna*. L'azienda ha la possibilità di scegliere differenti modalità di finanziamento, di natura più tradizionale oppure innovativa. Se l'obiettivo del testo non è quello di soffermarsi sul tecnicismo delle diverse modalità di finanziamento di origine esterna disponibili, è possibile delineare due categorie di fonti esterne<sup>39</sup>:

- i debiti di finanziamento (o finanziamento in senso stretto): derivano da una serie di negoziazioni con soggetti esterni, con l'obiettivo di approvvigionarsi di denaro;

<sup>39</sup> M. Dallochio, A. Salvi (2005), *Finanza aziendale*, Egea, Milano, p. 446 ss. A. Damodaran (2006), *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, p. 294 ss.

- i debiti di regolamento (o finanziamento indiretto): derivano dall’approvvigionamento di fattori produttivi differenti al capitale, quali le materie prime, i servizi, le prestazioni lavorative e i beni strumentali. La dilazione di pagamento concessa dai fornitori permette un rallentamento nell’uscita finanziaria e, di fatto, ha lo stesso effetto di un prestito. Il finanziamento indiretto è fisiologico per il funzionamento dell’azienda, la cui entità dipende dalla capacità dell’azienda di ottenere buone dilazioni di pagamento dai fornitori di beni e servizi.

Nell’ambito delle fonti di finanziamento esterno, le forme più tradizionali (ossia quelle legate al canale bancario) sono affiancate da altre più innovative, quali i mini-bond e gli strumenti di debito ibridi. La crisi spesso strutturale del mercato – e il rilevante indebitamento delle aziende – ha ridotto la disponibilità delle banche nei loro confronti: ciò ha favorito la creazione di nuovi strumenti finanziari alternativi. Va comunque premesso che la scelta della modalità di finanziamento dipende in realtà dal suo merito creditizio e non tanto dalla disponibilità di strumenti tra cui scegliere. In aggiunta, tale scelta non va confusa con gli effetti economici dell’impiego di tali risorse: in altri termini, una redditività operativa negativa è legata all’incapacità di saper gestire un investimento nel core business, e non tanto nel reperimento delle risorse finanziarie<sup>40</sup>.

I fattori di scelta di una fonte di finanziamento sono costituiti non soltanto dall’onerosità delle stesse, seppur essa rappresenti un elemento assai rilevante e influisca sulla convenienza dell’investimento successivo. In particolare, la struttura degli impieghi deve essere supportata da una struttura di fonti di finanziamento che sia allineata alle tempistiche di ritorno in forma liquida degli stessi. Tale ragionamento va, quindi, posto in chiave prospettica, poiché l’azienda è in continuo divenire e le risorse finanziarie di cui deve disporre devono seguirne l’operatività futura. In aggiunta, ogni singola fonte di finanziamento dovrebbe essere valutata nel suo impatto sul sistema complessivo delle fonti, in quanto le prospettive di crescita vengono influenzate dalla totalità di risorse disponibili. Anche i tempi di attesa per l’ottenimento del fattore capitale possono influenzare la scelta: quando il periodo per la sua acquisizione è piuttosto lungo, l’azienda potrebbe optare per altre forme per non comprometterne la funzionalità. Per concludere, anche il grado di elasticità della fonte di finanziamento è un elemento da valutare, poiché la disponibilità del fattore capitale in modo flessibile accresce la facilità di gestire le mutevoli esigenze aziendali. Al contrario, la rigidità del fattore capitale potrebbe bloccare o limitare la

---

<sup>40</sup> P. Pisoni, A. Devalle, *Analisi finanziaria*, cit., p. 191 ss. C. Teodori, *L’analisi di bilancio*, cit., p. 324 ss.

normale operatività, oppure richiedere il ricorso di un'altra fonte di finanziamento<sup>41</sup>.

### 1.3. Gli elementi che incidono sul fabbisogno finanziario

Il sistema azienda si manifesta come un sistema olistico, in quanto i suoi elementi sono fortemente complementari tra loro e interrelati da relazioni che rendono inscindibile il sistema azienda. Al variare di una delle sue componenti, anche le altre si modificano, necessitando una nuova coordinazione, senza la quale l'azienda può venire meno<sup>42</sup>. Ne consegue che anche il fabbisogno finanziario è influenzato da una serie di fattori tra loro concatenati e non relazionati da una semplice relazione causa-effetto, in quanto ognuno di essi può dipendere da un altro, generando una sorta di concatenazione tra fattori.

La letteratura è solita distinguere tali fattori di influenza in due categorie: quelli endogeni e quelli esogeni<sup>43</sup>.

Per identificare i fattori endogeni maggiormente rappresentativi, è necessario indagare l'azienda al suo interno ed osservarne le specificità. Infatti, l'entità del fabbisogno finanziario, sia in un'ottica attuale sia futura, è generalmente influenzato da quelle caratteristiche aziendali che possono ripercuotersi sull'entità, sulla tipologia e sulla durata del fabbisogno finanziario (Grafico 1.5).

Tra questi elementi, le tipologie di investimenti hanno una ripercussione sulle esigenze finanziarie manifestate dall'azienda, in termini di caratteristiche e durata delle stesse. In particolare, gli investimenti in immobilizzazioni generano un fabbisogno di medio/lungo termine, mentre quelli nel capitale circolante netto comportano un fabbisogno di natura temporanea. Gli investimenti sono a loro volta influenzati dalla propensione al rischio del soggetto economico, che influenza le tipologie di investimenti effettuati e, a loro volta, anche il fabbisogno finanziario.

Anche la dimensione aziendale in termini di fatturato costituisce un elemento discriminante. Infatti, le aziende di piccole dimensioni differiscono da quelle

---

<sup>41</sup> G. Ferrero, *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981, p. 146. E. Giannessi, *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione*, cit., p. 83 ss. N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino, p. 106.

<sup>42</sup> G. Farneti, *Economia d'Azienda*, cit., p. 3. F. Favotto, *Economia aziendale*, cit., p. 4. G. Ferrero, *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 5. G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., p. 6 ss. G. Melis, *Elementi di Economia Aziendale*, cit., p. 35. E. Viganò, *L'economia aziendale e la ragioneria*, cit., p. 25.

<sup>43</sup> E. Giacosa (2015), *Il fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, Milano, p. 67 ss.

di medie dimensioni, in quanto le necessità di accrescere le proprie opportunità di business sono differenti e, a cascata, le richieste finanziarie.

Anche l'anzianità dell'azienda potrebbe costituire un elemento distintivo, in quanto generalmente un'azienda neo-costituita presenta un fabbisogno più rilevante rispetto a quella anziana, dovuto alle necessità di crescere e svilupparsi. In realtà, un'indagine più approfondita richiederebbe di interrelare l'anzianità dell'azienda con una serie di altri elementi, legati alle scelte strategiche specifiche. A titolo esemplificativo, un'azienda neo-costituita potrebbe focalizzarsi su una nicchia di mercato, senza richiedere ingenti investimenti, mentre un'azienda più anziana potrebbe essere coinvolta a un processo di *turnaround* che necessita di ingenti investimenti e, quindi, sviluppa un marcato fabbisogno finanziario.

Anche la relazione tra il fabbisogno finanziario e la dinamica economica è un elemento di elevato interesse. Infatti, da un lato, ogni scelta di finanziamento influenza gli oneri finanziari (oltre che la libertà di governo aziendale). Dall'altro, l'andamento economico si ripercuote sulla sfera finanziaria, poiché i componenti positivi e negativi di reddito sono collegati ai flussi attuali e futuri di denaro. Il meccanismo della leva finanziaria è un utile strumento di validazione di una scelta di indebitamento. La leva è positiva se la redditività del capitale investito operativo (ROI) è superiore al costo del capitale preso a prestito: a queste condizioni, un aumento dell'indebitamento arreca un incremento della redditività globale dell'azienda (ROE). Al contrario, la leva è negativa se la redditività del capitale investito operativo (ROI) è inferiore al costo del capitale preso a prestito: a queste condizioni, un decremento dell'indebitamento comporta una riduzione della redditività globale dell'azienda (ROE)<sup>44</sup>.

In aggiunta al meccanismo della leva finanziaria, anche l'obiettivo di una redditività appagante nel lungo termine, così come la salvaguardia di una liquidità soddisfacente, costituiscono due fattori di estrema rilevanza. Infatti, se da un lato occorre evitare eccessive forme di finanziamento (che limitano la libertà di governo interna e che aggravano sui costi finanziari), dall'altro una attenta programmazione finanziaria è necessaria per permettere il mantenimento di adeguate dotazioni di denaro per fronteggiare in modo tempestivo ed economico gli impegni, seppur tale programmazione non debba prendere il sopravvento ma allinearsi anche alle condizioni di economicità<sup>45</sup>. Pertanto, la valutazione

---

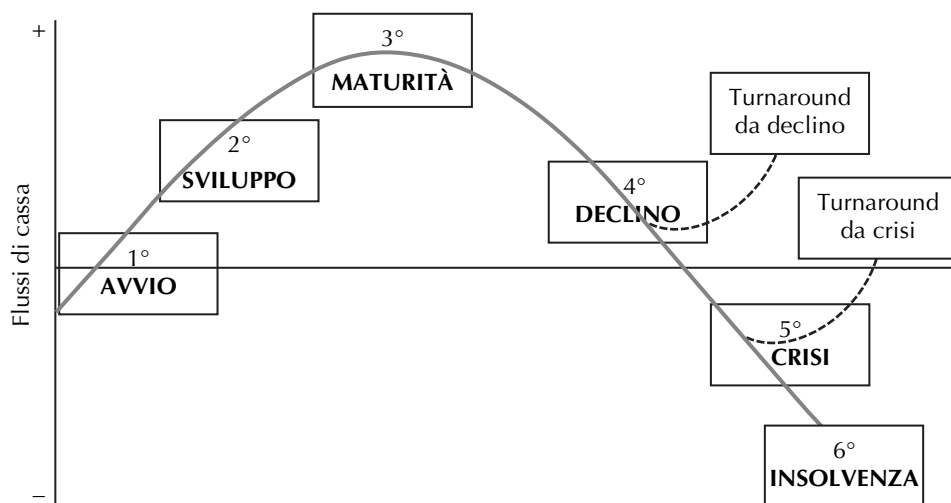
<sup>44</sup> F. Di Lazzaro (2003), "Il problema dell'effetto di "leva finanziaria"", in C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 394. G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 106 ss. G. Ferrero, *Finanza aziendale*, cit., pp. 16, 57. C. Teodori, *L'analisi di bilancio*, cit., p. 149 ss.

<sup>45</sup> G. Farneti, *Economia d'Azienda*, cit., p. 174. G. Ferrero, F. Dezzani, *Manuale delle analisi di bilancio*, cit., p. 21.

combinata della sfera finanziaria e di quella economica è indispensabile: gli aspetti economici devono necessariamente essere supportati da un'adeguata struttura delle fonti di finanziamento. Diversamente, la possibilità di condurre l'attività aziendale potrebbe venirne compromessa, anche rischiando una interruzione della stessa. In tal senso, la soddisfazione continua ed immediata delle necessità finanziarie facilita la continuità operativa dell'azienda, esplicando in questo modo la sua funzione nel tempo <sup>46</sup>.

Un altro fattore di impatto sul fabbisogno finanziario è rappresentato dalla fase del ciclo di vita aziendale. Anche la vita dell'azienda è un elemento incidente sulla scelta delle modalità di finanziamento, in quanto il fabbisogno finanziario varia in relazione alla fase della vita aziendale. Ogni fase è caratterizzata da specifiche esigenze, nonché dai soggetti che tipicamente sono disponibili ad approvvigionare l'azienda del fattore capitale. Pertanto, ciascuna fase può essere più o meno allineata a determinate alternative di finanziamento. Di seguito, viene rappresentata la vita aziendale, suddividendola nelle fasi di avvio, sviluppo, maturità, declino, crisi ed insolvenza (Grafico 1.4) <sup>47</sup>.

Grafico 1.4. – *Le fasi della vita aziendale e il fabbisogno finanziario*



Fonte: elaborazione personale.

<sup>46</sup> A. Paolini, "Le condizioni di equilibrio aziendale", cit., p. 515.

<sup>47</sup> La letteratura ha fornito numerosi contributi su questo tema. Per approfondimenti, si rimanda, tra gli altri, a: Z. Fluck (2000), *Capital structure decisions in small and large firms: a lifetime cycle theory of financing*, Working Paper, Stern School of Business, New York. E. Giacosa, *Il fabbisogno finanziario ed indebitamento nelle piccole medie imprese*, cit., J. Helwege,

La fase di avvio si colloca nei primi anni di vita dell'azienda. Tale periodo è caratterizzato da un fatturato di entità modesta, seppur con prospettive di sviluppo, e generalmente da perdite d'esercizio. In aggiunta, il margine di contribuzione seppur positivo non è capace di coprire i costi fissi aziendali. Il punto di pareggio non viene raggiunto né sotto il profilo economico né spesso sotto quello finanziario<sup>48</sup>. La gestione, quindi, non genera risorse finanziarie. Dal suo canto, il fabbisogno di capitale è assai elevato, in quanto gli investimenti in immobilizzazioni da programmare sono importanti. Generalmente, le fonti di finanziamento più consone sono rappresentate sia dai debiti di finanziamento (ossia il capitale di rischio conferito dagli azionisti o altri soggetti specializzati nel finanziamento delle *start up*, dai finanziamenti a fondo perduto o da agevolazioni previste per le *start up*), sia dai debiti di regolamento (costituiti dalla concessione di dilazioni da parte dei fornitori di beni e servizi). Il canale bancario tradizionale è in genere poco impiegato, sia a causa dei risultati economici negativi, sia dell'esperienza limitata dell'azienda a pochi anni di vita.

La fase di sviluppo che segue è caratterizzata da una crescita costante del fatturato, da risultati economici positivi e da un apprezzabile autofinanziamento. Lo sviluppo in atto genera un significativo assorbimento di risorse finanziarie dovute agli investimenti immobilizzati e in capitale circolante. I soggetti maggiormente interessati a finanziare l'azienda sono, in aggiunta a quelli della fase di avvio, anche quelli legati al sistema bancario. Infatti, una serie storica di anni facilita la banca nella verifica del merito creditizio dell'azienda. Quando il fabbisogno finanziario dell'impresa non è coerente con la sua attitudine di autofinanziamento, seppur allineata con le ipotesi future di sviluppo della gestione, le forme di debito alternative al canale bancario oppure il ricorso agli operatori di *private equity* possono rappresentare delle valide alternative, anche quando i fondamentali economici non sono ancora consolidati. Gli operatori di *private equity*, a differenza delle banche tradizionali, sono maggiormente abituati a combinare le informazioni storiche relative alle performance aziendali con altre di natura qualitativa; in aggiunta, essi sono abituati a valutare le prospettive della gestione incorporate nel piano industriale ed economico-finanziario. Talvolta, la presenza di investitori professionali costituisce una condizione preliminare per poter accedere successivamente ai mercati finanziari attraverso la quotazione.

---

N. Liang (1996), "Is there a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms", in *Journal of Financial Economics*, 40(3), p. 429 ss. A. Mazzoleni (2016), *Il finanziamento all'impresa. La scelta tra debito e capitale*, Franco Angeli, Milano, p. 18 ss.

<sup>48</sup> A tal proposito, si fa rimando a R. D'Alessio, V. Antonelli (2012), *Analisi e contabilità dei costi*, Maggioli Editore, Rimini.

La fase di maturità è caratterizzata da un rallentamento del ritmo di crescita. Infatti, i risultati economici positivi generati tramite autofinanziamento hanno raggiunto il livello massimo; inoltre, il programma di investimenti in immobilizzazioni è generalmente terminato oppure interrotto. Da un lato, l'azienda può effettuare nuove iniziative a livello strategico, organizzativo e commerciale tali da permettere la ripresa della crescita; in caso contrario, il rischio è quello di un progressivo deterioramento delle condizioni di economicità, seguito dal declino e poi dalla crisi. Il fabbisogno finanziario trova copertura in modo frequente nel sistema bancario, in quanto le banche sono favorite nella valutazione del merito creditizio grazie ad una serie storica di anni di attività dell'azienda.

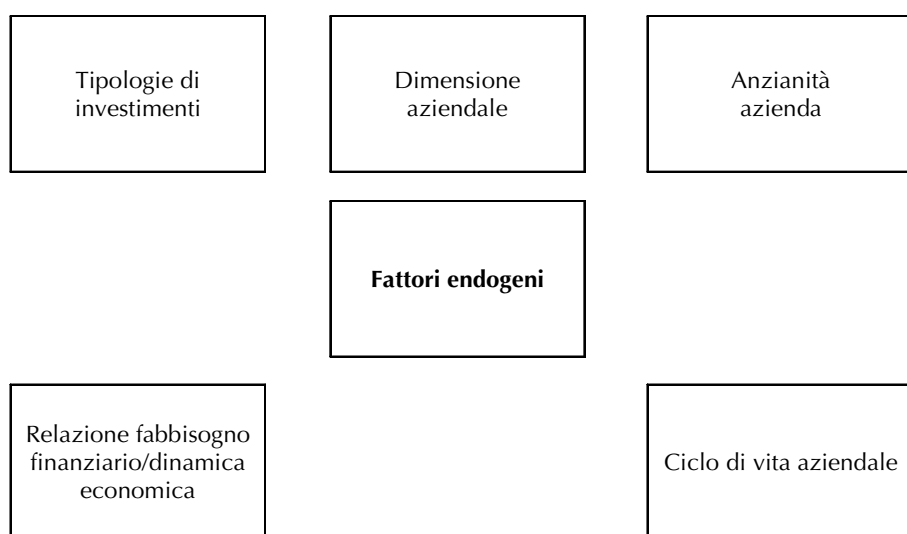
Durante il declino, il fatturato tende a ridursi, così come le quote di mercato e la competitività rispetto ai concorrenti. Sia i risultati economici sia l'autofinanziamento, seppur di livello positivo e di importo consistente, si riducono nonostante l'assenza o la limitazione degli investimenti. Si tratta di una fase assai delicata, poiché l'azienda deve essere capace di percepire i segnali di indebolimento dell'economicità e porvi rimedio con una strategia di *turnaround* da declino. Al contrario, una incapacità di prevedere il declino e di intervenire con azioni correttive tempestive ed accurate possono mettere a rischio la sopravvivenza aziendale. In particolare, i segnali premonitori del declino si manifestano in modo palese (ad esempio con la riduzione del fatturato o dell'utile) oppure in modo meno evidente (con la riduzione dell'efficienza di produzione, della quota di mercato, con un aumento della difettosità dei prodotti). Quando questi segnali non sono noti all'esterno (si pensi a politiche di bilancio volte a mascherare la riduzione della redditività), il sistema bancario costituisce l'interlocutore privilegiato. In tali circostanze, la banca non sempre è in grado di cogliere la modifica delle condizioni generali di economicità, soprattutto se i risultati economici sono positivi seppur in riduzione. Al contrario, i soggetti diversi dal canale bancario sono più restii a finanziare l'azienda.

Quando la fase di declino non viene riconosciuta e/o ben gestita, sopraggiunge quella di crisi, che si caratterizza da un ulteriore peggioramento delle condizioni di economicità. Tale circostanza ha evidenze anche esterne, ossia attraverso crescenti perdite di bilancio e tensioni finanziarie dovute all'incapacità di generare flussi di cassa. Viene a crearsi un circolo vizioso, nel quale l'azienda si trova incapace di rispettare gli impegni finanziari, tanto da generare nuova e crescente sfiducia e diffidenza nelle sue potenzialità sia da parte di soggetti interni sia esterni. Il fabbisogno finanziario viene particolarmente accentuato, ma la disponibilità di soggetti finanziatori è alquanto ridotta. Sono prevalentemente gli azionisti a poter soddisfare le necessità finanziarie, oppure i creditori, attraverso la concessione di un allungamento della dilazione dei termini di pagamento, spesso in modo non formalizzato. Al contrario, il sistema

bancario è solito interrompere quasi completamente la sua azione congelando o revocando gli affidamenti concessi, nonostante l'introduzione di norme specifiche volte ad agevolare l'erogazione di prestiti alle aziende in crisi. Di converso, la presenza di operatori specializzati in *distressed* – dotati di una rilevante professionalità nella gestione di aziende in crisi e nel successivo percorso di risanamento – è alquanto tipica, anche attraverso la concessione di finanziamenti.

Quando gli interventi posti in essere non sono stati in grado di avviare un efficace *turnaround* da crisi, l'azienda viene interessata a una circostanza di insolvenza, ossia di incapacità di far fronte alla propria posizione debitoria.

Grafico 1.5. – *I fattori endogeni influenzanti il fabbisogno finanziario*



Fonte: elaborazione personale.

Tra i fattori **esogeni**, anche il contesto esterno può influenzare il fabbisogno, poiché il suo andamento economico può avere un impatto sull'attività dell'azienda e, pertanto, sulle necessità finanziarie. Una accurata indagine deve mettere l'azienda al centro, al fine di comprendere quali ripercussioni può avere il contesto sulle sue condizioni di vita e di esistenza<sup>49</sup>. Si pensi all'andamento economico dell'ambiente generale e di quello specifico, del settore e mercato, piuttosto che alle variabili politiche che ne caratterizzano le scelte governative

<sup>49</sup> V. Coda (2006), "Economia aziendale: alla ricerca di punti di convergenza", in AA.VV., *Appunti per un dibattito sulla cultura aziendale*, Sidrea, Firenze, p. 11 ss.

in materia di sviluppo delle aziende, le quali possono incidere sul fabbisogno finanziario.

#### 1.4. L'impatto della crescita aziendale sul fabbisogno finanziario nelle piccole e medie imprese

L'azienda potrebbe prefiggersi l'obiettivo di crescere e di svilupparsi, nell'intento di assicurarsi la continuità nel lungo periodo. In particolare, la crescita rappresenta quel processo che comporta l'incremento di una certa dimensione oggetto di indagine entro un certo orizzonte temporale<sup>50</sup>. In linea generale, *una fase di crescita aziendale comporta un incremento delle necessità di risorse finanziarie*. Ciò deriva da una variazione di alcune variabili tipiche della gestione, quali il valore della produzione, il fatturato, la quota di mercato, il valore aggiunto, il totale degli impieghi e il numero di addetti, che stimolano un certo fabbisogno di denaro<sup>51</sup>.

*Anche lo sviluppo aziendale ne influenza il fabbisogno finanziario*. In particolare, esso rappresenta un fenomeno più complesso della crescita, poiché non coinvolge soltanto la sfera dimensionale dell'azienda, quanto piuttosto il suo business nel complesso, sia in chiave quantitativa sia qualitativa. Sotto il profilo quantitativo, le dimensioni aziendali possono variare, in termini operativi e strutturali; sotto il profilo qualitativo, ne viene coinvolta la capacità di adattarsi alle mutevoli esigenze del contesto esterno, così come il grado di efficienza e di innovazione dei processi<sup>52</sup>.

---

<sup>50</sup> E. Giacosa (2012), *Mergers and Acquisitions (M&As) in the Luxury Business*, McGraw-Hill, Milano, p. 91 ss. M. Goold (1999), "The growth imperative", in *Long Range Planning*, 32(1), p. 127 ss. G. Catturi, *L'armonia della complessità*, cit., p. 6. L. Potito (2013), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, IV ed., Giappichelli, Torino, p. 51.

<sup>51</sup> J. Canals (2001), "How to think about corporate growth?", in *European Management Journal*, 19(6), pp. 587-598. R. Carpenter, B. Petersen (2002), "Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?", in *Review of Economics and Statistics*, 84, p. 298 ss. G. Fagiolo, A. Luzzi (2004), "Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry", in *Sant'Anna School of Advanced Studies*, Working Paper Series, 8; Y. Honjo, N. Harada (2006), "SME Policy, Financial Structure and Firm Growth: Evidence from Japan", in *Small Business Economics*, 27, p. 289 ss. B. Oliveira, A. Fortunato (2006), "Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis", in *Small Business Economics*, 27, p. 139 ss. D. Venanzi (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson Prentice Hall, Milano; A. Gambini, A. Zazzaro (2008), "Gli effetti della durata e dell'esclusività delle relazioni banca-impresa sulla crescita dimensionale delle imprese", in A. Zazzaro (a cura di), *I vincoli alla crescita delle imprese*, Carocci, Roma, p. 63.

<sup>52</sup> V. Coda (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, p. 4 ss. R. Corti-

È opportuno quindi distinguere la crescita dallo sviluppo, quanto si analizza l'impatto sul fabbisogno finanziario<sup>53</sup>. La crescita riguarda alcune dimensioni aziendali che possono essere quantificate, oltre ad interessare specifiche categorie di *stakeholder*. Lo sviluppo, invece, riguarda l'azienda nel suo complesso che può interessare la molteplicità di *stakeholder*. I due fenomeni sono comunque correlati: lo sviluppo, coinvolgendo l'azienda nella sua complessità, genera anche la crescita futura di una o più grandezze dimensionali. Al contrario, non è automatico che la crescita di un certo elemento dimensionale possa comportare lo sviluppo dell'azienda: a tal fine, è necessario che la crescita sia coordinata anche su altre variabili caratterizzanti il business aziendale. In caso contrario, lo sviluppo non avrebbe luogo, perché verrebbe a mancare un effetto armonico su una molteplicità di variabili aziendali<sup>54</sup>.

Entrambi i fenomeni comportano un fabbisogno finanziario che, se soddisfatto, può supportare le condizioni di crescita e di sviluppo. Soltanto una crescita e uno sviluppo sostenibile possono manifestarsi in modo coerente sia ai vincoli interni (ossia alle caratteristiche dell'azienda legate alla situazione economico-patrimoniale-finanziaria e alla sua prevedibile evoluzione) sia a quelli esterni (rappresentati dalle disponibilità dei soggetti finanziatori).

La relazione tra crescita, da un lato, e il fabbisogno finanziario, dall'altro, è tangibile sia nelle grandi aziende, sia in quelle di piccole e medie dimensioni. In ogni ambito, gli obiettivi di crescita debbono essere allineati alle opportunità attuali e future dell'azienda in termini di disponibilità del fattore capitale. Se ciò viene meno, potrebbe essere compromessa la sopravvivenza dell'azienda a causa di tensioni finanziarie sia di breve sia di medio/lungo periodo (Grafico 1.6)<sup>55</sup>.

Focalizzandosi sul contesto delle piccole e medie aziende, la crescente selettività delle banche in merito all'erogazione di credito costituisce un forte limite al loro sviluppo. Ne consegue la necessità di ricorrere anche ad altri finanziatori esterni o, quando fattibile, a quelli interni per mantenere un soddisfacente livello di indipendenza finanziaria.

---

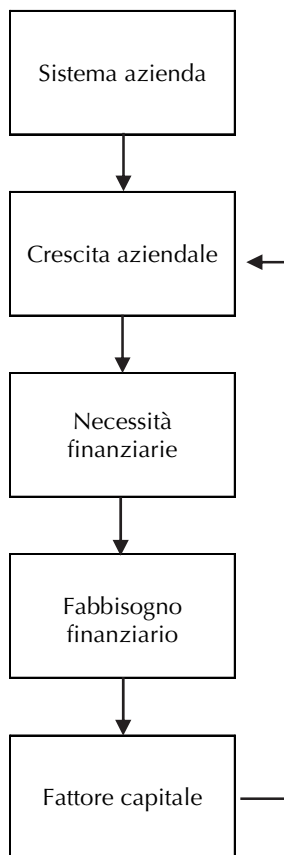
celli (1998), *La crescita dell'azienda. Ordine ed equilibrio nell'unità produttiva*, II ed., Giuffrè, Milano, p. 182 ss. C. Sorci (2007), *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Giuffrè, Milano, p. 11 ss.

<sup>53</sup> E.T. Penrose (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, New York, p. 1; G. Catturi, *L'armonia della complessità*, cit., p. 8 ss.

<sup>54</sup> A. Amaduzzi (1974), "I limiti dello sviluppo economico-aziendale", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 74(1), p. 9. C. Sorci (2007), *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Giuffrè, Milano, p. 11 ss.

<sup>55</sup> L.E. Greiner (1998), *Evolution and Revolution as Organizations Grow*, Harvard Business School, Cambridge.

Grafico 1.6. – *La relazione tra crescita e fabbisogno finanziario*



*Fonte:* elaborazione personale.

In tale ambito, un'azienda di piccole e medie dimensioni deve esplicitare in modo chiaro le proprie scelte di indipendenza finanziaria rispetto ai soggetti terzi. Inoltre, essa deve individuare i destinatari delle proprie richieste finanziarie (azionisti attuali e/o futuri o finanziatori). Il tema è particolarmente rilevante, a causa della fisiologica difficoltà nel reperire risorse finanziarie.

Il fenomeno della crescita agisce generalmente su differenti sfere d'azione<sup>56</sup>, che incidono differientemente sulle richieste finanziarie. In primo luogo, potrebbe verificarsi un allargamento dei confini proprietari. In particolare, l'en-

---

<sup>56</sup> E. Giacosa, *Il fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, cit., p. 44 ss.

trata di nuovi soci o un nuovo apporto finanziario da parte di quelli esistenti potrebbe arrecare un ingresso di nuove risorse (sia finanziarie sia di altra natura) da impiegare nella fase di crescita, riducendo il suo fabbisogno. In questo caso, l'allargamento dei confini proprietari non genera un incremento di fabbisogno finanziario nei confronti dell'esterno, in quanto esso viene soddisfatto da fonti interne.

Allo stesso tempo, l'attività in nuovi settori o mercati può comportare un ampliamento dei confini operazionali, impattando sull'entità del fatturato, del risultato d'esercizio, dagli investimenti e su altri elementi che caratterizzano il business. Ne deriva un certo fabbisogno finanziario che, soltanto se soddisfatto, permette l'espletamento del disegno strategico. Anche a livello commerciale, l'azienda potrebbe voler operare in nuovi mercati oppure consolidare la presenza su quelli attuali. Ciò genera un certo fabbisogno finanziario, il cui rispetto favorisce il potenziamento commerciale.

Anche a livello organizzativo vi potrebbero essere delle ripercussioni<sup>57</sup>: infatti, l'azienda deve possedere una adeguata capacità organizzativa necessaria per affrontare il percorso di crescita, la cui dotazione sviluppa un certo fabbisogno finanziario. Si pensi all'approvvigionamento e alla formazione delle risorse umane, così come alle risorse di natura materiale di cui deve dotarsi affinché quella capacità organizzativa possa svilupparsi.

Se gli elementi quantitativi esaminati hanno una rilevanza notevole sull'entità delle risorse necessarie, anche quelli di natura più qualitativa possono impattare sul fabbisogno. La crescita sviluppa generalmente nuove attitudini, oltre che il raffinamento di quelle già possedute nei vari ambiti della gestione<sup>58</sup>. Si pensi al contesto produttivo, dove un migliorato grado di efficacia e di efficienza potrebbe influenzare sia la vastità sia la qualità della gamma produttiva, oltre che l'entità dei costi di produzione. Al contrario, gli effetti benefici della crescita nel medio/lungo termine potrebbero venire meno. Ogni sforzo produttivo comporta generalmente un fabbisogno finanziario, che deve essere supportato da un'adeguata dotazione finanziaria.

Anche nella gestione delle risorse umane, la crescita può sensibilizzare la dotazione di nuove competenze e capacità, attraverso lo sviluppo di quelle già possedute oppure nuove acquisizioni. Si tratta di competenze trasversali, quando esse coinvolgono più aree funzionali e processi, oppure specialistiche, quando si inseriscono in un contesto specifico. Dal loro canto, gli sforzi nella formazio-

---

<sup>57</sup> L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, cit., p. 51.

<sup>58</sup> R. Grandinetti, G. Nassimbeni (2007), *Le dimensioni della crescita aziendale*, Franco Angeli, Milano, p. 35.

ne delle risorse umane comportano un fabbisogno finanziario che, se non soddisfatto, potrebbe impedire il raggiungimento di una adeguata dotazione umana.

A livello commerciale, la crescita comporta una necessità di adeguamento. Infatti, l'azienda deve presidiare i mercati attuali, ma anche tendere ad un allargamento, sia in senso geografico sia di fasce di clientela. Per raggiungere tale scopo, è necessaria una dotazione finanziaria che possa rafforzare sia la vastità sia la competitività della sua gamma produttiva, nonché la relazione con il cliente.

Come ultimo, anche a livello relazionale l'azienda deve intensificare il *network* con altre imprese<sup>59</sup>. La costellazione di aziende che viene a crearsi necessita un investimento di risorse, affinché la relazione con tutti i soggetti esterni coinvolti (si pensi ai fornitori, ai distributori, ai partner commerciali e ai clienti) possa generare benefici.

---

<sup>59</sup> D. Mancini (1999), *L'azienda nella "rete" di imprese*, Giuffrè, Milano, p. 61.

## 2.

### La struttura finanziaria dell'azienda

#### 2.1. La struttura finanziaria dell'azienda

*Il soddisfacimento delle necessità finanziarie dell'impresa è subordinato all'individuazione delle fonti di finanziamento adatte alla tipologia di investimenti che l'azienda vuole effettuare.* In altri termini, l'azienda deve valutare la sua "struttura finanziaria". Per "struttura finanziaria" si intende la morfologia degli impieghi e delle fonti di finanziamento che deriva dal confronto, da un lato, delle varie tipologie di investimenti (sia quelli di medio-lungo termine, sia quelli di breve termine) e, dall'altro, delle forme di finanziamento più adatte<sup>1</sup>.

La struttura finanziaria può essere osservata nell'ambito di diverse prospettive di osservazione: quella statica e quella dinamica<sup>2</sup>.

Sotto il profilo statico, essa viene esaminata in un particolare istante della vita aziendale ed è contenuta nello Stato patrimoniale, che rappresenta gli impieghi e le fonti di finanziamento<sup>3</sup>. In particolare, gli impieghi sono costituiti da investimenti in atto e dal denaro in cassa, mentre le fonti di finanziamento possono essere di origine interna (il capitale a pieno rischio) ed esterna (i debiti).

Sotto il profilo dinamico, la struttura finanziaria viene osservata in un determinato periodo di tempo attraverso i flussi degli impieghi (quali il pagamento degli investimenti, i rimborsi dei debiti e del capitale a pieno rischio, nonché la copertura del deficit della gestione reddituale) e i flussi delle fonti (legati al capitale a pieno rischio e al capitale di credito, ai disinvestimenti di elementi pa-

---

<sup>1</sup> G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 20. L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, p. 64 ss.

<sup>2</sup> G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 118. P. Pisoni, L. Puddu (1996), "La finanza", in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 205 ss.

<sup>3</sup> S. Bianchi Martini, A. Quagli (1988), "I processi di finanziamento", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 116.

trimoniali e all'autofinanziamento) che hanno avuto luogo in quel lasso temporale<sup>4</sup>.

### 2.1.1. *La struttura finanziaria dell'azienda in un'ottica statica*

Di seguito, l'attenzione viene focalizzata sulla prospettiva statica. In tale prospettiva, gli impieghi di capitale e le fonti di finanziamento possono essere analizzati secondo differenti criteri di osservazione<sup>5</sup>. In particolare, gli impieghi di capitale sono articolabili in relazione alla durata del loro ciclo di realizzo, ossia alla loro attitudine nel trasformarsi in forma liquida. Pertanto, gli impieghi di capitale sono così distinguibili<sup>6</sup>:

- capitale immobilizzato o immobilizzazioni: è formato dagli investimenti di natura immateriale, materiale e finanziaria che si trasformano in forma liquida oltre i dodici mesi. Ne deriva un fabbisogno finanziario di lungo periodo data la durevolezza di tali investimenti, che può variare in relazione alla strategia e alla struttura operativa dell'azienda;
- capitale circolante lordo o capitale d'esercizio: è formato dagli investimenti che si trasformano in forma liquida entro i dodici mesi (quali le disponibilità di magazzino, le liquidità differite e le liquidità immediate). Ne deriva un fabbisogno finanziario temporaneo e a breve termine, se l'azienda manifesta la capacità di liberare le risorse finanziarie investite in tempi rapidi.

Le fonti di finanziamento possono essere distinte in relazione ai seguenti criteri di osservazione<sup>7</sup>:

- quello della provenienza, secondo il quale le fonti vengono distinte in fonti interne e fonti esterne. Le fonti interne comprendono il capitale a pieno rischio. Esso ha un ruolo fondamentale, in quanto – in qualità di capitale paziente – garantisce un certo respiro temporale all'esplicitarsi del disegno strategico aziendale. Dal loro canto, le fonti esterne sono costituite dal capitale acquisito con il vincolo del debito, che può avere diversa natura. Inoltre, esse

---

<sup>4</sup> P. Pisoni, L. Puddu, "La finanza", cit., p. 205 ss.

<sup>5</sup> F. Giunta (1992), *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Cedam, Padova, p. 10 ss. L. Marchi (2003), "Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria riferita al profilo strategico", in L. Marchi, A. Paoletti, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, IV ed., p. 17 ss.

<sup>6</sup> G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, p. 171 ss.

<sup>7</sup> G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, p. 13. M. Dallochio, D. Tziavelis, M.A. Vinzia (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Etas, Milano, p. 86.

non permettono un governo dell'azienda incondizionato, dato l'obbligo di rimborso del debito e la periodicità degli interessi, comportando il rischio di insolvenza e di successivo fallimento<sup>8</sup>;

- quello della durata, secondo il quale le fonti vengono distinte in relazione al lasso temporale entro il quale genereranno un'uscita finanziaria. Le fonti di finanziamento vengono distinte in: capitale a pieno rischio, che non ha obbligo di scadenza ed è costituito dalle risorse finanziarie proprie; fonti di finanziamento a medio-lungo termine, il cui esborso avviene su un orizzonte temporale superiore ai dodici mesi; fonti di finanziamento a breve termine, il cui tempo di esborso è inferiore ai dodici mesi.

La letteratura si è lungamente concentrata sul binomio fonti-impieghi, volto ad articolare la struttura finanziaria, anche nell'ottica di individuare quello che fosse ottimale. A tal fine, sono stati esaminati quegli elementi influenzanti l'indebitamento e le forme di finanziamento più consone alle scelte di investimento. Gli studiosi sono giunti alla conclusione che la scelta tra fonti di finanziamento interne ed esterne non sia isolata, ma debba contestualizzarsi anche nell'ambito degli aspetti di natura patrimoniale ed economica. In aggiunta, anche la disponibilità di differenti tipologie di forme di finanziamento di origine esterna meriti una opportuna considerazione, in termini di costi e benefici<sup>9</sup>.

Dall'analisi della struttura finanziaria secondo un'ottica statica può derivare la consapevolezza dello stato di equilibrio o disequilibrio finanziario<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> M. Dallochio, A. Salvi (2005), *Finanza aziendale*, Egea, Milano, p. 446. A. Damodaran (2006), *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, p. 294.

<sup>9</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers, S. Sandri (1999), *Principi di finanza Aziendale*, McGraw-Hill, Milano, III ed., p. 449 ss. P. Onida (1985), *Economia Aziendale*, Utet, Torino, p. 451. M.P. Singer (2000), "Alla ricerca della struttura finanziaria ideale", in *Esperienze d'impresa*, 1, p. 145 ss. F. Magli, A. Nobolo, M. Ogliari (2018), "The Effects on Financial Leverage and Performance: The IFRS 16", in *International business research*, 11(1), pp. 76-89.

<sup>10</sup> P. Andrei (1996), "La prevenzione dei dissesti aziendali: alcuni spunti di riflessione", in AA.VV., *Crisi di impresa e procedure concorsuali*, Giuffrè, Milano, p. 170 ss. M.S. Avi (2017), *Analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione*, Vol. I, Cafoscarina, Venezia. S. Catuogno (2012), *Economia aziendale e ragioneria generale: analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, Napoli. G. Ceriani (1996), *Lezioni di Economia aziendale*, Cedam, Padova, p. 108. V. Coda, G. Brunetti, M. Bergamin Barbato (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, Milano. F. Giunta, M. Pisani, M. (2016), *L'analisi di bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna. G. Lombardi Stocchetti (2013), *Valutazione e analisi di bilancio*, Pearson, Milano. G. Paolucci (2013), *Analisi di bilancio*, Franco Angeli, Milano. G. Paolucci (2016), *Analisi di bilancio: logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano. A. Prencipe (2011), *Bilancio consolidato: tecniche di redazione e di analisi*, Egea, Milano. M.A. Rea (2016), *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.

In tal contesto, la tecnica dell'analisi di bilancio permette di sindacare la presenza o assenza delle suddette condizioni di equilibrio o disequilibrio<sup>11</sup>, in quanto lo stato di salute dell'azienda viene diagnosticato sotto il profilo patrimoniale, finanziario ed economico<sup>12</sup> anche nell'ambito di un *benchmark* di

---

U. Sòstero (2018), *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano. C. Teodori (2017), *Analisi di bilancio: lettura e interpretazione*, Giappichelli, Torino. S. Torcivia (2018), *L'analisi di bilancio per indici delle aziende vitivinicole siciliane grandi*, ISI, Palermo. Anche la letteratura internazionale è alquanto ricca in merito all'analisi di bilancio. In particolare, senza presunzione di esaustività, si fa rimando alle seguenti opere. S.P. Baginski, J.M. Hassel, (2004), *Management decision and financial accounting reports*, Thomson South-Western, Mason. G. Foster (1986), *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs. G. Giroux (2003), *Core concepts of Financial Analysis. A User Approach*, Wiley, River Street, Hoboken. E.A. Helfert (1997), *Techniques of Financial Analysis*, McGraw-Hill, New York. R.C. Higgins (2007), *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill, New York. R.W. Ingram, T.L. Albright, B.A. Baldwin (2002), *Financial Accounting. Information for decisions*, Thomson South-Western, Mason. R.F. Meigs, J.R. Williams, S.F. Haka, M.S. Bettner (2001), *Financial Accounting*, Irwin McGraw-Hill, New York. J.O. Orrigan (1968), "A Short History of Financial Ratio Analysis", in *Accounting Review*, XLIII, April, pp. 284-294. B. Value (2001), "Guide to Analysing Companies", in *The Economist*. J.C. Van Horne (1972), *Financial management and policy*, II ed., Prentice Hall International, London. J.F. Weston, E.F. Brigham (1978), *Managerial Finance*, The Dryden Press, Hinsdale.

<sup>11</sup> P. Bastia (1996), *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Giappichelli, Torino, p. 44 ss. F. Giunta (2007), *Analisi di bilancio. Riclassificazioni, indici e flussi*, Centro Stampa Il Prato, Firenze. M. Fazzini (2017), *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milanofiori Assago. G. Invernizzi (1990), "Strumenti per una diagnosi strategica", in G. Invernizzi, M. Molteni, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etas libri, Milano, p. 55. G. Lombardi Stocchetti (a cura di) (2018), *Analisi di bilancio*, Pearson Italia, Milano. P. Mella, M. Navaroni (2012), *Analisi di bilancio: indici e flussi*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna. A. Quagli (2013), *Bilancio di esercizio e principi contabili*, VI ed., Giappichelli, Torino. A. Quagli (a cura di) (2019), *Bilancio e principi contabili*, Wolters Kluwer, Milanofiori Assago. U. Sòstero, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, cit.

<sup>12</sup> M.S. Avi (1995), *Gli aspetti contabili delle imprese alberghiere*, Giappichelli, Torino, p. 3. G. Brunetti (1995), "Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio", in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas libri, Milano, p. 5. B.G. Fiori (2003), "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici", in C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 13 ss. M. Molteni (2000), "Tendenze evolutive in atto nella comunicazione di bilancio", in M. Molteni (a cura di), *Valore, strategia, bilancio*, Egea, Milano, p. 31. A. Nobolo, E. Guarini, M.C. Giorgino (2016), "La gestione delle aziende di produzione", in A. Nobolo (a cura di), *Economia aziendale*, Pearson, Milano. G. Sannino (2008), *L'evoluzione del controllo di gestione nelle imprese della grande distribuzione. Dalla progettazione dei modelli agli indicatori di performance*, Giappichelli, Torino. G. Sannino (2008), "Framework", in AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, Giappichelli, Torino. R. Tiscini (2014), "Economia delle crisi d'impresa: profili di governance e informativa aziendale", in AA.VV., *Economia aziendale*, Egea, Milano.

settore<sup>13</sup> e in un raffronto temporale<sup>14</sup>. Diventa necessaria una selezione di indicatori in virtù dei destinatari dell'informativa prodotta, in quanto il target di riferimento presenta differenti esigenze esplicative in materia di efficienza produttiva, capacità commerciali, autonomia finanziaria, efficienza organizzativa e amministrativa<sup>15</sup>.

L'analisi di bilancio è resa possibile grazie alla capacità segnaletica del bilancio, che è stata approfonditamente indagata dagli studiosi<sup>16</sup>, che hanno di-

---

<sup>13</sup> B. Campedelli (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 40. E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, p. 108 ss. C. Teodori (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, p. 5.

<sup>14</sup> V. Antonelli (2001), *Andamenti e valori nel sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, p. 182. A. Arcari (2004), *Prevenire la crisi e gestire il turnaround nelle PMI attraverso le analisi economiche*, Università degli Studi dell'Insubria, Varese, p. 13. N. Castellano (2008), "L'uso dell'analisi di bilancio", in A. Danovi, A. Quagli (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano, p. 85. L. Guatri, *Turnaround*, cit., p. 72. P. Galbiati (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano, p. 32. S. Terzani (1978), *Le comparazioni di bilancio*, Padova, Cedam, p. 174 ss.

<sup>15</sup> L. Marchi, "Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria", cit., p. 5. R. Tiscini, D. Macciocchi (2016), "Behavior of Family Firms in Financial Crisis: Cash Extraction or Financial Support?", in *Corporate ownership & Control*, 13(1), pp. 306-317.

<sup>16</sup> Il ruolo informativo del bilancio è stato a lungo indagato dagli studiosi. Senza presunzione di esaustività, tra gli altri contributi, possono essere annoverate le seguenti opere. A. Amaduzzi, G. Paolone (1986), *I bilanci di esercizio delle imprese*, IV ed., Utet, Torino. P. Andrei, S. Azzali, A. Fellegara, E. Orlandoni (2000), *Il bilancio d'esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano. S. Azzali (1996), *Il sistema delle informazioni di bilancio delle aziende di produzione*, Giuffrè, Milano. E.M. Braja (2018), "Le tendenze in atto sull'informativa finanziaria e non finanziaria del bilancio delle società italiane", in C.E. Schillaci (a cura di), *Tendenze nuove negli studi economico-aziendali*, Il Mulino, Bologna. B. Campedelli (1990), *Principi di bilancio in Europa*, Giappichelli, Torino. P. Capaldo (1975), "Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa", in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2. C. Campra, M. Puddu, L. Braja, E.M. Finessi (2012), "IAS 1 Presentazione del bilancio", in AA.VV., *IAS/IFRS*, Ipsoa-Wolters Kluwer, Milano. Fiori-Assago. C. Caramiello (1989), *Indici di bilancio*, Ipsoa, Milano. N. Di Cagno (1995), *Il bilancio d'esercizio*, II ed., Cacucci, Bari. C. Caramiello (1994), *Il bilancio di esercizio, ieri e oggi. Brevi note per un confronto*, Giuffrè, Milano. G. Catturi (1992), *La redazione del bilancio*, Cedam, Padova. A. Ceccherelli (1961), *Il linguaggio dei bilanci*, VII ed., Le Monnier, Firenze. F. Cerbioni, L. Cinquini, U. Sòstero (2019), *Contabilità e bilancio*, McGraw-Hill Education, Milano. V. Coda (1983), "Trasparenza dei bilanci di esercizio e principi contabili", in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2. V. Coda, G. Frattini (1986), *Valutazione di bilancio. Principi economici, norme civili, norme fiscali*, Libreria Universitaria Editrice, Milano. E. Giannessi (1979), *Apunti di economia aziendale*, Pisa, Pacini. F. Giunta (2005), *Il bilancio*, Apogeo, Milano. F. Giunta, M. Pisani (2017), *Il bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna. G. Lombardi Stocchetti, E. Merlotti, P.A. Paris (2019), *Le valutazioni di bilancio e il bilancio consolidato: esercizi*, Egea, Milano. L. Marchi, S. Marasca (1994), *Il bilancio civilistico-fiscale. I nuovi principi di classifi-*

mostrato la rilevanza informativa dello stesso<sup>17</sup>, seppur evidenziando una se-

---

cazione e valutazione, II ed., EBC Ergon Business Communication, Milano, p. 1. S. Marasca (1996), "Il ruolo del bilancio come strumento di informazione tra piccola impresa e soggetti esterni", in AA.VV., *Il bilancio della piccola impresa. Caratteristiche strutturali e capacità informativa*, Giappichelli, Torino. S. Marasca (1999), *Le valutazioni nel bilancio di esercizio*, Giappichelli, Torino. L. Marchi (1995), "L'analisi economico-finanziaria del profilo strategico", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, cit. L. Marchi, A. Quagli (1991), *Bilancio gestionale. Evoluzione del sistema contabile e sintesi economica e finanziaria*, Ergon Business Communication, Milano. L. Marchi, M. Allegrini (2019), *Bilancio*, Egea, Milano. A. Matacena (1993), *Il bilancio di esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*, Clueb, Bologna. G. Melis (1983), *Bilancio di esercizio nell'impresa cooperativa*, Cedam, Padova. P. Mella (1983), *Contabilità generale e bilancio d'esercizio*, Ipsoa, Milano. P. Mella (1990), *Indici di bilancio*, Pirola, Milano. P. Onida (1974), *Il bilancio d'esercizio dell'impresa. Le sue differenziazioni e la sua interpretazione*, Giuffrè, Milano. A. Prencipe, P. Tettamanzi, C. Mancini (2017), *Bilancio consolidato*, Egea, Milano. M. Pizzo (1996), *Natura economica e funzione informativa dei conti d'ordine*, Cedam, Padova, p. 1. D.M. Salvioni (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino. E. Santesso (1991), *Valutazione di bilancio: aspetti economico-aziendali e giuridici*, Giappichelli, Torino. E. Santesso, U. Sòstero (2018), *I principi contabili per il bilancio d'esercizio: analisi e interpretazione delle norme civilistiche*, Egea, Milano. S. Sarcone (1989), *Bilancio annuale delle società di capitali e la quarta direttiva CEE*, Cacucci, Bari. U. Sòstero (a cura di) (2015), *Bilancio consolidato*, Cafoscarina, Venezia. F. Superti Furga (1991), *Il bilancio d'esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano.

<sup>17</sup>P. Bastia (1995), *Il bilancio d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 7. G. Brunetti (1986), *Contabilità e bilancio di esercizio*, Libreria Universitaria Editrice, Milano. A. Bruni (1961), *Origine e scopi del bilancio*, Giuffrè, Milano. G. Bruni (1979), *Le strutture di bilancio*, Isedi, Milano. N. Di Cagno, *Il bilancio d'esercizio*, cit. M. Lacchini (1989), *Principi di redazione del bilancio. Nello schema di legge delegata per il recepimento della quarta direttiva CEE*, Giuffrè, Milano. C. Devecchi (1989), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino. F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (1991), *Il bilancio e la IV direttiva CEE*, Giuffrè, Milano. F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (1996), *Il bilancio*, Giuffrè, Milano. G. Di Stefano (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano. G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2001), *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano. I. Fadda, P. Modica, A. Pavan (2016), "La qualità del bilancio delle società di capitali tra ragioneria e diritto", in L. Marchi, R. Lombardi, L. Anselmi (a cura di), *Il governo aziendale tra tradizione e innovazione*, Franco Angeli, Milano. M. Lacchini, *Principi di redazione del bilancio*, cit. A. Lai (1997), *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, Franco Angeli, Milano, p. 16 ss. E. Laghi (1995), *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 9. F. Lizza (1989), *Le riclassificazioni di bilancio: il Conto Economico*, Clua, Ancona. L.C. Lucianetti (1990), *Bilanci d'impresa e bilanci "tipo"*, Giappichelli, Torino. N.G. Paolone (1995), *Il bilancio di esercizio delle imprese in funzionamento e dei gruppi societari*, Giappichelli, Torino. A. Paolini (1995), "Il bilancio di esercizio come strumento di controllo, programmazione e diagnosi strategica nelle piccole imprese", in *Piccola impresa-Small business*, 2. A. Pavan (2016), "Il problema della verità dei valori e la riforma del falso in bilancio", in *Le Società*, 35(1), pp. 759-764. M. Pizzo (2010), "Inquadramento del lavoro e considerazioni preliminari", in ID., *La dimensione d'azienda e la comunicazione economico-finanziaria: analisi teorica ed empirica nel contesto delle PMI*, Giappichelli, Torino,

rie di limitazioni legate alla sua attendibilità e intelligibilità<sup>18</sup>. Tale informativa prodotta dal bilancio favorisce l'evidenziazione di una serie di elementi che possono predisporre il sopraggiungere di una crisi oppure l'accertamento di una situazione di crisi già presente<sup>19</sup>.

Questo set di indicatori rientranti nell'analisi di bilancio per indici ha per oggetto il grado di rigidità (o elasticità) degli impieghi e delle fonti di finanziamento<sup>20</sup>. Con riferimento agli impieghi, il grado di rigidità del capitale in-

---

pp. 1-7. R. Poli (1971), *Il bilancio d'esercizio. Evoluzioni e prospettive nell'economia dei paesi industrialmente progrediti*, Giuffrè, Milano. A. Provasoli (1974), *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano. F. Ranalli (1984), *Sulla capacità informativa delle strutture di bilancio*, Cedam, Padova. N. Rossi (1965), *Il bilancio dell'impresa*, Giuffrè, Milano. G. Rusconi (1988), *Bilancio sociale e d'impresa. Problemi e prospettive*, Giuffrè, Milano. D.M. Salvioni, *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit. G. Sannino, P. Tartaglia Polcini (2013), "Business combinations e bilancio consolidato nell'impostazione IAS/IFRS. La rappresentazione degli interessi di minoranza (non-controlling interests)", in C. Montagnani (a cura di), "I bilanci straordinari", in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, 369(1), pp. 119-148. G. Sannino (2016), "Il Framework nel modello IAS/IFRS", in AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, Giappichelli, Torino. G. Sannino, P. Tartaglia Polcini (2014), *I fini del bilancio nel modello IASB: evoluzione o regresso? Analisi critica e confronto con la realtà dell'Europa Continentale*, Giappichelli, Torino. S. Terzani (1995), *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova. C. Teodori, *L'analisi di bilancio*, cit., p. 23. R. Tiscini (2014), "Principi di redazione del bilancio", in AA.VV., *Economia aziendale*, Egea, Milano. E. Viganò (1990), *L'impresa e il bilancio europeo*, Cedam, Padova.

<sup>18</sup> P. Andrei (2003), "La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio", in P. Andrei, S. Azzali, A.M. Fellegara, E. Orlandoni, *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 6. S. Branciarì (2003), "Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali", in S. Branciarì (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, Franco Angeli, Milano, p. 25 ss. L. Guatri (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, p. 7. A. Matalcena (1984), *Impresa e ambiente. Il bilancio "sociale"*, Clueb, Bologna. F. Pezzani (1993), "L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione dell'informativa di bilancio", in P. Andrei, S. Azzali, A. Bisaschi, A.M. Fellegara, F. Pezzani, *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 27 ss.

<sup>19</sup> L. Magli, A. Nobolo, M. Ogliari (2016), "Comprehensibility and transparency of the impairment tests in contexts of crisis", in *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 6(1), pp. 147-156. M. Pollifroni (2013), "Il piano degli Indicatori di Bilancio e gli Indicatori di Deficitarietà", in D. Di Russo, L. Puddu (a cura di), *Manuale di Ragioneria Pubblica*, Eutekne, Torino. M. Pollifroni, M. Macconi (2013), "Sostenibilità economico aziendale", in AA.VV., *Pollenzo Index Environmental and economics Design*, Università degli Studi di Scienze Gastronomiche, Bra. G. Sannino (2012), "Misurazione e rappresentazione dei risultati d'impresa", in AA.VV. (a cura di), *Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino. R. Tiscini, A. Quagli, G. Liberatore, A. Mechelli (2017), "Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi", in *Rivista dei dottori commercialisti*, 1(1).

<sup>20</sup> G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu, *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, cit., p. 193 ss. G. Ferrero, F. Dezzani, *Manuale delle analisi di bilancio*, cit., p. 148 ss.

vestito (rappresentato dal peso delle immobilizzazioni sul totale degli impieghi) viene raffrontato con il grado di elasticità dello stesso (ossia il peso dell'attivo circolante): tale raffronto permette di evidenziare il grado di trasformabilità in denaro degli investimenti, ossia il tempo necessario affinché gli investimenti possano tornare in forma liquida. Per una disamina più approfondita, è utile esaminare il peso di ciascuna componente rispettivamente dell'attivo immobilizzato (ossia le immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie) e dell'attivo circolante (ossia il magazzino, le liquidità differite e quelle immediate). Dal loro canto, le fonti di finanziamento vengono esaminate sia in relazione alla provenienza sia alla durata delle stesse. In merito alla provenienza, il ruolo del capitale a pieno rischio viene raffrontato a quello del capitale di credito, mentre la disamina della durata evidenzia il peso del capitale permanente e di quello corrente. In conclusione, grazie all'analisi del binomio fonti-impieghi, la struttura finanziaria riveste un certo rilievo nell'indagare gli effetti delle diverse scelte strategiche in merito agli investimenti e ai finanziamenti.

Gli indicatori di struttura finanziaria producono una visione parziale dello stato di salute dell'azienda. Pertanto, essi assumono maggiore efficacia informativa soltanto se inseriti nell'ambito di un sistema integrato di indici di bilancio, che vada oltre l'indagine di una sola dimensione strutturale (ossia la struttura finanziaria). Valutando anche gli altri aspetti di gestione – di natura patrimoniale, finanziaria ed economica – diventa possibile valutare l'equilibrio globale, inteso come un equilibrio tra poli, la cui assenza potrebbe mettere a rischio la competitività nel lungo periodo dell'azienda<sup>21</sup>.

### 2.1.2. *La struttura finanziaria dell'azienda in un'ottica dinamica*

Nonostante i pregi dell'analisi statica della struttura finanziaria, gli studiosi hanno evidenziato una serie di limiti di tale approccio dettati dall'assenza di informazioni dinamiche, anche se il periodo preso in esame non dovesse essere breve. In aggiunta, l'apertura e dinamicità del sistema azienda possono modificare lo stato di equilibrio o disequilibrio dell'azienda, sia in modo favorevole sia sfavorevole<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, p. 209 ss. E. Giacosa (2015), *Il fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, Milano, p. 114 ss. S. Fontana (2003), "Le metodologie per la determinazione del premio per il rischio: innovazione nella ricerca e verifiche empiriche", in *Rivista italiana di ragioneria ed economia aziendale*, 5-6(1).

<sup>22</sup> A. Amaduzzi (1993), *Manuale di economia aziendale*, Cacucci, Bari, p. 70. M. De Sarno (1992), *Gli equilibri d'impresa nei loro diversi riflessi contabili*, Cedam, Padova, p. 39. G. Farneti (2007), *Economia d'Azienda*, Franco Angeli, Milano, p. 3. M. Froli, K. Giusepponi, A. Qua-

Per tale ragione, la letteratura suggerisce di abbinare l'indagine statica a quella dinamica legata all'analisi di bilancio per flussi che, integrando l'informativa derivante da quella per indici, completa la valutazione dell'equilibrio patrimoniale, finanziario ed economico, migliorando il quadro organico informativo che deriva dall'analisi di bilancio nel suo complesso. In particolare, l'analisi di bilancio per flussi identifica i "flussi finanziari", ossia le variazioni che hanno avuto luogo in un certo periodo e che hanno per oggetto le grandezze fondo degli investimenti e dei finanziamenti<sup>23</sup>.

L'analisi di bilancio per flussi si basa sul Rendiconto finanziario di liquidità, che permette di comunicare agli *stakeholder* sia il flusso finanziario nel suo complesso, sia di comprendere la dinamica dei flussi finanziari di impiego e di fonte, nonché i fatti amministrativi dai quali essi hanno avuto origine<sup>24</sup>. I flussi degli impieghi oggetto di disamina sono legati al rimborso dei debiti e del capitale a pieno rischio, al pagamento degli investimenti e alla copertura del deficit della gestione reddituale. I flussi legati alle fonti sono legati all'ottenimento

---

gli (1994), *Analisi di bilancio. Indici e flussi finanziari*, Clua, Ancona, p. 57 ss. P. Galbiati, *La struttura finanziaria delle imprese*, cit., p. 32. C. Masini (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, p. 18 ss. F. Vermiglio (1984), *Il bilancio sociale nel quadro evolutivo del sistema di impresa*, Grafo, Messina, p. 54.

<sup>23</sup> R.G. Eccles, S.C. Mavrinac (1995), "Improving the corporate disclosure process", in *Sloan Management Review*, p. 11 ss. B. Lev (1992), "Information disclosures strategy", in *Californian Management Review*, p. 9 ss. S. Terzani, *Introduzione al bilancio di esercizio*, cit., p. 9 ss. F. Giunta, *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria*, cit., p. 5. L. Marchi, "Caratteri generali dell'analisi economico", cit., p. 78 ss. L. Marchi, M. Zavani, S. Branciani (2010), *Economia dei gruppi e bilancio consolidato*, Giappichelli, Torino, p. 314. O. Paganelli (1986), *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet, Torino, p. 140 ss. A. Provasoli (2007), "Prefazione", in A. Provasoli, A. Viganò, *Bilancio. Valutazioni, lettura, analisi*, Egea, Milano, p. 13. L. Teodori (2002), *La costruzione e l'interpretazione del rendiconto finanziario*, Giappichelli, Torino, p. 3. C. Teodori (2009), *Il rendiconto finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione*, Giappichelli, Torino, p. 15.

<sup>24</sup> I. Facchinetti (2002), "Rendiconto finanziario e analisi dei flussi", in *Il Sole 24 Ore*, Milano. G. Farneti (1993), *I flussi monetari nell'indagine patrimoniale-finanziaria*, Giappichelli, Torino. P. Mella (1987), *Il rendiconto finanziario*, Isedi, Torino. L. Potito (1980), *Il rendiconto finanziario nelle imprese*, Giannini, Napoli. D.M. Salvioni (1997), *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, p. 189. E. D'Amico, D. Coluccia, S. Fontana, S. Solimene (2016), "Factors Influencing Corporate Environmental Disclosure", in *Business Strategy and the Environment*, 25(3), pp. 178-192. E. D'Amico, D. Coluccia, S. Fontana (2015), "A multi-stakeholder approach to voluntary disclosure of firms. An empirical research", in G. Schiuma, *Culture, Innovation and Entrepreneurship: Connecting the knowledge dots*, Proceedings of IFKAD, 12<sup>th</sup> International Forum of Knowledge Asset Dynamics, pp. 1291-1305. S. Fontana, E. D'Amico, D. Coluccia, S. Solimene (2015), "Does environmental performance affect companies' environmental disclosure?", in *Measuring Business Excellence*, 19(3), pp. 42-57.

di nuove forme di finanziamento di fonti interne ed esterne, all'incasso legato ai disinvestimenti e all'autofinanziamento<sup>25</sup>.

Grazie all'analisi di bilancio per flussi, la dinamica finanziaria può essere esaminata in modo più ampio e completo, in combinazione con l'indagine sulla struttura finanziaria disposta dall'analisi di bilancio per indici legata alla solidità patrimoniale, alla struttura e situazione finanziaria, nonché alla situazione economica<sup>26</sup>.

Gli strumenti dell'analisi di bilancio per indici e per flussi sono caratterizzati da una serie di vantaggi legati alla capacità segnaletica, seppur essi siano basati su considerazioni di natura statica perché basati su informazioni legate a periodi temporali conclusi. Essendo la dinamica aziendale un aspetto complesso e in continua evoluzione, l'analisi finanziaria di tipo prospettico può coadiuvare l'indagine, in quanto permette di comprendere l'evoluzione della struttura finanziaria e il suo correlato fabbisogno, basandosi su ipotesi di futuro sviluppo della gestione. In particolare, i valori previsionali hanno una loro valenza informativa sia con riferimento ad aziende caratterizzate da sviluppo sia da circostanze di crisi, poiché l'approccio previsionale ha un ampio rilievo anche nel progetto di risanamento<sup>27</sup>. In entrambi i casi, la struttura finanziaria deve tenere in considerazione, da un lato, del binomio fonti/impieghi, dall'altro dei piani di sviluppo dell'impresa ed i risultati economico-finanziari prospettici.

Di seguito, ci si focalizzerà *sulle diverse modalità di definizione della struttura finanziaria di una piccola e media impresa*.

---

<sup>25</sup> M. Allegrini (2008), "Lo studio dei flussi di cassa", in A. Danovi, A. Quagli (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, cit., p. 95 ss. P. Andrei (2003), "La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio", in P. Andrei, S. Azzali, A.M. Fellegara, E. Orlandoni, *Il bilancio di esercizio d'impresa*, cit., p. 96. W. Di Meo (2005), *Il rendiconto finanziario delle imprese*, Giappichelli, Torino. C. Teodori (2008), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, p. 193. C. Teodori, *Il rendiconto finanziario*, cit., p. 16 ss.

<sup>26</sup> P. Bastia (1989), *Il bilancio d'impresa*, Clueb, Bologna, p. 96. C. Teodori, *Il rendiconto finanziario*, cit., p. 15. C. Teodori, *La costruzione e l'interpretazione del rendiconto finanziario*, cit., p. 3.

<sup>27</sup> E. Giacosa, A. Mazzoleni, *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., p. 151 ss. P. Mazzola, *Il piano industriale*, Università Bocconi Editore, Milano, 2003. A. Danovi, A. Quagli (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, cit. R. Tiscini (2013), "Il ruolo dell'attestatore dei piani di risanamento", in *Il Fisco*, 1(1).

## 2.2. La definizione della struttura finanziaria per una piccola e media impresa

La definizione della struttura finanziaria in una piccola e media impresa può essere ricondotta a due elementi decisionali: uno di natura oggettiva e l'altro soggettiva<sup>28</sup>.

L'elemento oggettivo è legato all'analisi del fabbisogno dell'impresa. In particolare, gli investimenti a medio/lungo termine devono essere fronteggiati con fonti di finanziamento a disposizione dell'azienda per un periodo di tempo medio/lungo, ossia da mezzi propri oppure da passività consolidate, affinché vi sia allineamento tra le caratteristiche temporali degli impieghi e quelle delle fonti. Al contrario, gli investimenti in attivo circolante debbono essere fronteggiati mediante fonti di finanziamento a breve termine.

In aggiunta, la definizione del binomio fonti/impieghi necessita che il grado di indipendenza finanziaria sia coerente con la capacità di autofinanziamento dell'impresa<sup>29</sup>. In tale ambito, le fonti di finanziamento a breve termine dovrebbero essere autoliquidanti rispetto ai corrispondenti investimenti nel capitale circolante; dal loro canto, il rimborso dei debiti finanziari con una scadenza a medio-lungo termine deve derivare dai flussi di cassa generati dalla gestione aziendale o, eventualmente, da operazioni straordinarie, quali la dimissione di *assets*, le operazioni di rifinanziamento, la raccolta di capitali presso i mercati, ecc.

L'elemento soggettivo è, invece, da ricondurre alla scelta del soggetto finanziatore, in quanto le condizioni finanziarie in termini di quantità e costo sono elementi non trascurabili. Se si considerano le fonti di finanziamento diverse da quelle di origine interna e dai debiti di regolamento, gli altri soggetti finanziatori sono rappresentati dal sistema bancario e dai soggetti finanziari diversi dalla banca.

Nel contesto attuale, fortemente dipendente dal ceto bancario ma caratterizzato da una sempre minore disponibilità delle banche a concedere il credito, le imprese si sono mostrate generalmente impreparate a sposare una filosofia di apertura verso i soggetti finanziari diversi dalla banca. Ciò le differenzia dalle aziende tedesche<sup>30</sup>. Le piccole e medie imprese italiane sono attualmente costrette ad affrontare un cambiamento di natura culturale che, da un lato, è volto allo sviluppo di qualità manageriali in buona parte inesistenti, dall'altro ad

---

<sup>28</sup> E. Giacosa, *Il fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, cit., p. 104 ss.

<sup>29</sup> P. Pisoni, A. Devalle (2013), *Analisi finanziaria*, Giuffrè, Milano, p. 164 ss.

<sup>30</sup> A tal proposito, si rimanda al Capitolo 4, dove emerge che le imprese tedesche analizzate sono, generalmente, caratterizzate da migliori indicatori economico-finanziari.

adeguare i propri indicatori di natura economico-finanziaria alle richieste del mercato. Tale aspetto è forse quello più delicato da gestire.

Un problema rilevante è rappresentato dal fatto che le imprese “*not investment grade*”<sup>31</sup> in Italia (ed anche nell’indagine empirica che segue) sono una percentuale significativa.

Seppur da qualche anno si assista ad un certo disimpegno dal sistema bancario, è evidente una impreparazione culturale ed una inadeguatezza di natura economica, patrimoniale e finanziaria delle imprese. In aggiunta, anche il ritardo di una serie di interventi normativi a favore delle aziende<sup>32</sup>, nonché un lento sviluppo del mercato di debito o di capitale, costituiscono due elementi che ne hanno rallentato il processo culturale di cambiamento.

Diventa, quindi, di interesse collocare le aziende nell’ambito di un modello di selezione delle fonti di finanziamento che, partendo dal livello di gradimento delle stesse da parte del sistema finanziario, individui, seppur con una certa approssimazione tipica di ogni tassonomia, i seguenti aspetti:

- le aziende che hanno i requisiti per diversificare le fonti di finanziamento;
- lo/gli strumento/i utile/i per soddisfare le loro esigenze finanziarie;
- la/le tipologia/e di fonte/i di finanziamento più adatta/e, nell’ambito di quelle interne e esterne.

Nel lavoro, viene proposto un modello di selezione delle fonti di finanziamento che classifica le aziende in sei tipologie (che il modello chiama “quadranti”) in relazione al loro grado di redditività, alla capacità di rimborsare i debiti finanziari e all’entità della crescita<sup>33</sup> (Grafico 2.1).

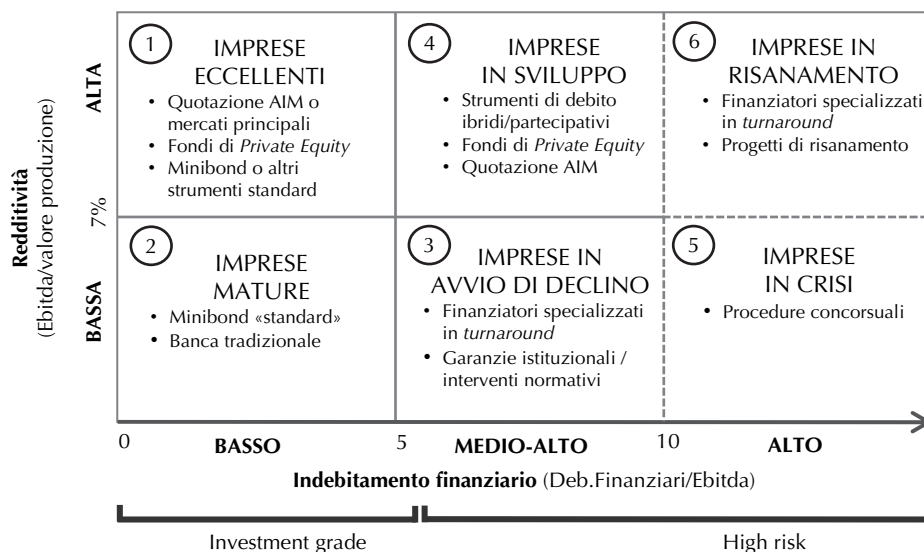
---

<sup>31</sup> I potenziali emittenti vengono classificati dai mercati finanziari del debito o del capitale in relazione al giudizio attribuito agli stessi dalle società di *rating*, ossia in virtù del rischio incorporato nella sottoscrizione di obbligazioni o azioni. La prima categoria è quella delle aziende “*investment grade*”, ossia le imprese che hanno struttura economica, finanziaria e patrimoniale tale da rendere basso o nullo il rischio incorporato nella sottoscrizione di un titolo azionario o obbligazionario. La seconda categoria è rappresentata dalle aziende “*not investment grade*” o “*speculative grade*”, il cui rischio non è basso o nullo.

<sup>32</sup> Gli interventi significativi sui temi sono stati effettuati con il D.L. 22 giugno 2012 n. 83 (Decreto Sviluppo), con il D.L. 18 ottobre 2012 n. 179 (Decreto Sviluppo *bis*), con il D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (Decreto Destinazione Italia) e il D.L. 24 giugno 2014 n. 91 (Decreto Competitività).

<sup>33</sup> La metodologia impiegata nel calcolo degli indicatori viene illustrata nel Capitolo 4.

Grafico 2.1 – La matrice informativa legata alla dimensione soggettiva nelle scelte di finanziamento



Fonte: E. Giacosa, F. Culasso, A. Mazzoleni, M. Rossi (2016), “A Model for the Evaluation Trends Performance in Small and Medium Enterprises”, in *Corporate Ownership & Control*, 13(4), pp. 389-402.

Osservando la matrice, è possibile distinguere differenti aziende *investment grade* o *high risk*:

- “imprese eccellenti”, che si collocano nel quadrante 1. Esse hanno indicatori economico-finanziari elevati, con particolare riferimento alla redditività, alla crescita e all’indebitamento finanziario. Possono ricorrere, in alternativa al ceto bancario, a strumenti di debito (mini-bond o cambiali finanziarie) standard<sup>34</sup> o ibridi, ma anche al mercato dei capitali, ossia ad operatori di *private equity* o alla quotazione sui mercati principali o minori (AIM). Con riferimento al sistema bancario, si tratta dei clienti più interessanti ed impegnativi: in primo luogo, perché il credito che viene erogato genera un ritor-

<sup>34</sup> I mini-bond non sono definibili “one-size-fit-all”. Al contrario, essi sono classificabili in strumenti “standard” ed “ibridi”. Gli strumenti standard sono sottoscrivibili da quelle aziende caratterizzate da indicatori di bilancio storici esprimanti un’ottima situazione economica e patrimoniale. Al contrario, i secondi possono accettare situazioni con alcune riserve, in quanto i sottoscrittori sono potenzialmente interessati alle performance aziendali ed al valore dell’azienda, seppur prospettico.

no economico elevato e anche nettamente superiore a quello del credito distribuito alle aziende collocate in altri quadranti; in secondo luogo, perché queste aziende manifestano molteplici bisogni finanziari, sia in termini di risorse finanziarie sia di servizi che vanno al di là del credito (si pensi alla copertura da rischi valutari, alla gestione di flussi di pagamento globali, alla gestione di progetti d'investimento, all'internalizzazione). A tal fine, la banca deve mostrarsi capace di erogare una variegata gamma di prodotti, di seguire la clientela anche in un business internazionale, oltre che elargire significative somme di denaro a prestito a prezzi competitivi;

- “imprese mature”, caratterizzate da modesta redditività e basso indebitamento, che si collocano nel quadrante 2. Si tratta di aziende in fase di maturità o crisi, che mostrano una certa erosione della redditività, ma che possono permettersi un modesto indebitamento e una consistente liquidità. Esse avrebbero necessità di tornare a crescere, anche grazie ad una strategia di innovazione e di ingresso in nuovi mercati, eventualmente dismettendo quegli investimenti non più produttivi. Il sistema bancario rappresenta l'interlocutore privilegiato, poiché esso basa le sue considerazioni su dati storici. Inoltre, esse possono accedere allo strumento dei mini-bond nella sua accezione standard. In entrambi i casi, sono necessari dei piani di sviluppo chiari e sostenibili grazie al supporto di operatori finanziari capaci di definire il pacchetto economico-finanziario più consono per la strategia di investimento programmata. Inoltre, tali piani di investimento devono essere opportunamente comunicati nei confronti dell'esterno, affinché possano rappresentare un utile strumento di valutazione da parte dei finanziatori esterni.

Il secondo gruppo di aziende (imprese “*high risk*”) possono essere così classificate:

- “imprese in avvio di declino”, che sono caratterizzate da elevato indebitamento finanziario e bassa redditività, e che si collocano nel quadrante 3. Il ceto bancario si è progressivamente disimpegnato nei confronti di queste aziende: ciò ha generato evidenti difficoltà di accesso al credito. Lo stesso ragionamento è valevole per l'accesso ai mercati finanziari, sia per quanto riguarda il debito, sia per quanto riguarda il capitale; ciò non vale nei casi in cui l'azienda abbia avviato un processo di risanamento<sup>35</sup> e si sia rivolta ad interlocutori specializzati nel finanziamento;
- “imprese in sviluppo”, che hanno una elevata redditività e una potenziale crescita, oltre a livelli medio-alti di indebitamento, collocate nel quadrante 4.

---

<sup>35</sup> Per ulteriori approfondimenti sul tema del processo di risanamento, si fa rimando a E. Giacosa, A. Mazzoleni, *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit.

Hanno difficoltà ad accedere al sistema bancario e a usare gli strumenti che basano il giudizio sul merito creditizio su elementi storici (si pensi ai mini-bond standard), nonostante siano aziende dove l'abbondanza di credito potrebbe contribuire in modo efficace alla crescita. Quando esistono i necessari supporti informativi capaci di captare le prospettive di crescita, l'azienda potrebbe impiegare gli strumenti di debito ibridi o partecipativi, ricorrere agli operatori di *private equity* e, in via residuale, alla quotazione sui mercati minori. Esse hanno spesso difficoltà a ricevere dalle banche il credito e i servizi necessari per finanziare la crescita: ciò succede perché le banche, gli investitori e i fondatori sono generalmente abituati a valutare il merito creditizio usando dati storici, senza tenere in considerazione le reali potenzialità industriali di crescita. Le aziende di questo quadrante sono quelle che, più di altre, subiscono le asimmetrie informative nella comunicazione con il sistema finanziario; dal suo canto, quest'ultimo non possiede gli elementi di giudizio per supportare un investimento nel capitale/debito;

- “imprese in crisi”, caratterizzate da un elevato grado di indebitamento finanziario e da bassa redditività, collocate nel quadrante 5. Esse non accedono al credito bancario e a strumenti finanziari alternativi al debito bancario. Ciò è dovuto a giudizi negativi sia sul loro merito creditizio (dovuti ad una situazione finanziaria altamente in tensione), sia sulle prospettive di sviluppo dell'attività esercitata (soprattutto a causa di consolidate perdite di fatturato e marginalità). Generalmente, si tratta di aziende in avanzato stato di crisi, soggette a procedure concorsuali che comportano spesso la liquidazione degli *asset* aziendali<sup>36</sup>.
- “imprese in risanamento”, caratterizzate da elevati livelli di redditività e indebitamento, collocate nel quadrante 6. Esse si trovano in stato di crisi ed hanno avviato un processo di risanamento. Hanno la possibilità di accedere al credito, sia di natura bancaria sia derivante da altre forme di finanziamento, anche facendo ricorso all'assistenza di operatori finanziari specializzati nel *turnaround*. Questi interventi di ristrutturazione e rilancio richiederebbero un certo quantitativo di capitale a pieno rischio da parte degli azionisti

---

<sup>36</sup> Dal 1° gennaio 2011 al 30 giugno 2013 sono state depositate presso i Tribunali della Lombardia 1.155 procedure di concordato preventivo e 93 accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis della legge fallimentare, con un notevole incremento dal 2011 al 2013, pari al 289%. In particolare, la ricerca si è concentrata su 984 casi: è emerso che l'85% delle procedure erano liquidatorie e solo il restante 15% prevedeva una continuità aziendale. Per maggiori approfondimenti si fa rimando a A. Mazzoleni, M. Veneziani (a cura di) (2014), *L'efficacia del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione del debito nell'esperienza dei tribunali lombardi. Report di ricerca*, Giappichelli, Torino.

ed investitori professionali e/o istituzionali per finanziare il percorso di ristrutturazione. In aggiunta, anche il sostegno delle banche sarebbe rilevante, non tanto in termini di erogazione indiscriminata di credito (che sarebbe controproducente, dato il contesto insostenibile) quanto piuttosto di finanziamento e sostegno del capitale circolante.

## 3.

### Il finanziamento della piccola e media impresa

#### 3.1. I finanziamenti bancari

In Italia le banche tradizionali rappresentano il maggior soggetto finanziatore delle imprese. Il credito bancario rappresenta infatti circa il 65% del totale dei debiti finanziari delle aziende<sup>1</sup>, percentuale superiore rispetto al 50% riscontrato in Germania, al 38% circa in Francia ed al 30% circa nei Paesi anglosassoni<sup>2</sup>.

In particolare, confrontando le modalità di copertura dei fabbisogni complessivi delle aziende nelle diverse aree geografiche è emerso che nel 2018 i debiti complessivi delle imprese in Italia venivano coperti nel 35% dei casi (in crescita rispetto al 32% registrato nel 2017) dai prestiti richiesti e concessi dagli istituti bancari. Tale percentuale è maggiore rispetto alla media europea del 31% ed inferiore solo alla Spagna (40%).

Il ricorso a fonti di finanziamento alternative al debito bancario a livello nazionale è ancora molto limitato, soprattutto con riferimento alle piccole-medie imprese. Il numero delle imprese di dimensione media-piccola che posseggono i requisiti per poter accedere a tali fonti di finanziamento seppur non trascurabile, è composto da operatori con limitata conoscenza e gradimento di questi strumenti. Le banche tradizionali, inoltre, hanno difficoltà ad impiegare la propria raccolta e, nel caso di imprese con fondamentali economici buoni, propongono finanziamenti con costi molto bassi e con complessità tecniche limitate. In altri termini mentre il ricorso a finanziatori alternativi alla banca presuppone la capacità di utilizzare strumenti anche evoluti di comunicazione economico-finanziaria (analisi finanziarie infrannuali, piano economico-finanziario, ecc.) la banca pone in genere richieste modeste in ordine all'utilizzo degli stessi.

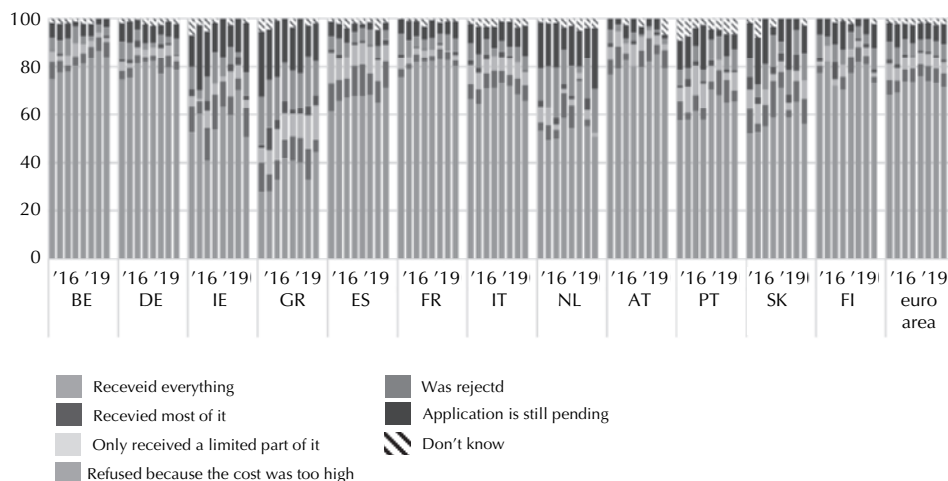
---

<sup>1</sup> Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, luglio 2019.

<sup>2</sup> Banca Centrale Europea, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area. October 2014 to March 2015*, luglio 2019.

Il mercato dei capitali, altresì, non risulta ancora pienamente maturo e pronto ad offrire tali strumenti ad un numero ampio di operatori. In questo contesto la capacità delle banche di soddisfare le esigenze delle imprese risulta essere in aumento<sup>3</sup>.

Grafico 3.1. – *Esito delle richieste di prestiti bancari delle PMI nei Paesi dell'area Euro*



Fonte: European Central Bank, *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area*.

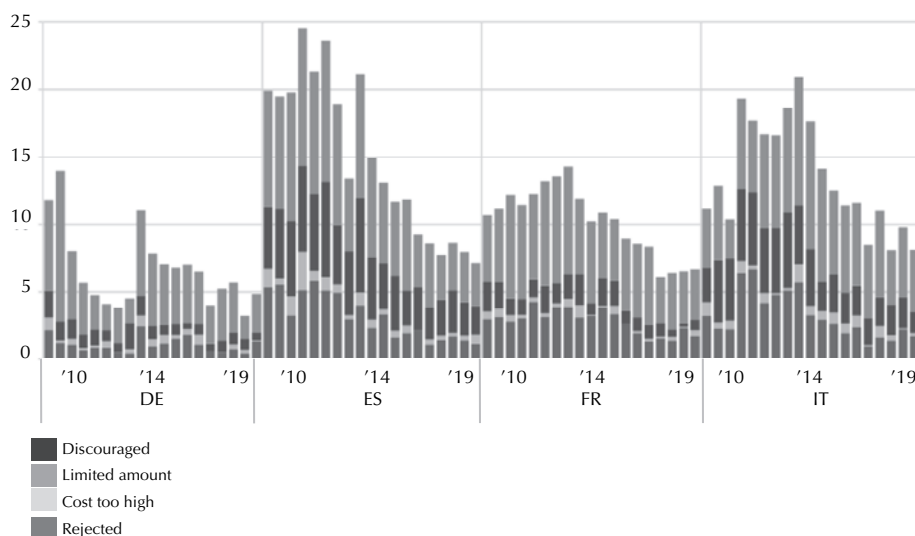
Dal Grafico 3.1 emerge infatti che su ogni 10 richieste di prestito al sistema bancario, in Italia nel 2018 circa 7 si sono concluse positivamente. Tale numero è in crescita rispetto al 2017 ad evidenziare il fatto che il sistema bancario sta riprendendo le attività d'erogazione del credito alle imprese, tant'è che i casi di completo rifiuto sono in riduzione. Tali percentuali sono leggermente più basse rispetto alla media europea.

I principali ostacoli riscontrati sono riconducibili, per altro, ad elementi soggettivi, ovvero lo “scoraggiamento” del richiedente. Tale elemento a cui viene ascritta la difficoltà di accesso al credito bancario evidenzia, come sostenuto da

<sup>3</sup> Il *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area* (SAFE) è un'indagine effettuata ogni semestre (ottobre-marzo) dalla European Central Bank sull'accesso ai finanziamenti bancari da parte delle piccole-medie imprese europee. Nel semestre ottobre 2014-marzo 2015 la dimensione totale analizzata è stata di 11.720 imprese, di cui 10.707 hanno meno di 250 dipendenti.

alcuni autori<sup>4</sup>, la difficoltà nella comunicazione tra banca e impresa e la necessità di intraprendere un cammino (sia da parte delle imprese sia da parte del sistema bancario) volto a superare le elevate asimmetrie informative ancor oggi esistenti.

Grafico 3.2. – *Ostacoli alla ricezione di un prestito bancario per le PMI nei Paesi europei*



Fonte: European Central Bank, *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area*.

Nonostante la presenza del sistema bancario anche in queste situazioni di crisi, a fronte della crescente domanda di credito a breve termine per coprire il capitale circolante e le operazioni volte a ristrutturare e consolidare il debito, l'erogazione dello stesso tra il 2018 e il 2019 è sceso di circa il 9%<sup>5</sup>. Tale situazione dovrebbe stimolare la diffusione di forme di finanziamento alternative alla banca con le quali sostenere il fabbisogno delle imprese.

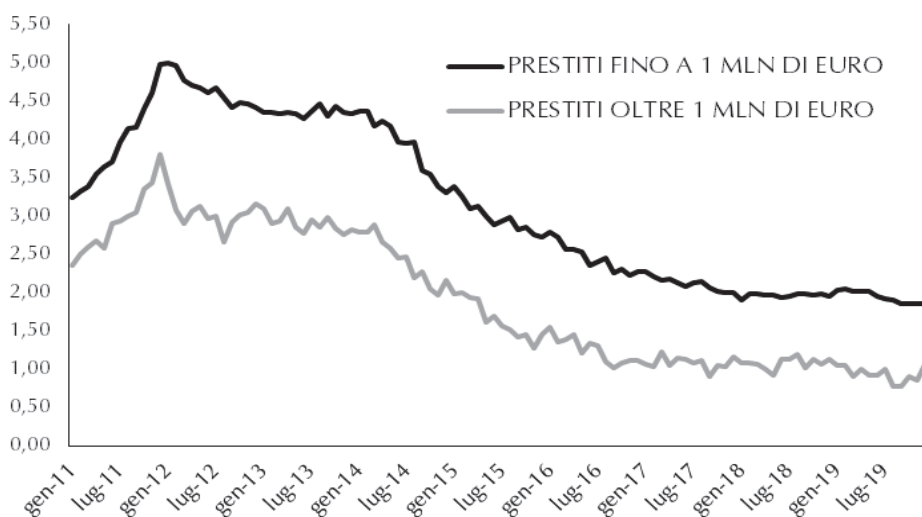
Un altro tema rilevante che consente spesso alla banca tradizionale di finanziare imprese giudicate ad alto potenziale di crescita rispetto a finanziatori

<sup>4</sup> A. Mazzoleni (2012), *La comunicazione economico-finanziaria delle imprese con il sistema bancario*, McGraw-Hill, Milano, pp. 51-53 e 149-153.

<sup>5</sup> Associazione per lo Sviluppo degli studi di Banca e Borsa, *Osservatorio Monetario* 3/2018, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano. Si rimanda, inoltre, per approfondimenti a Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, 3, 2018.

alternativi è il costo del finanziamento. Il costo del finanziamento è sia diretto sia indiretto. Il primo è rappresentato dal costo che il prestatore di risorse finanziarie riconosce al finanziatore ed è in genere facilmente individuabile. Il secondo è rappresentato dal costo che il prestatore di risorse corrisponde al finanziatore una *tantum* come *fees* per la chiusura dell'operazione oltre al costo degli *advisor* che lo stesso deve utilizzare oppure ancora il costo della differente struttura organizzativa (contabile e non) che l'impresa deve adottare. Quanto segue è riferito al costo diretto. I tassi d'interesse applicati dalle banche sui prestiti alle imprese sono in forte diminuzione e dalle prospettive fornite dalla Banca d'Italia<sup>6</sup> scenderanno sotto lo zero (Grafico 3.3).

Grafico 3.3. – Tassi d'interesse sui nuovi prestiti alle imprese (valori in %, variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazione personale su dati in *Supplementi al Bollettino Statistico. Indicatori monetari e finanziari Moneta e Banche*, Banca d'Italia, Roma, 2019.

La riduzione delle erogazioni sono da ascrivere, in via principale, all'incremento delle sofferenze bancarie che hanno conosciuto un costante incremento dal 2006. La sofferenza rappresenta la parte del credito erogato ritenuto non recuperabile. Tale fenomeno, in realtà sottostimato<sup>7</sup>, comporta, per la recente nor-

<sup>6</sup> Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, 3 2015. A conferma delle previsioni si ricorda che il tasso Euribor a 3 mesi a fine ottobre 2015 ha raggiunto quota negativa di  $-0,07$  e da allora non è più ritornato sopra lo zero.

<sup>7</sup> Le sofferenze non comprendono le altre classi di crediti bancari in genere definiti come

mativa bancaria, un obbligo di accantonamenti patrimoniali e quindi di riduzione delle risorse disponibili alle imprese richiedenti. Tale situazione ha comportato una crescente selettività nelle scelte d'erogazione.

La sovrabbondanza del credito bancario fino al 2008, la capacità delle banche di coprire tutti i fabbisogni di investimento delle imprese<sup>8</sup> e la modesta capacità di selezione dei soggetti affidati ha comportato una significativa atrofizzazione della capacità di governare la funzione finanziaria da parte delle imprese. Contestualmente ha avuto luogo un processo, probabilmente irreversibile, di disimpegno da parte delle banche dalle necessità finanziarie delle imprese<sup>9</sup>. Tale riduzione delle erogazioni è dovuta, non solo ad una restrizione dell'offerta da parte delle banche, ma anche ad una riduzione della domanda da parte delle imprese, causata anche dal perdurare della crisi economica.

Lo scenario di riferimento è, in conclusione, quello in cui il sistema bancario ha significativamente ridotto il proprio impegno a sostegno degli operatori non virtuosi, mantenendo, almeno fino ad ora, abbastanza stabile la capacità di risposta ai soggetti con ottimo merito creditizio<sup>10</sup>. Tale situazione è da ritenersi confermata, anche in prospettiva, con riferimento alla copertura degli investimenti in capitale circolante, mentre evidenzia già oggi qualche limite con riferimento ai finanziamenti degli investimenti di importi significativi e con orizzonte temporale a medio-lungo termine<sup>11</sup>.

---

“incagliati” o Unlikely To PAy (UTP), relativamente ai quali la banca non ha ancora, completamente, perso le attese di recupero.

<sup>8</sup> Il sistema bancario ha sviluppato negli anni la capacità di soddisfare tutte le esigenze di natura finanziaria delle imprese sia con riferimento alla copertura degli investimenti in circolante (con fidi di natura commerciale finalizzati a smobilizzare crediti a breve termine, prestiti chirografari a breve finalizzati a finanziare gli investimenti di magazzino, oppure con lo strumento del *factoring*, servizio svolto, in prevalenza, da operatori di tipo bancario) ed alla copertura degli investimenti (con mutui erogati direttamente dalla banca oppure con lo strumento del *leasing* finanziario o operativo).

<sup>9</sup> Sul processo in atto si rimanda, per approfondimenti, a Banca Centrale Europea (2014), “SME Access to Finance in the euro Area: Barrier and potencial policy remedies”, in *Bollettino della Banca Centrale Europea*, luglio. Sulla specificità del rapporto tra banche e imprese in Italia, si rimanda, altresì a A. Mazzoleni, *La comunicazione economico-finanziaria delle imprese con il sistema bancario*, cit., p. 61 ss.

<sup>10</sup> Dal rapporto Cerved PMI 2014 è emerso che nel 2012 le imprese nella fascia di *rating* C1.1-C2.1 (ovvero la peggiore) hanno subito una contrazione del credito bancario disponibile di circa 4 punti percentuali, oltre il doppio di quella subita dalle imprese con *rating* B2.1-B2.2 e circa tre volte la contrazione relativa alla fascia A1.1-B1.2 (la migliore). Nel 2013 invece la contrazione dei debiti bancari è stata omogenea, pari a circa 3 punti percentuali per tutte le fasce di *rating*.

<sup>11</sup> Si rimanda, per approfondimenti, a G. Forestieri (2014), “I nuovi canali di finanziamento delle imprese mini-bond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, in *Bancaria*, 6, p. 4.

Prima di passare ad analizzare le forme di finanziamento diverse dalla banca le prossime pagine saranno dedicate al finanziamento bancario tradizionale.

Il fabbisogno dell'impresa con riferimento ai finanziamenti bancari può essere suddiviso in funzione della destinazione delle risorse finanziarie richieste. A diverse finalità corrispondono, in genere, differenti strumenti utilizzati dalla banca per soddisfare i fabbisogni dell'impresa.

I finanziamenti richiesti dall'impresa possono essere finalizzati a sostenere (finanziare) il capitale ricolante netto oppure gli investimenti effettuati dall'impresa in impieghi a medio lungo termine.

Il fabbisogno di capitale circolante netto è, a sua volta, condizionato dalla strategia di gestione dei crediti commerciali e dei debiti di regolamento dei fornitori oltre al magazzino. Con riferimento alle due classi di valore citate è possibile ricordare che:

- per quanto riguarda i crediti commerciali/debiti di fornitura la dilatazione dei tempi medi di incasso dei crediti commerciali (e delle altre classi di valore a breve termine) comporta un incremento di fabbisogno finanziario che può essere compensato solo attraverso un eguale o maggiore incremento dei termini di pagamento ai fornitori (ciclo commerciale ovvero tempi medi di incasso dei crediti a cui si detrae il tempo medio di pagamento ai fornitori). Nel caso in cui il ciclo commerciale sia corrispondente a zero (tempo medio di incasso crediti meno tempo medio di pagamento dei fornitori) non si genera fabbisogno finanziario. Nel caso di ciclo finanziario crescente aumentano, di converso le risorse finanziarie di cui l'azienda necessita per garantire il suo equilibrio finanziario. L'effetto "ciclo finanziario" viene poi accentuato nel caso di aumento di fatturato mentre si riduce nel caso di riduzione delle vendite;
- per quanto concerne, invece, il magazzino questa classe di valore è influenzata sia dalla politica di gestione del magazzino delle materie prime, dei semilavorati, dei prodotti finiti sia dal ciclo tecnico dei processi di trasformazione finisca dei beni. In particolare per quanto riguarda il governo dei magazzini tanto più questo sarà improntato alla riduzione delle quantità fisiche in giacenza (e quindi alla loro veloce movimentazione) con logiche di tipo *Lean* o *Just in Time* tanto minore sarà lo stock di risorse finanziarie da finanziare. Di converso strategie finalizzate ad ampliare l'assortimento del catalogo prodotti o l'accumulo di rimanenze a favore dei propri clienti comporta l'aumento dei fabbisogni di finanziamento di questa categoria di beni;
- per quanto riguarda, invece, il ciclo tecnico questo dipende sia dalla tipologia di produzione posta in essere dall'azienda (durata del processo produttivo per la realizzazione dei beni) sia dal grado di attenzione posto dall'azienda nell'organizzazione di quest'area aziendale. Nel caso di incremento

della produzione il fabbisogno finanziario si incrementa mentre nel caso di riduzione della stessa si riduce.

Gli investimenti dell'impresa in elementi dell'attivo di medio lungo termine (o che secondo una logica finanziaria sono classificati in attivo fisso) sono divisibili in due macro categorie ovvero quelli in immobilizzazioni tecniche (immobili, macchinari, impianti) e quelli partecipazioni e/o aziende o rami d'azienda. Mentre i primi sono strettamente funzionali all'attuazione della strategia aziendale ed hanno diretto impatto sul conto economico dell'impresa oltre che mediante gli oneri finanziari sul finanziamento attraverso le maggiori quote di ammortamento i secondi hanno impatto in prevalenza in modo indiretto mediante la generazione di flussi di dividendi.

I fabbisogni di investimento brevemente descritti nelle pagine precedenti vengono coperti attraverso forme tecniche di finanziamento differenti verso i quali le banche tradizionali stanno dimostrando un diverso grado di predisposizione.

Per quanto concerne gli investimenti in capitale circolante la banca tradizionale fornisce risorse finanziarie in modo differenziato a seconda che l'investimento sia finalizzato a coprire il ciclo finanziario dell'impresa o il magazzino. In particolare per coprire gli squilibri tra crediti commerciali e debiti verso fornitori la banca fornisce risorse definite "autoliquidanti" in quanto la loro estinzione avviene mediante l'incasso del credito commerciale oggetto di anticipazione senza che l'azienda debba destinare a questo obiettivo risorse finanziarie generate dalla gestione economica. Esistono varie forme tecniche utilizzate dalla banca per questo scopo che sono la concessione di finanziamenti per lo "smobilizzo" di crediti commerciali. Tali finanziamenti sono in genere erogati dalla banca alla presentazione del titolo che attesti l'esistenza di un credito commerciale (tipicamente una fattura di vendita) e sono finalizzate ad anticipare all'azienda risorse finanziarie che la stessa riceverà dal suo cliente solo alla scadenza contrattualmente prevista. Queste forme di finanziamento comportano per la banca erogante un modesto rischio ed hanno un costo in genere contenuto correlato, comunque, al merito creditizio dell'impresa che li riceve<sup>12</sup>.

Il finanziamento del magazzino comporta, invece, un grado di complessità maggiore per la banca in quanto tale forma di prestito non è in genere completamente autoliquidante. Nonostante, infatti, il magazzino sia considerato un investimento a breve termine lo stesso non incorpora certezza né con riferimento alla tempistica di trasformazione in cassa né con riferimento alle modalità con

---

<sup>12</sup> Per motivi regolamentari le banche devono accantonare delle riserve per ogni unità di euro di prestito erogato. Questo accantonamento sale all'aumentare della rischiosità per la banca cioè al peggioramento del merito creditizio del soggetto che riceve i finanziamenti.

le quali lo stesso verrà monetizzato. La banca tradizionale deve quindi erogare finanziamenti a breve termine senza poter agganciare agli stessi nessuna modalità “naturale” di estinzione correlata alla liquidabilità del magazzino. Il magazzino si presta, infine, con difficoltà ad essere utilizzato come garanzia per il finanziamento ricevuto nonostante gli sforzi compiuti dal legislatore in questo senso <sup>13</sup>.

Il finanziamento del magazzino comporta per la banca erogante un rischio medio o alto e, per questo motivo, non trova la diffusione che le aziende si attenderebbero.

Per quanto concerne, infine, il finanziamento degli investimenti in capitale fisso la banca tradizionale incontra la sua massima difficoltà in quanto la fonte di rimborso del finanziamento è rappresentata da risorse generate dalla gestione aziendale e la banca deve “scommettere” sulla capacità dell’impresa di generare risorse per periodi in genere non brevi. La banca deve erogare finanziamenti in genere di importi anche non modesti e con termine di rimborso anche oltre i 60 mesi con durate massima in genere non superiore ai 120 mesi. In questo contesto la banca deve cercare di comprendere la capacità prospettica dell’impresa di generare flussi di cassa coerenti con gli impegni complessivi della stessa ed in particolare coerenti con l’operazione di finanziamento. Questo esercizio si presta, spesso, di non facile soluzione sia per la modesta capacità della banca di sviluppare analisi evolute sia per la ancora più modesta capacità dell’impresa media di descrivere con professionalità il suo futuro con lo strumento del piano economico-finanziario. Per questi motivi la decisione della banca di erogare o meno finanziamenti di questo tipo è basata sull’analisi delle garanzie che assistono il finanziamento e sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale di partenza. Vengono quindi spesso escluse le imprese che seppur in presenza di progetti di sviluppo solidi e remunerativi hanno una storia limitata nel tempo o, peggio, escono da periodi di modesti risultati economici e finanziari.

Volendo proporre una sintesi di quanto sopra esposto è possibile affermare che la banca tradizionale risulta essere, e probabilmente lo sarà anche per i prossimi anni, un partner corretto per le imprese nel finanziamento dei fabbisogni di breve termine mentre per la copertura dei fabbisogni di medio-lungo termine il fornitore di risorse finanziarie per lo sviluppo sarà un soggetto diverso dalla banca.

---

<sup>13</sup> Il legislatore ha modificato la normativa sul pegno per agevolare l’utilizzo di questa forma di garanzia reale a supporto delle operazioni di finanziamento del magazzino.

## 3.2. Le forme di debito alternative alle banche

Il ricorso, da parte delle imprese, a strumenti di debito differenti da quelli concessi dal sistema bancario dipende, in modo significativo, dal giudizio che gli operatori sono in grado di emettere sull'impresa, sulla base delle informazioni pubbliche disponibili (bilancio di esercizio ed altri documenti obbligatori). La modesta capacità da parte delle piccole e medie imprese di porre in essere corrette attività di comunicazione economico-finanziaria rende necessario l'utilizzo di uno strumento generalmente accettato dai finanziatori diversi dalla banca cioè il *rating*. Il *rating* permette ai finanziatori di assumere velocemente le proprie decisioni di erogare risorse finanziarie superando le note asimmetrie informative tra soggetto finanziatore e impresa finanziata.

Tale giudizio o “*rating*” viene prodotto ed aggiornato per alcune grandi imprese dalle *rating agencies* (Moody's, Standard & Poor's, ecc.), mentre per le realtà di minori dimensioni deve essere appositamente calcolato su richiesta delle stesse. La normativa che ha recentemente disciplinato gli strumenti di debito alternativi alla banca ha reso necessaria l'emissione del giudizio di *rating* da parte di società specializzate ed all'uopo autorizzate<sup>14</sup>, alle quali è necessario rivolgersi per ottenere il giudizio.

Il ricorso a questi strumenti è, quindi, basato su giudizi tendenzialmente oggettivi, ma basati su valori storici, dove la componente previsionale sulle *performance* aziendali o quella qualitativa<sup>15</sup> ha un peso contenuto. Nelle pagine successive vengono fornite alcuni approfondimenti su questo strumento.

### 3.2.1. Il rating

Il *rating* permette il ricorso a strumenti di finanziamento diversi dalle banche; è solitamente prodotto da operatori specializzati (*rating agencies* quali Mody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings, Cerved, Crif, ecc.), la valutazione dell'impresa nel caso di strumenti di debito avviene sulla base di elementi storici e modelli standardizzati: i *rating*.

Il *rating*<sup>16</sup> è metodo di valutazione dell'azienda largamente utilizzato per la

---

<sup>14</sup> Le società di *rating* abilitate all'emissione del giudizio devono possedere l'autorizzazione CONSOB ed ESMA (*European Securities and Market Authority*) ed essere registrate come *Credit Rating Agency* (CRA). Allo stato attuale, alcune delle società autorizzate sono CER-VED s.p.a. e CRIF s.p.a.

<sup>15</sup> Per “variabili qualitative” si intendono tutti gli elementi rilevanti per esprimere un giudizio sul valore dell'impresa differenti da quelle quantitativo-monetaria.

<sup>16</sup> Secondo la definizione del Comitato di Basilea i *rating* rappresentano «una valutazione

determinazione del grado di affidabilità della società che intende ricorrere a uno strumento finanziario. Tale strumento ha due principali obiettivi, quello di ridurre le asimmetrie informative riguardanti la capacità del debitore di onorare gli impegni assunti nei confronti della comunità finanziaria, e quello di facilitare il collocamento degli strumenti finanziari sui mercati. Nelle pagine successive si analizzano i *rating* emessi su richiesta o meno degli emittenti, al fine di rendere accessibile l'utilizzo strumenti di finanziamento alternativi alla banca.

Il *rating* permette classificare l'impresa o una determinata operazione in una tra più classi di rischio creditizio predefinite in modo contiguo ed ordinale (*rating assignment*)<sup>17</sup>. Ad ogni classe individuata si collega un diverso tasso atteso di insolvenza o di perdita (*rating quantification*)<sup>18</sup>. All'interno di ogni classe si collocano, quindi, aziende caratterizzate da un omogeneo profilo di rischio. Il cambiamento del profilo di rischio comporta la migrazione dell'impresa da una classe all'altra della classe di *rating*.

Il *borrower rating* o *issuer rating* esprime la capacità del soggetto debitore di onorare le obbligazioni assunte entro i termini prestabiliti e prevede un'analisi della capacità dell'azienda di produrre reddito e flussi di cassa, del posizionamento competitivo e prospettive dell'impresa e della solidità finanziaria. Ad ogni classe di *rating* si associa una probabilità di default (PD) che rappresenta la probabilità espressa dal giudizio di *rating* che l'azienda non riesca ad adempiere alle proprie obbligazioni.

Il *rating* assegnato alla singola operazione di finanziamento, *facility rating* o *issue rating* si determina considerando sia le caratteristiche del debitore che dell'operazione, tenendo conto, in tal modo, non solo del merito creditizio del debitore ma anche della LGD<sup>19</sup>, ovvero del tasso di perdita atteso correlato alle

---

del rischio di perdita conseguente all'insolvenza di una controparte, basata su informazioni qualitative e quantitative [...] le esposizioni appartenenti ad ogni classe sono trattate come caratterizzate da perdite specifiche e misurabili [...] un sistema di *rating* comprende [...] l'insieme degli elementi che giocano un ruolo nel processo, inclusi i concetti di perdita e le relative misure, la metodologia per valutare il rischio, le responsabilità degli operatori, le funzioni d'uso dei *rating* prodotti».

<sup>17</sup> G. De Laurentis (2001), *Rating interni e credit risk management*, Bancaria Editrice, Roma.

<sup>18</sup> G. De Laurentis, *Rating interni e credit risk management*, cit., p. 103; M. Carey, M. Hryacy (2001), "Parameterizing credit risk models with rating data", in *Forthcoming Journal of Banking and Finance*, 25(1), p. 2. Secondo De Laurentis la fase di *rating quantification* è fondamentale per lo sviluppo di applicazioni basate direttamente sui sistemi di *rating* e per la definizione dei parametri dei *credit risk models* che consentono applicazioni in grado di misurare altri aspetti del rischio di credito.

<sup>19</sup> La *Loss Given Default* (LGD) identifica la perdita che un soggetto creditore subisce qualora si verifichi l'evento di insolvenza. Essa è funzione dell'esposizione creditizia, del valore

specifiche caratteristiche dell'operazione. Tale probabilità dipende dalla presenza di eventuali garanzie a favore dei possessori di titoli e del grado di *seniority*, degli strumenti valutati rispetto agli altri debiti contratti dall'emittente<sup>20</sup>. I medesimi finanziamenti sottoscritti dall'azienda possono essere classificati come senior, junior o mezzanini. I primi sono antergati nella restituzione a tutte le altre posizioni mentre quelli junior sono postergati rispetto ai primi. I mezzanini sono invece forme ibride di finanziamento che si collocano a cavallo tra la categoria di *equity* e di debito.

A seconda della scadenza dello strumento finanziario oggetto di *rating*, l'agenzia emette il *rating* di breve o lungo termine. In particolare Cerved esprime la valutazione del *rating* degli strumenti a medio-lungo termine in una scala di *rating* composta di 13 classi mentre per gli strumenti a breve termine utilizza una scala di *rating* a 5 classi. In entrambi i casi la scala di valori assegnata è una scala alfabetica. Le scale di *rating* utilizzate dai principali operatori sono tra di loro confrontabili come appare di seguito.

Tabella 3.1. – *Scala di rating a breve e lungo termine di Cerved Rating Agency*

| Area      | Rating CERVED |               | Descrizione                                                                                                                                                                                          |
|-----------|---------------|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|           | Lungo termine | Breve termine |                                                                                                                                                                                                      |
| SICUREZZA | A1.1          | S-1           | Azienda caratterizzata da una dimensione elevata, da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è minimo.      |
|           | A1.2          |               | Azienda di dimensioni medio-grandi caratterizzata da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è molto basso. |
|           | A1.3          |               | Azienda caratterizzata da un profilo economico-finanziario e da una capacità di far fronte agli impegni finanziari molto buoni. Il rischio di credito è molto basso.                                 |
|           | A2.1          | S-2           | Azienda con fondamentali molto solidi e una capacità molto elevata di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.                                                             |

*Segue*

attuale del valore di liquidazione del collaterale, del grado di *seniority* del credito oggetto di valutazione.

<sup>20</sup> Cerved Rating Agency (2014), *Metodologia rating di emissione*, p. 3, web: [http://rating-agency.cerved.com/documents/1392008/1392025/CRA\\_MetodologiaRatingEmissioni.pdf](http://rating-agency.cerved.com/documents/1392008/1392025/CRA_MetodologiaRatingEmissioni.pdf).

| Area          | Rating CERVED |               | Descrizione                                                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------|---------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|               | Lungo termine | Breve termine |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| SICUREZZA     | A1.1          |               | Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.                                                                                                                                       |
|               | A3.1          |               | Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.                                                                                                                                               |
| SOLVIBILITÀ   | B1.1          | S-3           | Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.                       |
|               | B1.2          |               | Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è relativamente contenuto.         |
| VULNERABILITÀ | B2.1          | V-1           | I fondamentali dell'azienda sono complessivamente positivi nonostante elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è comunque inferiore alla media. |
|               | B2.2          |               | I fondamentali dell'azienda presentano elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito, seppur generalmente ancora prossimo alla media, è significativo.          |
| RISCHIO       | C1.1          | R-1           | L'azienda presenta gravi problemi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è elevato.                                                                                                                         |
|               | C1.2          |               | L'azienda presenta problemi molto gravi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è molto elevato.                                                                                                             |
|               | C2.1          |               | L'azienda presenta problemi estremamente gravi, che ne pregiudicano la capacità di far fronte agli impegni finanziari anche nel breve periodo. Il rischio di credito è massimo.                                                                                          |

Fonte: CERVED Rating Agency (2014), *Metodologia rating di emissione*, p. 3, [http://rating.agency.cerved.com/documents/1392008/1392025/CRA\\_MetodologiaRatingEmissioni.pdf](http://rating.agency.cerved.com/documents/1392008/1392025/CRA_MetodologiaRatingEmissioni.pdf).

Le scale di *rating* utilizzate dai principali operatori sono tra di loro confrontabili come appare di seguito. La confrontabilità permette di poter affermare che lo strumento è ampiamente utilizzabile a prescindere dalla *rating agency* utilizzata.

Tabella 3.2. – Scale di rating a breve e lungo termine delle principali agenzie di rating internazionali

| Moody's       |               | Standard & Poor's |               | Fitch Ratings |               | Descrizione                                                                                                                                      |
|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Lungo termine | Breve termine | Lungo termine     | Breve termine | Lungo termine | Breve termine |                                                                                                                                                  |
| Aaa           | P-1           | AAA               | A-1+          | AAA           | F1+           | Ottime capacità di onorare le obbligazioni assunte.                                                                                              |
| Aa1           |               | AA+               |               | AA+           |               | Alta qualità, rischio di insolvenza molto basso ma, nel lungo periodo, maggiore delle obbligazioni AAA.                                          |
| Aa2           |               | AA                |               | AA            |               |                                                                                                                                                  |
| Aa3           |               | AA–               |               | AA–           |               |                                                                                                                                                  |
| A1            | P-2           | A+                | A-1           | A+            | F1            | Buone capacità di onorare le obbligazioni assunte ma maggiormente suscettibili ai cambiamenti dei fattori e delle condizioni economiche esterne. |
| A2            |               | A                 |               | A             |               |                                                                                                                                                  |
| A3            |               | A–                | A-2           | A–            | F2            | Adeguate capacità di rispettare gli obblighi finanziari, ma maggiore assoggettamento alle condizioni economiche avverse.                         |
| Baa1          |               | BBB+              |               | BBB+          |               |                                                                                                                                                  |
| Baa2          | P-3           | BBB               | A-3           | BBB           | F3            |                                                                                                                                                  |
| Baa3          | BBB–          | BBB–              |               |               |               |                                                                                                                                                  |
| Ba1           | Not Prime     | BB+               | B             | BB+           | B             | Condizioni esterne avverse potrebbero compromettere la capacità di adempimento dell'istituto.                                                    |
| Ba2           | (NP)          | BB                |               | BB            |               |                                                                                                                                                  |
| Ba3           |               | BB–               |               | BB–           |               |                                                                                                                                                  |
| B1            |               | B+                |               | B+            |               | Maggiore vulnerabilità rispetto ai titoli valutati BB, ma vi sono ancora le capacità di rispettare gli impegni finanziari.                       |
| B2            |               | B                 |               | B             |               |                                                                                                                                                  |
| B3            |               | B–                |               | B–            |               |                                                                                                                                                  |
| Caa1          |               | CCC+              | C             | CCC           | C             | Obbligazioni vulnerabili e solvibilità dipendente principalmente fattori esterni favorevoli.                                                     |
| Caa2          |               | CCC               |               | CC            |               |                                                                                                                                                  |
| Caa3          |               | CCC–              |               | C             |               |                                                                                                                                                  |
| Ca            |               | CC                | –             | DDD           | D             | Vulnerabilità molto alta, rischio di insolvenza e default.                                                                                       |
|               |               | C                 |               | DD            |               |                                                                                                                                                  |
| C             |               | D                 |               | D             |               |                                                                                                                                                  |

Fonte: *Il Sole 24 Ore*, web: <http://confrontaconti.ilsole24ore.com/guida-rating/agenzie-di-rating.aspx>.

Nelle Tabella 3.1 e Tabella 3.2 viene proposto il confronto tra le scale di *rating* delle principali agenzie mondiali (Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings).

Il modello di classificazione del rischio di credito è simile in tutte e quattro le agenzie di *rating* analizzate e questo permette la confrontabilità tra di loro mentre una leggera differenza si può notare nella denominazione dell'ultima classe, C per Cerved e Moody's, D per Standard & Poor's e Fitch Ratings. In generale i *rating* dalla AAA alla BBB sono detti *investment grade*, ovvero investimenti emessi da aziende che hanno elevata o buona possibilità di rimborsare i propri debiti – il rendimento di questi finanziamenti sono in genere modesti in quanto correlati ad un rischio basso, i *rating* successivi alla BBB sono, di converso, detti *speculative grade*, ossia investimenti caratterizzati da un elevato livello di rischiosità che, proprio per questo, sono anche più redditizi.

Le agenzie di *rating* si distinguono in agenzie di *rating* internazionali (es. Standard & Poor's, Moody's, Fitch) e agenzie di *rating* nazionali (es. Cerved, Crif in Italia). Nella seguente tabella si descrivono le caratteristiche delle agenzie di *rating* sopra nominate:

Tabella 3.3. – Confronto tra agenzie di *rating* nazionali ed internazionali

| <i>Agenzie di rating internazionali</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | <i>Agenzie di rating nazionali</i>                                                                                                                                                                                                             |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>– Elevata forza contrattuale nell'acquisire informazione interna all'azienda dato che il loro giudizio influenza il costo di ampi volumi di indebitamento, nonché i corsi di Borsa degli emittenti;</li> <li>– elevata <i>reputation</i>, indispensabile per operare sul mercato;</li> <li>– trasparenza.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Specializzate nel <i>rating</i> di piccole e medie imprese;</li> <li>– analisi svolta su informazione standardizzata pubblica (bilanci);</li> <li>– limitati costi operativi dell'analisi.</li> </ul> |

Fonte: G. De Laurentis (2001), *Rating interni e credit risk management*, Bancaria Editrice, Roma.

I *rating* emessi ed assegnati ad un'impresa sono accompagnati da indicazioni sulle prospettive future ovvero l'*outlook*. L' *outlook* può essere positivo, negativo o stabile. L'*outlook* fornisce un'indicazione su ciò che potrebbe accadere in futuro ma non costituisce un preannuncio del cambiamento del *rating*. Qualora l'agenzia di *rating* metta sotto osservazione una società (*creditwatch*), indica che sono intervenute novità riguardanti l'emittente e che è in grado un'attività di approfondimento della situazione aziendale, per decidere entro 6 mesi (approssimativamente) se modificare o meno il giudizio.

Il *rating* può essere emesso da un soggetto che non intrattiene rapporti con il debitore e prende il nome di *rating* esterno oppure da un soggetto che ha rapporti con il debitore nel caso di *rating* interno. Nel *rating* esterno il giudizio può essere prodotto sulla base dell'iniziativa della *rating agency* (*unsolicited rating*) oppure su specifica richiesta (*solicited rating*). Il *rating* esterno viene, con le modalità che verranno descritte, diffuso a determinati soggetti o a tutta la comunità finanziaria. Il *rating* interno viene invece calcolato da un soggetto (tipicamente la banca) che intrattiene con l'impresa oggetto di valutazione un rapporto di affidamento oppure è in procinto di avviarlo su specifica richiesta dell'impresa. Il *rating* interno non viene diffuso e resta di esclusivo utilizzo del soggetto che l'ha prodotto.

### 3.2.1.1. Rating esterno

Il *rating* esterno viene effettuato da agenzie indipendenti (Standard & Poor's, Moody's, Fitch, ecc.) ed i destinatari del *rating* sono i potenziali investitori o coloro che hanno già finanziato l'impresa. La *rating agency* è orientata ad emettere *rating* stabili, capaci di riflettere le condizioni di medio-lungo termine e che al contempo incorporano mutamenti anche consistenti del ciclo economico. L'approccio adottato dalle agenzie di *rating* nella valutazione è di tipo "*through the cycle*" cioè effettuando le previsioni in condizioni stressate<sup>21</sup> e attribuendo maggiore peso alle componenti permanenti del rischio di credito. Si procede a cambiare il *rating* solo quando si ritiene che i cambiamenti nel merito creditizio siano duraturi nel medio lungo termine, fluttuazioni di giudizio non giustificate. Questa metodologia permette di ottenere *rating* meno volatili nel corso del tempo e che riflettono le condizioni di medio-lungo termine del soggetto valutato. Grazie all'approccio *through the cycle* la migrazione (cambiamento del *rating*) da una classe all'altra è prudente, e viene avviata solo in presenza di mutamenti dei fattori strutturali ovvero delle componenti permanenti del rischio di credito<sup>22</sup>.

Nel Grafico 3.4 si illustra l'ideale e reale relazione del ciclo economico con

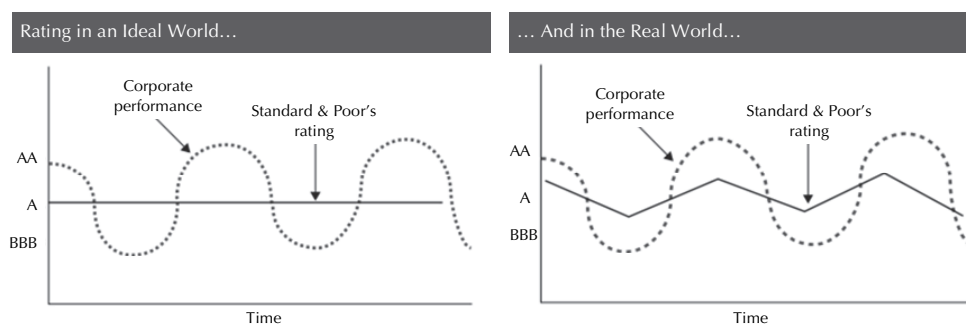
---

<sup>21</sup> Alcune agenzie di *rating* calcolano il *rating* come media ponderata di tutti i possibili scenari considerati. Basel Committee on banking Supervision (2005), *Studies on the validation of internal rating systems*, Working Paper n. 14, Bank for International Settlements, p. 14; S.D. Aguais, L.R. Forest, E.L.Y. Wong, D. Diaz-Ledezma (2007), "Point-in-Time versus Through-the-Cycle Ratings", in M. Ong, *The Basel Handbook: A Guide for Financial Practitioners*, Riskbooks, London.

<sup>22</sup> E.I. Altman, H.A. Rijken (2005), *The Effects of Rating Through the Cycle on Rating Stability, Rating Timeliness and Default Prediction Performance*, NYU, New York; E.I. Altman, H.A. Rijken (2006), "A Point-in-Time Perspective on Through-the-Cycle Ratings", in *Financial Analysts Journal*, 62(1), pp. 54-70.

il *rating* esterno. Nella prima figura si osserva un *rating* costante indipendentemente dalle variazioni del ciclo economico, mentre nella seconda figura osserviamo un *rating* che varia in funzione del ciclo economico all'interno di una ristretta banda di oscillazione. Essi descrivono rispettivamente il *rating* esterno come dovrebbe essere qualora determinato seguendo l'approccio *through the cycle* e come in realtà è. Si nota che il *rating* esterno varia seguendo le oscillazioni del ciclo economico seppur in modo più contenuto.

Grafico 3.4. – *Relazione tra rating e ciclo economico*



Fonte: Standard & Poor's.

Il *rating* esterno non riflette le condizioni attuali in cui versa l'azienda ma cerca di ragionare su valori normalizzati. In particolare durante fasi congiunturali positive (scenari migliori rispetto a quelli in cui si assegna il giudizio) il *rating* sono sottostimati e in fasi congiunturali negative (scenari peggiori rispetto a quelli utilizzati per l'assegnazione del *rating*) essi sono sovrastimati<sup>23</sup>. Ne risulta che, nel breve termine, essi non riflettono in modo puntuale i tassi di insolvenza dell'azienda, i quali risentono dell'andamento del settore e dell'economia in generale. I *rating* esterni sono, quindi, misure relative della probabilità di insolvenza e di perdita, e non indicatori dei livelli assoluti di questi fenomeni<sup>24</sup>. In altri termini per un'azienda che appartiene ad una determinata clas-

<sup>23</sup> R. Topp, R. Perl (2010), "Through-the-Cycle Ratings Versus Point-in-Time Ratings and Implications of the Mapping Between Both Rating Types, in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 19(1), pp. 49-56.

<sup>24</sup> L'emissione del giudizio di *rating* si focalizza sulla valutazione dell'azienda nel medio-lungo termine e non considera gli elementi atti a influenzare la situazione di solvibilità della stessa nel breve termine. Questo fatto comporta, inevitabilmente, una differenza tra tasso di default attuale, ottenuto considerando tutte le informazioni passate e presenti siano esse strutturali che

se di *rating* è noto, sulla base delle statistiche storiche, la probabilità di insolvenza, la quale non coincide, però, con la probabilità di default dell'azienda in quel determinato momento, in quanto quest'ultima incorpora degli elementi che influenzano la solvibilità dell'azienda nel breve termine. Tale situazione può creare delle limitazioni nell'utilizzo del *rating* esterno da parte di un finanziatore che deve decidere se erogare risorse all'azienda. In questo caso generalmente al *rating* esterno vengono sviluppati approfondimenti per declinare il *rating* esterno alla specificità dell'impresa oggetto di potenziale finanziamento.

Il *rating* esterno può essere richiesto dal soggetto valutato (*solicited rating*) il quale può decidere di rendere pubblico o meno il *rating* assegnato dall'agenzia, oppure da terzi soggetti o dall'agenzia stessa (*unsolicited rating*). Numerosi studiosi sostengono che i *rating* non sollecitati sono più conservativi rispetto ai *rating* sollecitati<sup>25</sup>. I *rating* sollecitati sono, infatti, accompagnati dalla forn-

---

cicliche, e quello implicito nel giudizio di *rating*, ottenuto, come in precedenza menzionato, considerando elementi ritenuti perduranti nel tempo. Quanto detto porta ad affermare che i *rating* non sono indicatori dei livelli assoluti del tasso di default. Tuttavia aziende appartenenti a differenti classi di *rating* si contraddistinguono da diversi livelli di probabilità di insolvenza, per esempio una società appartenente alla classe AAA ha una probabilità di default inferiore a una società di *rating* AA nonostante non sia possibile desumere dal *rating* il valore preciso in quel determinato momento. Per tale motivo si ritiene che i *rating* sono misure relative della probabilità di default e non indicatori assoluti. L. Erzegovesi (2007), "I modelli di portafoglio per la gestione del rischio di credito", in *Bancaria*, 9. Web: [http://aleasrv.cs.unitn.it/aleablog.nsf/rsrc/varia/\\$file/Credit%20portfolio%20Articolo%20Bancaria.pdf](http://aleasrv.cs.unitn.it/aleablog.nsf/rsrc/varia/$file/Credit%20portfolio%20Articolo%20Bancaria.pdf); R. Topp, R. Perl, "Through-the-Cycle Ratings Versus Point-in-Time Ratings and Implications of the Mapping Between Both Rating Types", cit., p. 49.

<sup>25</sup> C.E. Bannier, P. Behr, A. Güttler (2010), "Rating opaque borrowers: Why are unsolicited ratings lower?", in *Review of Finance*, 14, pp. 263-294; P. Fulghieri, G. Strobl, H. Xia (2014), "The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings", in *The Review of Financial Studies*, 27(2), pp. 484-518; L.M. Fairchild, S.M.V. Flaherty, Y.S. Shin (2009), "Analysis of Unsolicited Credit Ratings in Japan: New Evidence from Moody's", in *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12(1), pp. 103-123; Y.H. Gan (2004), *Why Do Firms Pay for Bond Ratings When They Can Get Them for Free*, unpublished manuscript; W.P.H. Poon (2003), "Are Unsolicited Credit Ratings Biased Downward?", in *Journal of Banking and Finance*, 27(4), pp. 593-614; W.P.H. Poon, K.C. Chan (2010), *Solicited and Unsolicited Credit Ratings: A Global Perspective*, ADBI Working Paper Series, Asian Development Bank Institute, p. 1; W.P.H. Poon, M. Firth (2005), "Are Unsolicited Credit Ratings Lower? International Evidence from Bank Ratings", in *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, pp. 1741-1771; W.P.H. Poon, J. Lee, B.E. Gup (2009), "Do Solicitations Matter in Bank Credit Ratings? Results from a Study of 72 Countries", in *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(2-3), pp. 285-314; N. Shimoda, Y. Kawai (2007), *Credit Rating Gaps in Japan: Differences between Solicited and Unsolicited Ratings, and "Rating Splits"*, Bank of Japan Working Paper Series 07-E-11, Tokyo; P. Van Roy (2006), *Is There a Difference Between Solicited and Unsolicited Bank Ratings and, if so, Why?*, Working Paper, National Bank of Belgium.

tura di informazioni utili alla *rating agency* ad emettere il proprio giudizio mentre quelli non sollecitati si basano su informazioni pubbliche e, spesso, nell'incertezza l'agenzia assume un approccio molto prudente nella sua determinazione.

Le agenzie procedono all'assegnazione del *rating* esterno solamente se sono in possesso di informazioni adeguate e sufficienti per emettere un parere credibile ed esclusivamente dopo aver svolto accurate analisi di natura qualitativa, quantitativa e legale. La metodologia seguita, con riferimento alle aziende manifatturiere, dalle principali agenzie<sup>26</sup>, può sintetizzata in alcune fasi tipiche quali:

1. la valutazione dei bilanci (rischio finanziario);
2. la valutazione del contesto competitivo all'interno del quale è inserita l'azienda (rischio di *business*);
3. la convergenza in un unico valore (score integrato di base) del profilo strutturale e strategico;
4. l'integrazione della valutazione del punto precedente con il giudizio dell'analista;
5. la validazione del *rating*;
6. l'assegnazione del *rating*.

L'analisi effettuata dalle società di *rating* prevede la valutazione sia del rischio finanziario (*financial risk*), utilizzando le informazioni di tipo quantitativo, sia del rischio di attività (*business risk*), utilizzando le informazioni di natura qualitativa. La valutazione del rischio finanziario (prima fase) da parte delle agenzie di *rating* si basa sull'analisi del bilancio e viene contestualizzata al settore e all'area geografica di appartenenza della società oggetto di valutazione. In generale la valutazione del profilo finanziario dell'impresa è effettuata mediante l'utilizzo di indicatori di bilancio, osservando l'andamento nel tempo e il posizionamento degli stessi rispetto alla media del settore. I principali indicatori considerati si riferiscono ai classici aspetti di approfondimento dell'analisi di bilancio e si basa sui seguenti aspetti:

- politica finanziaria e tolleranza al rischio;
- equilibrio finanziario e liquidità;
- redditività e qualità degli utili;
- incidenza degli oneri finanziari e servizio del debito;
- struttura finanziaria e composizione temporale del debito;

---

<sup>26</sup> In particolare questa metodologia è seguita da Standard & Poor's e Cerved. Per maggiori approfondimenti si rimanda a: Standard & Poor's (2001), *Corporate ratings criteria*, New York; Cerved Rating (2014), *Cerved Rating Agency. Metodologia di rating*.

- crescita;
- volatilità dei redditi e del *cash flow*;
- struttura operativa ed efficienza generale.

La sintesi delle analisi di struttura finanziaria dell'impresa permette già di esprimere un giudizio dell'impresa. In particolare vengono privilegiate, nell'analisi, rapporti tra la capacità di generare flussi di cassa e l'indebitamento finanziario classificando le imprese in una scala che parte esprimendo un giudizio di rischio da minimale nel caso di imprese che in due anni riescono ad estinguere la propria debitoria ad un giudizio di altamente indebitata per le imprese che impiegano più di 6 anni ad estinguere i propri debiti. Nella tabella che segue (Tabella 3.4) si illustra la modalità di attribuzione del giudizio finanziario da parte di Standard & Poor's.

Tabella 3.4. – *Modalità d'attribuzione del giudizio finanziario da parte di Standard & Poor's*

| <i>Giudizio sul profilo finanziario</i> | <i>Cash flow<br/>(funds from operation/debt)<br/>(%)</i> | <i>Debt leverage<br/>(total debt/Capital) (%)</i> |
|-----------------------------------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| Minimal                                 | Superiore a 60                                           | Inferiore a 25                                    |
| Modest                                  | 45-60                                                    | 25-35                                             |
| Intermediate                            | 30-45                                                    | 35-45                                             |
| Aggressive                              | 15-30                                                    | 45-55                                             |
| Highly leveraged                        | Inferiore a 15                                           | Superiore a 55                                    |

Fonte: adattamento da Standard & Poor's.

La valutazione del posizionamento strategico dell'impresa o rischio di *business* (seconda fase) implica la considerazione delle seguenti dimensioni:

- rischio Paese;
- analisi del settore industriale;
- struttura competitiva del mercato e posizionamento della società;
- gamma di prodotti offerti/marketing;
- tecnologia utilizzata;
- efficienza dei costi (*cost efficiency*);
- competenze strategiche e operazionali del *management*;
- redditività/confronti all'interno di *peer group*.

La valutazione del rischio di natura strategica considera le prospettive di crescita, stabilità o declino del settore, la vulnerabilità ai cambiamenti tecnologici, le relazioni industriali, i cambiamenti regolamentari.

Nel caso di aziende multi *business units*, l'agenzia valuta ogni comparto. Essa attribuisce, nel giudizio finale, un peso ai singoli comparti che riflette la rilevanza di ciascun *business* all'interno dell'azienda. In tale ambito è di particolare importanza valutare la capacità di gestire le diverse aree di *business* partendo e di sviluppare sinergie tra le diverse aree di affari.

Viene, infine, valutato il *management* dell'azienda e in particolare il ruolo delle *key people* all'interno dell'azienda.

Una volta terminate le analisi di cui sopra le risultanze vengono collocate in una scala di giudizio (nel caso dell'agenzia Standard & Poor's):

- *excellent*;
- *strong*;
- *satisfactory*;
- *weak*;
- *vulnerable*.

Il rischio finanziario e di *business* serve ad esprimere il giudizio di *rating* iniziale incrociando la valutazione ottenuta nell'analisi di queste due dimensioni (finanziaria e di *business*) di rischio.

Tabella 3.5. – *Giudizio di rating da parte di Standard & Poor's*

| <i>Financial Risk Profile<br/>Business Risk Profile</i> | <i>Minimal</i> | <i>Modest</i> | <i>Intermediate</i> | <i>Aggressive</i> | <i>Highly leveraged</i> |
|---------------------------------------------------------|----------------|---------------|---------------------|-------------------|-------------------------|
| Excellent                                               | AAA            | AA            | A                   | BBB               | BB                      |
| Strong                                                  | AA             | A             | A–                  | BBB–              | BB–                     |
| Satisfactory                                            | A              | BBB+          | BBB                 | BB+               | B+                      |
| Weak                                                    | BBB            | BBB–          | BB+                 | BB–               | B                       |
| Vulnerable                                              | BB             | B+            | B+                  | B                 | B–                      |

Fonte: adattamento da Standard & Poor's.

La terza fase attribuisce un'unica valutazione all'azienda e costituisce il giudizio complessivo sul quale l'analista (fase 4) Integra le risultanze ottenute con ulteriori informazioni anche di natura giornalistica ed applica la sua esperienza per integrare quanto ottenuto.

Il ruolo svolto dagli analisti sia nella fase di raccolta delle informazioni rile-

vanti ai fini della determinazione del *rating* sia ai fini di valutazione del *financial risk* e *business risk* è di primaria importanza. Egli verifica l'adeguatezza delle variabili di input e sulla base dei dati delle informazioni disponibili, e, qualora ritenga che sussistano i presupposti, può intervenire con ulteriori correzioni sul *rating* finale (*overrides*).

Una volta attribuito il *rating* dagli analisti esso è sottoposto alle valutazioni da parte di un organo (comitato) della società di *rating*. Il comitato discute le raccomandazioni degli analisti avendo a disposizione tutte le informazioni utilizzate. Il comitato di *rating* può confermare il giudizio finale proposto dagli analisti, modificarlo o richiedere ulteriori approfondimenti.

Il *rating* finale validato viene comunicato al soggetto valutato al fine di permettergli una verifica e la comunicazione di eventuali correttivi basati su elementi oggettivi ma non in possesso delle *rating agency*.

Una volta ottenuto il *rating* definitivo, esso è comunicato tramite la sua pubblicazione e diffusione attraverso i media.

Il *rating* interno è emesso da soggetti già in relazione con il soggetto che richiede finanziamenti ed ha l'obiettivo di valutare il rischio di credito di una specifica operazione di finanziamento. L'approccio seguito è di tipo *point in time*, ovvero determinazione del *rating* in modo puntuale tenendo in considerazione la situazione attuale e prospettica del soggetto debitore e la congiuntura macroeconomica e settoriale. Il giudizio di affidabilità sul debitore incorpora quindi l'andamento del ciclo economico ed i mutamenti di breve termine che interessano la situazione di solvibilità dello stesso rendendoli, in tale modo, meno stabili rispetto a quelli esterni. Dal momento che le informazioni utilizzate sono puntuali e relative al breve e medio termine la suddetta metodologia valuta la solvibilità del debitore, in un arco temporale di breve termine (entro un anno)<sup>27</sup>.

Il giudizio di *rating* viene assegnato tenendo conto dell'informazione ritenuta rilevante (viene data maggiore rilevanza alle prospettive negative di medio-lungo termine e minore rilevanza ai progetti di medio-lungo termine che comporterebbero un miglioramento dell'affidabilità del debitore). Le informazioni rilevanti riguardano informazioni di tipo quantitativo<sup>28</sup> (dati di bilancio), qua-

---

<sup>27</sup> S.D. Aguais, L.R. Forest, E.L.Y. Wong, D. Diaz-Ledezma, "Point-in-Time versus Through-the-Cycle Ratings", cit.; R. Topp, R. Perl, "Through-the-Cycle Ratings Versus Point-in-Time Ratings and Implications of the Mapping Between Both Rating Types", cit., p. 49.

<sup>28</sup> I dati di natura quantitativa sono relativi alla situazione passata/presente e future dell'azienda. I dati passati e presenti danno un'indicazione della situazione corrente dell'azienda e riguardano principalmente i dati di bilancio, mentre i dati futuri si riferiscono a proiezioni future dei numeri attuali e si ricollegano al *cash flow* prospettico e al budget.

litativo (ad esempio la qualità del *management*) ed andamentali (andamento del rapporto banca-impresa). L'analisi disgiunta di tali informazioni conduce a una serie di *rating* parziali ottenuti analizzando i rispettivi profili. In generale l'analisi quantitativa rappresenta l'analisi di maggiore rilievo in ambito di attribuzione del *rating*.

La determinazione del *rating* interno (*rating assignment*) può avvenire secondo alcune metodologie quali il *judgement-based process*, l'*expert constrained Judgement-based process* e lo *statistical-based processes*.

Il *judgement-based process* è influenzato marcatamente dall'esperienza e professionalità dell'analista incaricato della valutazione del merito creditizio del soggetto debitore. Il processo di analisi è destrutturato e personalizzabile in funzione dei casi esaminati. L'*Expert constrained Judgement-based process* è basato sull'uso sia di modelli quantitativi che tengono conto di informazioni qualitative, sia del giudizio dell'esperto basato su dati qualitativi non incorporati nei modelli. In questa metodologia il ruolo dell'esperto nell'attribuzione del *rating* finale non è stabilito in modo definitivo. Il *rating* finale può essere una ponderazione con pesi ben definiti del giudizio rinveniente dal modello statistico e dall'esperto oppure un aggiustamento del *rating* assegnato dal modello (*override*) sulla base del giudizio dell'esperto. In quest'ultimo caso l'aggiustamento soggettivo dell'esperto non può superare un numero massimo di classi, ovvero l'esperto non può innalzare o declassare il *rating* ottenuto dal modello statistico più del numero massimo di classi previste dal modello.

Lo *statistical-based processes* prevede come strumento diretto di calcolo del *rating* il modello statistico alimentato da dati di natura quantitativa e qualitativa.

Le metodologie di assegnazione del *rating* possono variare in funzione della tipologia della clientela<sup>29</sup> e fasi operative<sup>30</sup>. In particolare per le aziende di medie-grandi dimensioni (*mid corporate e large corporate*) il processo di *rating* adattato è *expert constrained judgement-based*, mentre per le aziende di dimensioni piccole (*retail*) in generale si sceglie l'approccio *statistical-based*. Tale approccio è ritenuto ottimale per le aziende di piccole dimensioni per il numero di clienti appartenenti a tale categoria e l'importo medio dell'esposizione. Inoltre, gli strumenti coinvolti variano a seconda che si tratti della fase di concessione/rinnovo o gestione/monitoraggio del fido.

---

<sup>29</sup> F. Lenoci, S. Peola (2010), *Nuovo merito creditizio*, Ipsoa, Milano, pp. 134-136.

<sup>30</sup> G. De Laurentis, *Rating interni e credit risk management*, cit., p. 132.

Tabella 3.6. – *Processo di assegnazione del rating interno*

|                                                                          |                                                        |                                                                                  |                                                                                  |
|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Gestione/<br/>Monitoraggio</b><br><br><b>Concessione/<br/>Rinnovo</b> | Processo di assegnazione del <i>rating</i> automatico. | Processo di assegnazione del <i>rating</i> automatico.                           | Combinazione del risultato dei modelli statistici con il giudizio dell'analista. |
|                                                                          | Processo di assegnazione del <i>rating</i> automatico. | Combinazione del risultato dei modelli statistici con il giudizio dell'analista. | Combinazione del risultato dei modelli statistici con il giudizio dell'analista. |
|                                                                          | <b>Small corporate</b>                                 | <b>Midle corporate</b>                                                           | <b>Large corporate</b>                                                           |

Fonte: elaborazione personale.

Il *rating* interno è particolarmente sensibile al contesto economico del periodo considerato dando dei risultati anche sensibilmente diversi tra di loro anche quando i fondamentali economici dell'impresa non sono cambiati. In particolare in fasi congiunturali negative il giudizio di affidabilità sugli affidati peggiora, rendendo più rischiosi gli impieghi alle aziende. L'aumento della rischiosità comporta per il finanziatore l'aumento degli importi da accantonare a titolo di patrimonio di vigilanza<sup>31</sup> e l'allineamento del costo del finanziamento del cliente con il nuovo profilo di rischio. Tali avvenimenti si traducono in minore credito per le imprese che contribuirebbe in generale a peggiorare il quadro macroeconomico e a peggiorare ulteriormente il *rating* delle imprese dando così via a un ciclo vizioso. Ovviamente, nelle fasi positive del ciclo economico si verificherebbe l'esatto contrario.

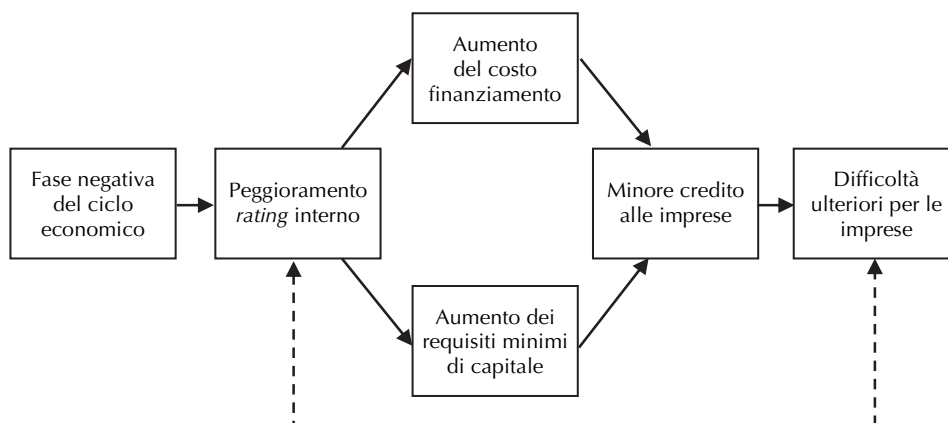
Il *rating* interno è la sintesi di informazioni quantitative, qualitative ed fondamentali. L'analisi quantitativa è svolta principalmente su dati storici e prospettici mediante l'utilizzo di indicatori di bilancio con l'obiettivo di determinare la capacità dell'azienda di generare nel tempo flussi di cassa positivi, mantenendo un equilibrata struttura patrimoniale e finanziaria e livelli di redditivi-

---

<sup>31</sup> Con "patrimonio di vigilanza" si intende la misura minima di patrimonio economico che la banca deve possedere per garantire il proseguimento della propria attività nel caso di perdite sul portafoglio creditizio. La normativa sull'adeguatezza patrimoniale delle banche è disciplinato dall'Accordo di Basilea e prevede in linea di massima la quantificazione del rischio assunto dalla banca nello svolgimento delle proprie attività e la copertura dello stesso assicurandosi un adeguato patrimonio.

tà soddisfacenti. Le elaborazioni sono sviluppate, in genere, sui dati consuntivi e, in particolare, sui bilanci approvati o su situazioni infrannuali fornite dall'azienda oggetto di valutazione.

Grafico 3.5. – *Ciclo vizioso del rating interno*



Fonte: elaborazione personale.

L'analisi qualitativa comporta un'indagine approfondita sui fattori in grado di incidere sul giudizio di *rating* dell'azienda. Tra questi elementi si possono ricordare:

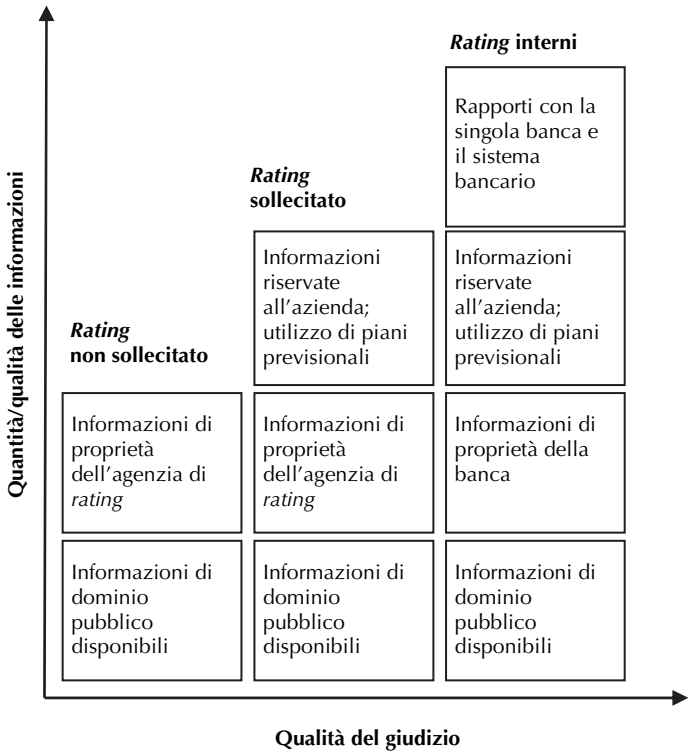
- la struttura ed il contesto competitivo (ambito normativo, aperture geografiche dei mercati) all'interno del quale l'impresa opera;
- la struttura e la qualità del *management*;
- l'assetto proprietario dell'impresa;
- la presenza di sistemi di programmazione e controllo dell'attività;
- l'attività di ricerca e sviluppo e la proprietà di marchi e di brevetti;
- la qualità della comunicazione finanziaria.

L'analisi andamentale ha, infine, come obiettivo, quello di valutare i rapporti dell'impresa con il sistema degli intermediari finanziari obbligati ad effettuare le comunicazioni alla centrale dei rischi. Rientrano in questa categoria di operatori le banche e gli altri soggetti autorizzati allo svolgimento di attività di finanziamento. Il sistema informativo della centrale dei rischi viene aggiornata, con riferimento alla singola impresa debitrice, con flussi informativi mensili dove tutte gli enti finanziari vigilati comunicano la sintesi del proprio rapporto con la singola impresa fornendo un numero ampio di informazioni. La centrale dei ri-

schì elabora il flusso ottenuto da tutti gli intermediari finanziari e ritrasmette loro nei 60 giorni successivi la sintesi all’impresa debitrice ed a ogni ente finanziario creditore. Grazie a queste informazioni aggiornate con cadenza mensile ogni intermediario finanziario conosce l’andamento del rapporto tra l’impresa oggetto di valutazione ed il sistema finanziario da cui il nome di analisi andamentale.

Terminando l’analisi dello strumento del *rating* è possibile affermare che tale strumento si basa, in prevalenza, sull’analisi delle informazioni pubbliche disponibili e, storiche. Vi è in genere una bassa focalizzazione sulle prospettive future dell’impresa. Appare evidente che la qualità del giudizio risente della predetta limitazione ed, in genere, migliora passando dal *rating* non sollecitato esterno a quello sollecitato (sempre esterno) per assumere massimo grado di affidabilità nel caso di *rating* interno (Grafico 3.6).

Grafico 3.6. – Le informazioni utilizzate nel processo di calcolo del rating e la qualità del giudizio



Fonte: elaborazione personale.

### 3.2.2. I finanziamenti all'impresa di tipo non bancario

Dopo aver esaminato il contributo del sistema bancario al finanziamento dell'impresa e gli strumenti utilizzati o utilizzabili per valutare il merito creditizio delle imprese interessate al finanziamento le prossime pagine saranno dedicate alle forme di finanziamento di natura non bancaria. Prima di approfondire questo tema pare opportuno un breve cenno alla situazione esistente in alcuni altri Paesi europei.

La necessità di poter accedere, in concreto, a forme di finanziamento alternative al canale bancario è un tema, infatti, sviluppato anche da altri Paesi della comunità economica europea dove, per tradizione, il peso della banca risulta essere inferiore rispetto all'Italia e le banche di credito commerciale con difficoltà finanziano progetti di sviluppo a medio lungo termine.

#### *NORVEGIA – Nordic Alternative Bond Market*

La Norvegia con 5,09 milioni di abitanti e un PIL nominale di circa 394 milioni di euro<sup>32</sup> può essere definita un'economia avanzata aperta al mercato globale e principalmente basata sulle esportazioni di risorse naturali, basti pensare che è il sesto esportatore mondiale di energia elettrica e il terzo di gas naturale<sup>33</sup>.

In questo contesto il settore delle piccole-medie imprese rappresenta circa il 99,8% delle imprese, producendo il 70,3% del PIL ed impiegando il 68,8% dell'occupazione nazionale.

In Norvegia il mercato degli strumenti finanziari è gestito dalla Borsa di Oslo con tre principali segmenti:

1. *Oslo Børs*, mercato regolamentato secondo le direttive europee in cui sono principalmente negoziate obbligazioni corporate e governative;
2. *Oslo Axxess*, mercato azionario pensato per le piccole-medie imprese;
3. *Nordic Alternative Bond Market*, ovvero un mercato obbligazionario alternativo con procedure e regole flessibili e capaci di rispondere alle diverse esigenze di emittenti ed investitori.

In particolare, il *Nordic ABM*, nato nel 2005, è stato il primo mercato alternativo europeo dedicato alla quotazione e allo scambio di commercial paper, ovvero un segmento maggiormente orientato alle PMI oggetto della nostra ricerca. Tale mercato è suddiviso in *Nordic ABM Retail*, rivolto alle emissioni

---

<sup>32</sup> [http://www.infomercatiesteri.it/public/rapporti/r\\_80\\_norvegia.pdf](http://www.infomercatiesteri.it/public/rapporti/r_80_norvegia.pdf).

<sup>33</sup> <http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/keyworld2014.pdf>.

con tagli massimi di 500.000 NOK (circa 65.550 euro) ed in *Nordic ABM Professional*, destinato invece agli investitori istituzionali.

Le obbligazioni e le *commercial paper* emesse su tale mercato hanno una scadenza compresa tra i 3 e i 7 anni e sono ammesse alla quotazione solo se interamente sottoscritte e liberamente trasferibili.

L'emissione sul mercato *Nordic ABM*, a differenza del mercato regolamentato *Oslo Børs*, non richiede né la redazione del bilancio secondo i principi IFRS, né la valutazione di un comitato di revisione o *rating*, né un'approfondita *due diligence*. È invece prevista la redazione di un *listing document*, il quale deve riportare gli ultimi tre bilanci approvati, la descrizione dell'emittente e la sua attività ed i termini e la descrizione del finanziamento richiesto e concesso.

La Borsa di Oslo esprime, in un termine brevissimo di cinque giorni, una valutazione e fornisce un riscontro scritto sull'ammissione del titolo sul mercato.

Il collocamento presso gli investitori viene curato da una banca d'investimento che assiste l'impresa in tutta l'operazione d'emissione, con il *securities account operator*, rappresentato dalla banca o dalla società d'investimento che registra l'emissione al servizio di gestione accentrata *Central Securities Depository* e verifica che tutti i pagamenti siano effettuati come previsto dal *Loan Agreement*.

L'impresa durante il periodo di emissione e di collocamento sul mercato è tenuta a pubblicare il bilancio annuale, comprensivo della relazione degli amministratori e dei revisori contabili, la semestrale (o trimestrale) contenente principalmente i dati finanziari.

L'elevata semplicità nelle procedure, sia in termini di tempistiche e costi sia di adempimenti informativi a carico dell'impresa emittente, rappresenta un incentivo ed un'agevolazione alle emissioni sul mercato. L'assenza di *rating* e di *due diligence* rende, tuttavia, ancora poco appetibili le emissioni effettuate da imprese di natura non finanziaria che generano elevati problemi di comprensione del proprio progetto imprenditoriale da parte degli investitori.

### GERMANIA – *Bondm*

La Germania è il Paese col maggior numero di mercati dedicati ai titoli di debito delle piccole-medie imprese: *Entry Standard* a Francoforte, *Mittelstandsmarkt* a Düsseldorf, *Mittelstandsbörse Deutschland* ad Amburgo-Hannover, *M.access bond* a Monaco di Baviera ed infine *Bondm* a Stoccarda. Il successo di questi mercati è dovuto anche al fatto che il tessuto economico tedesco è caratterizzato da una percentuale di piccole-medie imprese superiore al 99% che occupano più del 60% della forza lavoro in Germania<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> <http://www.make-it-in-germany.com/en/for-qualified-professionals/working/mittelstand>.

In particolare il mercato *Bondm*, gestito da *Boerse Stuttgart*, è stato aperto nel 2010 e permette la negoziazione di titoli di debito emessi da PMI destinati sia ad investitori professionali sia al pubblico di investitori non professionali. Gli investitori privati hanno l'opportunità di negoziare tali titoli sul mercato secondario, oppure di sottoscriverli direttamente nel mercato primario poiché non è previsto il ricorso ad alcun intermediario (*underwriter*), che s'impegna a sottoscrivere i titoli non venduti al fine di garanzia del collocamento all'emittente.

I titoli quotati in *Bondm* hanno un taglio minimo pari a 1.000 € e l'ammissione a tale mercato prevede alcuni requisiti quali:

- la redazione e pubblicazione di un prospetto informativo (*prospectus*) approvato dall'autorità di mercato;
- la nomina di un *coach* rappresentato da un intermediario che accompagna l'impresa durante l'intera fase di emissione e garantisce l'assolvimento dei requisiti informativi;
- la presentazione di un *rating* aggiornato al massimo di 12 mesi ed emesso da una società di *rating* riconosciuta da *Boerse Stuttgart*;
- la pubblicazione del bilancio redatto in forma estesa senza le semplificazioni previste per le PMI.

I vantaggi per gli investitori che si rivolgono a questo segmento di mercato possono essere individuati nella rapidità di emissione, facilità del processo e nella presenza di un soggetto che vigila sul corretto funzionamento del mercato.

#### *FRANCIA – Euronext B, C e Alternext*

Nel 2012 in Francia è stata introdotta una nuova modalità di emissione obbligazionaria, denominata IBO (*Initial Bond Offer*), rivolta principalmente alle piccole-medie imprese ed articolata in tre segmenti di mercato presso la Borsa di Parigi: segmenti B e C di *Euronext* e *Alternext*. L'IBO, può essere utilizzata sia da PMI quotate sul mercato francese (anche con capitalizzazione inferiore ai 100 milioni di euro), sia da PMI non quotate. Le obbligazioni devono avere un valore nominale unitario di almeno 100.000 euro ed una scadenza compresa fra i 5 e i 10 anni.

Sul mercato *Alternext* è inoltre possibile utilizzare due diversi percorsi per giungere alla quotazione ovvero con o senza offerta pubblica. Nel caso di quotazione con offerta pubblica, è necessario avere un flottante minimo di 2,5 milioni di euro e viene richiesta l'approvazione da parte dall'autorità di vigilanza del Paese d'origine dell'impresa quotanda.

Nel caso di quotazione senza offerta pubblica è possibile omettere i requisiti di pubblicità e di applicazione della normativa di sollecitazione del risparmio pubblico. In questo caso è necessario:

- aver effettuato un collocamento privato con almeno 5 investitori qualificati, per un valore di almeno 2,5 milioni di euro, nell'arco dei due anni precedenti alla richiesta d'ammissione;
- pubblicare un documento d'offerta sotto la responsabilità di un soggetto ritenuto responsabile per la veridicità delle dichiarazioni contenute, denominato *listing sponsor*. Le formalità necessarie per ammettere i titoli al mercato sono le seguenti:
  - la redazione di un prospetto informativo approvato dall'*Autorité des Marchés Financiers*, autorità pubblica francese col compito di garantire la tutela dei risparmi investiti in strumenti finanziari ed il corretto funzionamento di tali mercati;
  - l'ottenimento di un *rating* da parte di una delle agenzie riconosciute dall'*European Security and Markets Authority per le società con un modesto valore di capitalizzazione*;
  - la pubblicazione degli ultimi tre bilanci certificati, redatti secondo i principi IFRS o local GAAP (principi contabili francesi);
  - la presenza di un *listing sponsor*, il quale riveste il ruolo di supporto e di controllo nelle fasi di pre e post quotazione. Tale stato di *sponsor* viene riconosciuto a società di investimento, di revisione e *corporate finance specialists*;
  - la pubblicazione, a cadenza annuale, di un report sulle operazioni degli amministratori.

La Francia ha introdotto rilevanti benefici fiscali per le imprese che utilizzano queste forme di finanziamento. In particolare, le persone fisiche che detengono i titoli per almeno cinque anni beneficiano della riduzione fino al 50% dell'imposta patrimoniale che grava sull'investimento ed una detrazione, pari al 18% dell'investimento sull'imposta sul reddito.

#### *SPAGNA – Mercado Alternativo de Renta Fija*

Uno dei temi di maggior rilievo per lo sviluppo delle imprese spagnole è proprio la difficoltà di accesso al credito. In questo senso l'indagine svolta dalla *European Central Bank*<sup>35</sup>. Circa il 15% delle imprese intervistate nel 2014 ha dovuto affrontare tale problema, contro la media di circa l'11% della zona Euro. Inoltre si è evidenziato che nel 2014 più del 20% delle imprese spagnole richiedenti un prestito bancario ha ricevuto un diniego da parte dell'istituto, valore maggiore rispetto alla media del 16% registrata in Europa ed in particola-

---

<sup>35</sup> European Central Bank, *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area October 2014 to March 2015*.

re solo la Grecia ha avuto una percentuale di rifiuto maggiore, intorno al 38%.

La *Bolsas Y Mercados Españoles* (BME) ha istituito nel 1987 l'AIAF, mercato obbligazionario spagnolo di riferimento. Tuttavia le piccole-medie imprese difficilmente riescono a quotarsi su tale mercato, per gli onerosi requisiti richiesti per l'ammissione, cosicché nel 2013 è stato predisposto un segmento di mercato dell'AIAF, denominato *Mercado Alternativo de Renta Fija* (Marfi), dedicato proprio alle piccole-medie imprese.

In quest'ultimo segmento di mercato sono ammesse alla quotazione le cambiali finanziarie e le obbligazioni, sottoscritte dai soli investitori istituzionali e che presentino un taglio minimo maggiore od uguale a 100.000 euro. Questi titoli per essere ammessi alla quotazione possono essere emessi solo da *sociiedades anonimas* (S.p.A.) e da società a responsabilità limitata.

L'ammissione su Marfi necessita di alcuni requisiti da parte degli emittenti. Tali requisiti sono:

- l'iscrizione al registro delle imprese;
- presenza degli ultimi due bilanci certificati;
- l'emissione da parte di un ente riconosciuto dall'*European Securities and Markets Authority* dell'informativa sul rischio o sulla solvibilità;
- l'iscrizione al sistema di registrazione, compensazione e liquidazione dei valori di IBERCLEAR, istituto depositario dei titoli spagnoli, responsabile della contabilità e regolarizzazione dei titoli ammessi alla negoziazione sui mercati spagnoli.

Durante la fase di emissione l'emittente viene affiancato da un *advisor* in grado di dare un parere all'azienda in merito alla conformità normativa dell'operazione ed in merito alle modalità di utilizzo del capitale raccolto.

È un segmento di mercato che per ora ha avuto un successo limitato. Dopo aver fornito le principali caratteristiche dei mercati europei con riferimento alla diffusione di strumenti di finanziamento all'impresa diversi rispetto alla banca tradizionale nelle prossime pagine l'attenzione viene concentrata sui principali strumenti di copertura dei fabbisogni finanziari diversi dalla banca.

### 3.2.3. I mini-bond

I mini-bond sono titoli di debito a medio-lungo termine, introdotti, anche per le imprese non quotate, con il D.L. n. 83/2012<sup>36</sup>, al fine di dotarle di uno strumento diverso dal canale bancario.

---

<sup>36</sup> Lo strumento è stato introdotto con il D.L. n. 83/2012 (decreto Sviluppo) ed è stato successivamente integrato con il D.L. n. 179/2012 (decreto Sviluppo *bis*), con il D.L. n. 145/2013 (decreto Destinazione Italia) e con il D.L. n. 91/2014 (decreto Competitività).

Le società non quotate che «emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione» hanno la possibilità di derogare ai limiti quantitativi previsti dall'art. 2412 comma 1 c.c. in materia di emissioni obbligazionarie<sup>37</sup>. Il decreto ha, inoltre, introdotto agevolazioni fiscali al fine di incentivare il ricorso a tali strumenti di debito<sup>38</sup>.

I mini-bond possono essere emessi da società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici ma non dalle banche e dalle micro imprese, definite seguendo la raccomandazione 2003/361/CE. Per le S.r.l è necessario invece, che l'emissione di obbligazioni sia prevista dalla statuto o che lo stesso preveda l'organo societario competente ed i principali limiti.

I requisiti che le società devono possedere per l'emissione dei mini-bond sono:

- non essere banche o micro-imprese<sup>39</sup>;
- essere società o enti (ad esempio società di capitali, società cooperative, mutue assicuratrici), I titoli emessi possono essere o non quotati. Se i titoli non sono quotati su mercati regolamentati o *Multilateral Trading Facilities*, gli investitori qualificati non devono essere riconducibili alla proprietà dell'impresa<sup>40</sup>, pena la perdita dei vantaggi fiscali previsti dal D.L. n. 83/2012, di cui sopra.

---

<sup>37</sup> L'art. 2412 comma 1 c.c. recita che «la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per la somma complessiva non eccedente il doppio del capitale sociale, delle riserve legali e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato». Tale comma non si applica nel caso dei mini-bond.

<sup>38</sup> I benefici fiscali sono rivolti sia agli emittenti sia agli investitori. Per gli emittenti, in particolare, si prevede la deducibilità degli interessi passivi entro il 30% del risultato operativo lordo (ROL) (se i titoli non sono quotati, è condizione necessaria per beneficiare dello strumento il collocamento dei titoli presso investitori professionali che non detengono – neanche indirettamente – più del 2% del capitale o patrimonio della società emittente) e la deducibilità delle spese di emissione nell'esercizio in cui esse sono sostenute. Per quanto concerne i benefici a favore di investitori, la normativa distingue tra investitore estero residente in Paesi *white list* e investitore “lordista” residente in Italia. Per i primi, sono esenti da tassazione in Italia gli interessi e gli altri proventi derivanti da mini-bond negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione; per i secondi, non si applica la ritenuta alla fonte agli interessi e proventi derivanti da mini-bond negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

<sup>39</sup> Sono definite microimprese le società con meno di 10 dipendenti e con un fatturato annuo od un totale dell'attivo patrimoniale non superiore a 2 milioni di euro (raccomandazione 2003/361/CE).

<sup>40</sup> Per non essere riconducibili alla proprietà dell'impresa, gli investitori qualificati non devono detenere più del 2% del capitale o patrimonio dell'emittente, né parzialmente, né in via indiretta, né per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona.

I soggetti emittenti devono porre in essere alcuni adempimenti quali<sup>41</sup>:

- delibera di emissione del prestito obbligazionario: nel caso delle S.p.A. l'organo deliberante è l'organo amministrativo, salvo diversa previsione statutaria, mentre per le S.r.l. l'organo che delibera sulla questione deve essere espressivamente previsto dallo statuto. Per le S.p.A., la delibera deve risultare da verbale redatto da notaio<sup>42</sup>;
- deposito e iscrizione della delibera nel registro delle imprese;
- indicazione nel Libro delle obbligazioni/Registro delle imprese rispettivamente per le S.p.A. e S.r.l. di informazioni riguardanti l'ammontare dei mini-bond emessi e quelli estinti, il nominativo dei titolari di mini-bond (in caso di titoli nominativi), i trasferimenti e i vincoli relativi ai mini-bond;
- indicazione nel Regolamento del prestito circa la natura, forma, importo, valore nominale, limiti di circolazione, modalità di pagamento degli interessi e di rimborso del capitale, diritti dei titolari dei mini-bond e obblighi dell'emittente;
- la stipula con il sottoscrittore di mini-bond di un contratto di sottoscrizione in cui si indicano le modalità, le condizioni e i termini della sottoscrizione, nonché le usuali dichiarazioni di garanzia, impegni, clausole di manleva ed indennizzo in favore del sottoscrittore;
- conferimento ad una banca dell'incarico di svolgere tutte le attività relative, tra l'altro, ai pagamenti dovuti dall'emittente in favore dei titolari dei mini-bond;
- all'atto dell'emissione, l'emittente consegna al sottoscrittore: il certificato di solvenza, il certificato di vigilanza e il certificato fallimentare.

La conversione in legge del D.L. n. 83/2012 ha introdotto alcune semplificazioni al processo di emissione dei titoli<sup>43</sup>, rappresentate dall'eliminazione dello sponsor all'emissione ed il collocamento presso investitori istituzionali:

Il decreto Destinazione Italia (D.L. n. 145/2013) ha introdotto un importante incentivo alla sottoscrizione dei mini-bond, ovvero la possibilità di copertura del Fondo statale di Garanzia per le PMI sulle singole emissioni e portafogli. I mini-bond per poter usufruire della garanzia di stato devono:

---

<sup>41</sup> P. Messina, S. Setini (2013), "L'aspetto legale. Il percorso verso l'emissione, mini-bond: Istruzioni per l'uso", in R. Calugi, G. Paglietti (a cura di) (2013), *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, [http://www.consorzio camerale.eu/writable/documenti/DOC\\_20140305112625.pdf](http://www.consorzio camerale.eu/writable/documenti/DOC_20140305112625.pdf), p. 30.

<sup>42</sup> L'organo competente delibera, inoltre, in merito all'ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul segmento ExtraMOT PRO e al conferimento dei poteri di esecuzione della delibera stessa. La delibera, nel caso in cui l'emittente sia una S.p.A., deve risultare da verbale redatto da notaio.

<sup>43</sup> Tali prescrizioni sono, invece, restiate per le cambiali finanziarie.

- essere finalizzati al finanziamento dell'attività d'impresa;
- non avere ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al soggetto beneficiario finale;
- essere sottoscritti dopo l'accoglimento della richiesta di garanzia da parte del Fondo centrale;
- avere una durata compresa tra 36 e 120 mesi;
- non essere assistiti da altre garanzie, reali o assicurative, per la quota coperta dalla garanzia del Fondo centrale.

La garanzia del Fondo centrale costituisce un grande vantaggio per i sottoscrittori di mini-bond, sia con riferimento alla limitazione dei rischi, sia in termini di riduzione dell'assorbimento patrimoniale qualora essi siano sottoposti alla vigilanza prudenziale di Banca d'Italia.

Gli attori che intervengono nel processo di emissione dei mini-bond sono:

- l'*advisor*, che deve svolgere attività di analisi preliminare sulla possibilità, nella sostanza, da parte dell'impresa del ricorso a questa tipologia di strumento di debito. L'*advisor* esamina, tra gli altri, il tipo di *business*, la situazione finanziaria attuale e prospettica, i principali indicatori di bilancio e il progetto di sviluppo che si intende finanziare, con la finalità di valutare in modo preliminare la convenienza e fattibilità economico-finanziaria dell'emissione. Sulla base della propria conoscenza preliminare l'*advisor* predispone i dati e i documenti necessari al successivo processo di *due diligence* e all'eventuale emissione del *rating*. Infine l'*advisor* definisce le caratteristiche che deve possedere l'emissione per soddisfare le esigenze dell'impresa;
- l'*arranger*, che propone l'emissione agli investitori e lavora con Borsa Italiana per la strutturazione dell'operazione e del collocamento dei titoli sul mercato. L'agenzia di *rating*, ovvero la società che formula il giudizio sul merito creditizio dell'emittente, ossia l'attribuzione di un *rating*, in modo da garantire trasparenza sul mercato.

Dall'11 febbraio 2013, Borsa Italiana ha attivato il segmento ExtraMOT PRO, riservato agli investitori professionali, per la negoziazione di obbligazioni (tra cui le obbligazioni convertibili, le cui azioni derivanti dalla conversione sono negoziate in un mercato regolamentato), di cambiali finanziarie, di strumenti partecipativi e di *project bond*.

Il nuovo segmento è nato per offrire alle PMI un mercato nazionale flessibile, economico ed efficiente in cui cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo (D.L. n. 83/2012)<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> Si consulti utilmente la pagina web della Borsa Italiana dedicata al mercato <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/extramotpro/extramotpro.htm>.

Come accennato in precedenza i titoli di debito emessi possono essere sia quotati sia non quotati. Al fine di ottenere l'ammissione alle negoziazioni sul segmento ExtraMOT PRO, è necessario che l'emittente provveda a quanto segue:

- redazione del Prospetto o Documento di ammissione che contiene alcune informazioni fondamentali circa le persone che ricoprono ruoli di responsabilità nella società emittente, i fattori di rischio dell'emittente, informazioni sull'emittente, la compagine azionaria, informazioni finanziarie ed economiche, le caratteristiche degli strumenti finanziari sottoscrivibili e le ammissioni e modalità di negoziazione;
- pubblicazione dei bilanci degli ultimi due esercizi contabili, di cui l'ultimo soggetto alla revisione legale di una società di revisione od ente iscritto all'albo dei revisori contabili. Deve inoltre prevedere sul proprio sito internet una sezione dedicata agli investitori;
- attribuzione del codice ISIN che è un codice univoco in grado di identificare i titoli emessi;
- richiesta di accentramento dei titoli. I titoli di debito per poter essere ammessi alle negoziazioni devono essere liquidabili o su Monte Titoli o su *Clearstream* o su *Euroclear*<sup>45</sup>, per questo l'emittente deve procedere alla richiesta di accentramento dei titoli. A tal fine l'emittente deve provvedere all'apertura di un conto emittente presso Monte Titoli o *Clearstream* o *Euroclear* (se non già in possesso);
- richiesta di ammissione a Borsa Italiana. La richiesta deve contenere una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei titoli;
- giudizio di *rating* emesso da una *rating agency* accreditata. Tale giudizio non è obbligatorio ma la consigliato.

Una volta ammesso il titolo al mercato regolamentato l'emittente dovrà pubblicare le seguenti informazioni:

- il bilancio annuale sottoposto a revisione contabile, entro sei mesi dalla conclusione dell'esercizio cui è riferito;
- eventuale assegnazione di *rating* pubblico o modifiche del giudizio di *rating*;

---

<sup>45</sup> Monte Titoli S.p.A. è una società del gruppo London Stock Exchange che si occupa di erogare servizi nella fase di pre e post emissione di titoli azionari/obbligazionari quotati su mercati obbligazionari. Clearstream Banking S.A. è una società del gruppo Cedel-Deutsche Borse che offre servizi di custodia e compensazione relativi a scambi di obbligazioni a livello internazionale. Euroclear è il depositario centrale internazionale con il compito di gestire le fasi di liquidazione e regolamento delle operazioni in titoli, o valute, mediante il collegamento con i depositari centrali dei diversi Paesi.

- ogni informazione riferita all'emittente, che possa avere un impatto sul prezzo dei mini-bond ammessi alla negoziazione;
- ogni modifica nelle caratteristiche dell'emissione, nonché nelle modalità di esercizio dei diritti dei titolari dei mini-bond;

Sulla base dell'esperienza degli operatori questo tipo di strumento comporta elementi di forza e di debolezza. Tra i primi si ricordano:

- diversificazione delle fonti di provvista e riduzione della dipendenza dal sistema bancario Questa forma di finanziamento non comporta, inoltre, la segnalazione alla Centrale Rischi di Banca d'Italia;
- scadenza a lungo termine con maggiore programmabilità della gestione finanziaria ed aumento della affidabilità (almeno percepita) da parte del sistema bancario;
- concessione del prestito basato sulle previsioni di *cash flow* con rimborso che può essere di tipo “*amortizing*”, o “*bullet*” in funzione delle esigenze aziendali;
- possibilità di deduzione dal reddito d'impresa degli interessi passivi sulle obbligazioni negoziate su mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione con un limite annuo del 30% del Reddito Operativo Lordo dell'emittente, dopo la compensazione con eventuali interessi attivi o proventi assimilati<sup>46</sup>;
- deducibilità dei costi di emissione di mini-bond nell'esercizio in cui sono sostenuti dal punto di vista finanziario.

Oltre alle agevolazioni per gli emittenti, le recenti disposizioni normative hanno introdotto ulteriori agevolazioni in grado di rendere lo strumento dei mini-bond appetibile per gli investitori, in modo da creare un'effettiva domanda di mercato per tali titoli<sup>47</sup>. I principali limiti dello strumento del mini-bond sono, invece, individuati nei seguenti:

---

<sup>46</sup> Art. 96 del D.P.R. n. 917/1986 (Testo Unico delle Imposte sui Redditi).

<sup>47</sup> Il decreto Sviluppo ha esteso alle società non quotate il regime di esenzione dalla ritenuta alla fonte su interessi ed altri proventi, a beneficio di investitori qualificati italiani ed esteri residenti in Paesi che scambiano informazioni con il fisco italiano. Successivamente, con i decreti Destinazione Italia e Competitività, sono state introdotte agevolazioni per l'investimento in titoli da parte di banche, compagnie assicurative e fondi pensione. I mini-bond, infatti, possono essere inclusi tra gli attivi oggetto di cartolarizzazione, possono costituire oggetto d'investimento degli attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle assicurazioni, possono essere impiegati come garanzia delle obbligazioni garantite strutturate dalle banche e sono compatibili con i limiti d'investimento dei fondi pensione.

- modalità di rimborso meno flessibile stabilite all'atto di emissione e non sono modificabili, se non in modo più complesso rispetto a quanto è possibile fare con la banca;
- tempi di negoziazione più lunghi: l'intero processo di emissione di mini-bond e la successiva ammissione a negoziazione degli stessi necessita in genere un periodo non breve e deve essere compiutamente programmata maggiore *disclosure* di dati finanziari: l'emissione di mini-bond presuppone una maggiore trasparenza dei dati finanziari al fine di garantire maggiore tutela agli investitori e stabilità, competitività e buon funzionamento al mercato;
- valutazione dei costi legati all'analisi di fattibilità dell'operazione e alla gestione dell'emissione: agli oneri relativi ai diversi soggetti coinvolti (consulenti interni, *advisor*, società di revisione, *arranger*, ecc.) potrebbero aggiungersi i costi relativi all'eventuale quotazione su mercati regolamentati, è opportuno quindi analizzare tali costi con il possibile ritorno previsto sugli investimenti che si è deciso finanziare tramite l'emissione di mini-bond.

La scelta dell'utilizzo di un mini-bond quale strumento per finanziare il fabbisogno dell'azienda presuppone un'attenta valutazione degli elementi differenziali rispetto all'utilizzo dei tradizionali canali bancari. Al fine di schematizzare le principali differenze viene proposto al lettore la seguente tabella sinottica (Tabella 3.7)<sup>48</sup>.

Per quanto riguarda i soggetti eroganti finanziamenti da un lato è il sistema bancario, mentre per i mini-bond i fondi provengono da investitori privati o istituzionali. È possibile affermare che, in genere, i finanziatori non bancari hanno in genere una maggiore cultura tecnico-contabile e sono in grado di apprezzare le informazioni previsionali proposte dall'azienda che si propone di emettere titoli di debito.

I criteri di valutazione non sono differenti tra mini-bond o finanziamento bancario, in entrambi i casi sono basati sull'analisi consuntiva dei bilanci d'esercizio, dai quali emerge la solidità patrimoniale, la redditività e i *cash flow*. Come affermato in precedenza i sottoscrittori di un bond sono in grado di apprezzare con maggiore efficacia oltre ai valori storici quelli previsionali.

---

<sup>48</sup> Sul confronto tra modelli tradizionali di finanziamento e strumenti alternativi al canale bancario, la letteratura ed il dibattito hanno proposto alcuni contributi di interesse. Tra gli altri, si rimanda a: G. Gobbi (2013), "Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali". G. Vegas (2013), "Audizione nell'ambito dell'indagine recenti esperienze internazionali", entrambe in VI Commissione Camera dei deputati (Finanze), ottobre; G. Schirotte (2014), "Finanziamento della crescita e mini-bond: il problema è una (possibile) parziale soluzione", Prometea Advisory SIM, Bologna.

Tabella 3.7. – *Confronto tra finanziamento bancario e mini-bond*

|                                       | <i>Mini-bond</i>                                                                                                | <i>Finanziamento bancario</i>                                                                                                                  |
|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Soggetto finanziatore                 | Investitori istituzionali, grandi investitori privati, fondi di origine pubblica e imprese di grandi dimensioni | Banche                                                                                                                                         |
| Criteri di valutazione del debitore   | Solidità patrimoniale, redditività e <i>cash flow</i>                                                           | Solidità patrimoniale, redditività e <i>cash flow</i>                                                                                          |
| Scadenza                              | Medio-lungo termine                                                                                             | Medio-lungo termine                                                                                                                            |
| Garanzie reali                        | In generale, non richiesta                                                                                      | Prevalentemente richiesta                                                                                                                      |
| Tasso d'interesse                     | Dipende da: <i>rating</i> dell'emittente, liquidità del titolo e andamento mercato secondario                   | Dipende da: costo del capitale e liquidità della banca, <i>rating</i> della società, competitività del mercato bancario e presenza di garanzie |
| Costi aggiuntivi                      | Commissione soggetti coinvolti nell'operazione e costi legati all'ammissione alla negoziazione                  | Spese istruttoria per la pratica di fido                                                                                                       |
| Modalità di rimborso                  | Predeterminata                                                                                                  | Predeterminata o flessibile                                                                                                                    |
| Modalità di collocamento              | Collocamenti privati oppure collocamento mediante Consorzio di Garanzia e Collocamento                          | Operazioni bilaterali; nel caso di più finanziatori operazione in <i>pool</i>                                                                  |
| Pubblicità condizioni di collocamento | Sì                                                                                                              | No                                                                                                                                             |
| <i>Rating</i> esterno                 | Ritenuto opportuno                                                                                              | No                                                                                                                                             |
| Tempi di Negoziazione                 | Sono, in generale, più lunghi rispetto al finanziamento bancario                                                | Dipendono dalla complessità dell'operazione                                                                                                    |
| Segnalazione centrale rischi          | No                                                                                                              | Sì                                                                                                                                             |

Fonte: elaborazione personale.

Per quanto riguarda la scadenza non c'è differenza tra le due forme di finanziamento messe a confronto in quanto prevedono entrambe una scadenza a medio-lungo termine. L'utilizzo del mini-bond può prevedere un profilo temporale dell'ammortamento maggiormente flessibile ed adattato alle esigenze dell'impresa.

Le garanzie reali, in caso di finanziamento erogato dalla banca, sono richieste nella maggior parte dei casi, a differenza dei mini-bond, i quali, invece, in generale non le richiedono.

Per quanto riguarda il tasso d'interesse applicato nelle due forme di finanziamento a confronto, è possibile notare differenze relative al fatto che l'individuazione del tasso da parte del sistema bancario dipenda in gran parte dal costo del capitale e dalla liquidità della banca stessa, dalla presenza di nel caso di finanziamento bancario lo stesso dipende, in prevalenza, dal merito creditizio del debitore. Nel caso di ricorso a mini-bond, il tasso applicato dipende, oltre che dal *rating* assegnato all'emittente (fattore comune anche al finanziamento bancario), dalla liquidità del titolo emesso e dall'andamento dei mercati di negoziazione secondari. Il costo del mini-bond è comunque sensibilmente superiore rispetto a quello applicato dalla banca.

Gli ulteriori costi da sostenere con il mini-bond sono relativi alle commissioni da corrispondere ai soggetti coinvolti nell'operazione ed all'eventuale ammissione del titolo alla negoziazione sui mercati secondari. Tali costi non esistono nel caso di finanziamento bancario.

Per quanto riguarda invece le modalità di collocamento del finanziamento, nel caso di ricorso a mini-bond la collocazione è privata o avviene mediante il Consorzio di Garanzia e Collocamento<sup>49</sup>, mentre i finanziamenti da parte del sistema bancario sono operazioni bilaterali o, in caso di presenza di più finanziatori, l'operazione avviene in *pool*.

Il *rating* espresso dalle *rating agencies* non è obbligatorio in nessuna delle due forme di finanziamento, ma in caso di ricorso a mini-bond è ritenuto opportuno per aumentare la fiducia e di conseguenza l'attrattività del titolo da parte dei possibili investitori.

I tempi di negoziazione dei mini-bond sono, in generale, più lunghi rispetto al finanziamento bancario, anche alla luce della maggiore conoscenza dell'impresa da parte della banca.

Infine, un'ulteriore importante differenza tra le due forme di finanziamento riguarda la segnalazione alla Centrale Rischi che non viene attuata nel caso di mini-bond. Nel caso di prestiti bancari la banca segnala l'operazione che viene rilevata, assieme a tutte le altre, nella Centrale Rischi<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> Gruppo di intermediari che si prendono l'impegno, dietro riconoscimento di una commissione, di collocare sul mercato l'emissione di valori mobiliari di una società, garantendo l'assunzione in proprio dei titoli non sottoscritti dal pubblico.

<sup>50</sup> Quest'ultima è una banca dati istituzionale gestita e controllata direttamente da Banca d'Italia che, con cadenza mensile, comunica a tutti gli enti creditizi la posizione debitoria complessiva di un'impresa fornendo informazioni rilevanti (ammontare dei prestiti, scadenza, forma tecnica, ecc.) aggregate per masse. Le informazioni ottenute dalla Centrale Rischi vengono utilizzate dalle

I titoli emessi dalle imprese e quotati sul mercato ExtraMOT PRO devono essere sottoscritti da operatori “qualificati”, ossia in grado di poter valutare attentamente il rischio derivante dalla sottoscrizione di questo strumento finanziario. La logica sottesa alla semplificazione per il soggetto emittente previsto dalla normativa è, infatti, stata quella di trasferire l’onere della valutazione del rischio al sottoscrittore rappresentato, in genere, da operatori finanziari qualificati, ossia banche, società di investimento a capitale variabile, assicurazioni, società d’intermediazione mobiliare e società di gestione del risparmio nel caso di emissioni di importi significativi (superiori, in genere, a 25 milioni di euro), mentre sono fondi chiusi<sup>51</sup> nel caso di collocamenti minori (inferiore a 25 milioni di euro). La norma non esclude, infine, che il sottoscrittore sia una persona fisica se professionalmente competente<sup>52</sup>.

Le modalità di collocamento variano in funzione del destinatario e dell’importo. Nel caso di strumenti con importi rilevanti, il collocamento è pubblico attraverso i consorzi di collocamento (*public placement*). Nel caso delle emissioni inferiori, il collocamento avviene, in genere, in via diretta, individuando il fondo/operatore le cui caratteristiche risultano essere coerenti con quella dell’emissione (*private placement*). La sottoscrizione (da parte dell’investitore) del titolo, può essere diretta o indiretta. In questo caso l’investitore sottoscrive le quote (in genere la minoranza) del capitale di un veicolo societario che raccoglie capitale per sottoscrivere mini-bond.

Con riferimento, infine, al grado di liquidità dell’investimento (ossia la possibilità di ricollocarlo prima della scadenza contrattuale) è possibile affermare che le emissioni con un importo unitario rilevante possono, in genere, essere “smobilizzate” attraverso la cessione sul “mercato secondario”. Negli altri casi lo strumento è, tendenzialmente, illiquido, ossia non esistono operatori, differenti dal sottoscrittore, disponibili ad acquistarlo (Tabella 3.8).

---

banche per valutare il livello complessivo di esposizione di un’impresa verso il sistema bancario con un aggiornamento tempestivo (i dati hanno un’anzianità massima di 60 giorni) e rappresentano un elemento essenziale per la valutazione del merito creditizio. Le emissioni di mini-bond non comportano nessun tipo di segnalazione, da parte dell’impresa emittente, alla Centrale Rischi.

<sup>51</sup> I fondi chiusi hanno un patrimonio che è fissato e conferito al momento della sua costituzione. Sono quindi caratterizzati da un numero di quote predeterminato ed invariabile nel tempo ed il rimborso di tali quote avviene solo al termine della durata del fondo. Diversamente i più diffusi fondi aperti sono caratterizzati dalla variabilità del patrimonio, che può quindi variare di giorno in giorno in base a nuove sottoscrizioni o domande di rimborso delle quote, le quali possono essere effettuate in qualsiasi momento.

<sup>52</sup> Nel caso di investitore rappresentato da persona fisica, lo stesso deve comprovare la sua esperienza con gli strumenti finanziari, avendo, in alternativa, una frequenza media di 10 operazioni finanziarie a trimestre o in portafoglio un ammontare di strumenti finanziari di almeno 500.000 euro.

Tabella 3.8. – *Modalità di collocamento dei mini-bond*

| <i>Importo</i> | <i>Modalità di collocamento</i> | <i>Liquidità</i> | <i>Principali investitori</i>                                                |
|----------------|---------------------------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| > 200 mln/€    | Pubblico mediante consorzio     | Sì               | Banche d'investimento, banche commerciali, OICR, assicurazioni, SIM, privati |
| < 25 mln/€     | <i>Private placement</i>        | Bassa            | Assicurazioni, fondi pensione, fondazioni                                    |

Fonte: R. Bertelli, D. Bray (2013), *Non solo credito bancario: l'opportunità mini-bond*, Confindustria Vicenza, ottobre.

Il legislatore è, infine, intervenuto recentemente con alcuni provvedimenti finalizzati ad accrescere la diffusione dello strumento del mini-bond con le leggi di conversione del decreto Destinazione Italia<sup>53</sup> e del decreto Competitività<sup>54</sup>.

Lo strumento del mini-bond così come le altre forme di investimento nel capitale delle PMI ha ricevuto un forte impulso anche a seguito degli incentivi statali previsti per gli investitori istituzionali nel caso di investimenti effettuati in strumenti emessi da PMI. Tale attività di sensibilizzazione ha sviluppato in modo significativo il numero di investitori. Di seguito si indicano i principali soggetti operanti in Italia.

<sup>53</sup> Legge 21 febbraio 2014 n. 9 conversione in legge, con modifiche, del D.L. 23 dicembre 2013 n. 145. La citata legge ha introdotto alcune rilevanti novità soprattutto con riferimento ai soggetti sottoscrittori. In particolare è stata estesa l'applicazione della legge n. 130/1990 rendendo possibile la cartolarizzazione delle operazioni aventi per oggetto l'investimento in mini-bond ed è stata data la possibilità alle assicurazioni ed ai fondi pensione di realizzare gli investimenti diretti in obbligazioni o in quote di fondi che investono in obbligazioni di PMI. Tali investimenti sono validi al fine di rispettare le disposizioni in tema di riserve tecniche per le assicurazioni e dei limiti di investimento per i fondi pensione. Gli investimenti delle banche in mini-bond o fondi di mini-bond potrebbero, inoltre, essere utilizzati come collaterale per le operazioni di rifinanziamento presso la BCE. Dal punto di vista fiscale è stata prevista la possibilità da parte degli emittenti di mini-bond di non applicare la ritenuta dl 20% sugli interessi da pagare ai sottoscrittori. È stato, infine, esteso il privilegio speciale sui beni mobili dell'impresa quale forma, opzionale, di garanzia. È stata chiarita l'applicazione dell'imposta sostitutiva dello 0,25%.

<sup>54</sup> Legge 11 agosto 2014 n. 116 conversione in legge, con modifiche, del D.L. n. 91/2014. La citata legge ha introdotto misure volte a migliorare la competitività delle imprese italiane apportando, fra l'altro, ulteriori novità sul tema dei mini-bond. In primo luogo la legge in oggetto stabilisce che le compagnie assicurative, le società di cartolarizzazione e i fondi di investimento possano concedere credito diretto alle imprese. Inoltre è stata eliminata la ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e compagnie d'assicurazione esteri, al fine di incentivare la crescita delle imprese italiane attraverso il flusso in entrata di capitali stranieri. In particolare è stata eliminata la ritenuta d'acconto del 26% sugli interessi e i proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali come ExtraMOT PRO, purché collocate ad investitori istituzionali. È stata poi estesa l'imposta sostitutiva anche alle cessioni di crediti garantiti.

Tabella 3.9. – *Principali operatori specializzati in fondi d'investimento per mini-bond*

| <i>Società di gestione</i>                 | <i>Città</i>    | <i>Nazione</i> | <i>Sito</i>                                                                                                                                 | <i>Nome fondo gestito</i>              |
|--------------------------------------------|-----------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| Anthilia Capital Partners SGR S.p.A.       | Milano          | Italia         | <a href="http://www.anthilia.it/">http://www.anthilia.it/</a>                                                                               | Anthilia BIT – Bond Impresa Territorio |
| PensPlan Invest SGR SpA                    | Bolzano         | Italia         | <a href="http://www.pensplan-invest.com/it/investimenti-sicuri/1-0.html">http://www.pensplan-invest.com/it/investimenti-sicuri/1-0.html</a> | Euregio – Minibond                     |
| Finanziaria Internazionale Investments SGR | Conegliano (TV) | Italia         | <a href="http://www.finintsgr.it/it/">http://www.finintsgr.it/it/</a>                                                                       | Fondo Minibond PMI Italia              |
| Fysis Specialized Asset Management         | Lussemburgo     | Lussemburgo    | <a href="http://www.fysisfund.eu/">http://www.fysisfund.eu/</a>                                                                             | Fysis Fund – Vesta Industrial          |
| Amundi SGR                                 | Milano          | Italia         | <a href="http://www.amundi.com/amundi_hub_ita_it?nr=1">http://www.amundi.com/amundi_hub_ita_it?nr=1</a>                                     | Amundi Private Debt                    |
| Aletti Gestielle SGR                       | Milano          | Italia         | <a href="http://www.gestielle.it/">http://www.gestielle.it/</a>                                                                             | Crescita Impresa Italia                |
| Lyxor Asset Management                     | Parigi          | Francia        | <a href="http://www.lyxor.com/">http://www.lyxor.com/</a>                                                                                   | Lyxor Berica SME Fund                  |
| Pioneer Investment Management SGRpA        | Milano          | Italia         | <a href="http://www.pioneerinvestments.it/">http://www.pioneerinvestments.it/</a>                                                           | Pioneer Sviluppo Italia                |
| Ver Capital SGRpA                          | Milano          | Italia         | <a href="http://www.vercapital.com/">http://www.vercapital.com/</a>                                                                         | Ver Capital Credit Partner Italia V    |

*Fonte: elaborazione personale.*

### 3.2.4. Le cambiali finanziarie

I mini-bond descritti al paragrafo precedente possono essere uno strumento validamente utilizzabile per soddisfare le esigenze di copertura finanziaria degli investimenti delle imprese. Quanto, di converso, il fabbisogno è generato dalla necessità di investimenti in capitale circolante l'azienda, anziché utilizzare la banca, può ricorrere alla cambiale finanziaria. Introdotta nell'ordinamento italiano con la legge 13 gennaio 1994 n. 43, con l'obiettivo di dotare le imprese di uno strumento di reperimento diretto di capitale di credito, complementare alle emissioni azionarie, obbligazionarie e agli strumenti tradizionali di provenienza dal sistema bancario<sup>55</sup> per sostenere gli investimenti in capitale circolante. Lo strumento non ha avuto riscontro nelle aspettative iniziali: infatti, l'entità e lo scarso numero di emissioni non hanno reso possibile la creazione di un vero e proprio mercato di riferimento e le imprese hanno continuato ad utilizzare la banca quale fornitore di risorse finanziarie per queste finalità<sup>56</sup>.

Il legislatore ha mutuato l'esperienza americana cercando di importare in Italia uno strumento che in America ha una certa diffusione<sup>57</sup>.

La *commercial paper* statunitense risale al XIX secolo e si configura non solo nella veste di promessa di pagamento a breve (scadenza massima 9 mesi), ma anche come strumento di finanziamento a medio-lungo termine in virtù del costante rinnovo a scadenza grazie al quale l'originaria scadenza a breve si trasforma in medio lungo termine (cosiddetto *roll-over*)<sup>58</sup>. Le *commercial paper* negli Stati Uniti sono titoli non garantiti emessi da imprese di primaria importanza e sono spesso al portatore<sup>59</sup>. È condizione che, affinché un'impresa possa emet-

---

<sup>55</sup> La Relazione accompagnatoria della norma chiaramente enfatizza quale fine primario della normativa la dotazione delle imprese di uno strumento «per accedere al capitale di credito a minor costi rispetto alla normale intermediazione bancaria».

<sup>56</sup> Sull'argomento si veda: C.L. Appio (2013), *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Cacucci, Bari, p. 29.

<sup>57</sup> La Relazione accompagnatoria alla legge n. 43/1994 evidenzia che «le cambiali finanziarie o *commercial papers*, sono nella prassi internazionale strumenti finanziari a breve termine in virtù dei quali le imprese autorizzate all'emissione possono fare ricorso direttamente al mercato del risparmio».

<sup>58</sup> A. Urbani (2013), *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, Cedam, Padova, p. 13.

<sup>59</sup> Sull'argomento si vedano utilmente: A. Bompani, E. Catelani (2012), *Project Bond & commercial paper*, Franco Angeli, Milano, p. 105 ss.; M. Mori (1995), *Dall'U.S. commercial paper alla cambiale finanziaria*, Cedam, Padova, p. 5 ss.; D. Spagnuolo (1996), «L'esperienza delle *commercial papers* negli Stati Uniti ed in Europa», in G. Fauceglia (a cura di), *La raccolta bancaria del risparmio*, Giappichelli, Torino, p. 29 ss.; D. Spagnuolo (2012), *La cambiale finanziaria tra forma cartolare e funzione finanziaria*, Giappichelli, Torino, p. 15 ss.

tere tali titoli, possa utilizzare una garanzia fideiussoria da parte di soggetti solvibili (generalmente banche) Nel caso in cui le società emittenti dispongano di un *rating* autonomo, viene meno la necessità di garanzie fideiussorie.

Il collocamento sul mercato avviene direttamente o indirettamente per il tramite di un intermediario specializzato (*dealer*)<sup>60</sup>, al quale viene riconosciuta una commissione di collocamento. La forma di retribuzione del *dealer* ha provocato, spesso, conflitti di interessi da parte di operatori che hanno collocato titoli di dubbia solvibilità al fine di poter incassare le consistenti commissioni di collocazione. Tuttavia, il costo complessivo derivante dall'operazione si attesta, a parità di *rating* creditizio e di durata dell'operazione, a livelli inferiori al costo dell'indebitamento bancario<sup>61</sup> differenziandosi, in questo senso, dai *minibond* che, come visto nel paragrafo precedente hanno un costo maggiore rispetto ai finanziamenti bancari.

Questa tipologia di strumento ha trovato una certa diffusione anche in Francia<sup>62</sup> dove le cambiali finanziarie (conosciute anche come *papier commercial* o *billet de trèsoire*) sono state introdotte e disciplinate dalla legge n. 1321 del 14 dicembre 1991. La forma giuridica del *billet de trèsoire*, al pari della *commercial paper* statunitense, è quella di un "pagherò cambiario" al portatore. Il titolo ha scadenza minima di un giorno e massima di un anno e taglio minimo di 150.000 euro. L'emissione di tali titoli è riservata ai soggetti che devono assolvere ad obblighi informativi nei confronti della *Banque de France* e, a determinate condizioni, dell'*Autorité des marchés financiers*, ma non sono obbligati a disporre di un giudizio di *rating* autonomo.

Il collocamento e la negoziazione dei titoli è riservata alle banche e alle imprese di investimento, previa autorizzazione dell'*Autorité des marchés financiers*. Le banche, inoltre, hanno la facoltà di garantire tramite linee di credito l'obbligo di rimborso dell'emittente e fungere da depositaria necessaria dei *billets* emessi.

In Gran Bretagna<sup>63</sup>, le *commercial paper* sono introdotte a partire dal 1986, a seguito della rimozione della riserva che vietava a soggetti diversi dalle banche di emettere titoli con durata inferiore a un anno. L'importo minimo del titolo deve essere di 100.000 sterline e possono essere offerte e sottoscritte solo da investitori professionali.

---

<sup>60</sup> Sull'argomento si veda utilmente: V. Troiano (1994), *Le polizze di credito commerciale*, Cacucci, Bari, 1994, p. 64; A. Urbani, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, cit., p. 12 ss.

<sup>61</sup> A. Bompani, E. Catelani, *Project Bond & commercial paper*, cit., p. 105.

<sup>62</sup> A. Urbani, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, cit., p. 14 ss.

<sup>63</sup> A. Urbani, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, cit., p. 16.

La normativa è molto semplificata ed apparentemente poco tutelante per gli investitori. Le società emittenti non hanno, infatti, l'obbligo di pubblicare un prospetto informativo contestualmente all'avvenimento dell'emissione dei titoli; inoltre, non è richiesto il giudizio di *rating* sul merito creditizio delle stesse da parte di soggetti terzi e specializzati. L'affidamento del sottoscrittore avviene, quindi, solo sulla base delle informazioni diffuse dall'emittente.

Anche la Germania ha conosciuto la diffusione delle *commercial paper*<sup>64</sup>. La loro diffusione avviene nel 1991, a seguito del venir meno dell'obbligo di autorizzazione governativa per l'emissione di titoli obbligazionari atipici e dall'abolizione della tassa sulla loro negoziazione. In Germania i titoli sono trasferibili ed hanno taglio minimo pari a 250.000 euro. Al pari della Gran Bretagna, alle società emittenti non si richiede di essere in possesso di un giudizio sul merito creditizio, formulato da parte di soggetti specializzati. Le banche prestano servizi di consulenza nell'organizzazione dell'operazione e provvedono al collocamento dei titoli sul mercato.

In Italia la cambiale finanziaria ha mutuato le caratteristiche presenti nei principali paesi europei con alcune specificità. La *commercial paper* italiana è concepita come un titolo di credito, emesso in serie ed avente una breve scadenza dalla data di emissione (minimo un mese e massimo 36 mesi). La struttura è quella del "pagherò cambiario", ossia una promessa incondizionata di pagamento da parte dell'emittente. Si tratta di titoli emessi in un numero predeterminato nell'ambito di un'unitaria operazione di finanziamento e presentano caratteristiche uniformi di taglio e di durata. Il taglio minimo dell'emissione è pari a 50.000 euro, e può essere di valore superiore nel solo caso di titoli quotati in mercati regolamentati. L'emissione di cambiali finanziarie costituisce raccolta di risparmio e nel caso in cui la raccolta avvenga mediante la sollecitazione nei confronti del pubblico, trovano applicazione le disposizioni di cui all'art. 11 del Testo Unico Bancario (TUB)<sup>65</sup>. Si esclude, pertanto, l'applicazione di tale

---

<sup>64</sup> A. Urbani, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, cit., p. 17.

<sup>65</sup> L'art. 11 TUB (Testo Unico Bancario) specifica che «la raccolta del risparmio tra il pubblico è vietato ai soggetti diversi dalle banche» precisando nel comma 4 che «il divieto [...] non si applica: c) alle società per la raccolta effettuata ai sensi del Codice Civile mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari; d) alle altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio». L'articolo continua a disporre che spetta al CIRC (Comitato interministeriale per il credito e il risparmio) determinare: «i criteri per l'individuazione degli strumenti finanziari, comunque denominati, la cui emissione costituisce raccolta del risparmio» (comma 4-*bis* art. 11 TUB); «se non disciplinati dalla legge, i limiti all'emissione e, su proposta formulata dalla Banca d'Italia sentita la Consob, [...] la durata e taglio degli strumenti finanziari diversi dalle obbligazioni, utilizzati per la raccolta tra il pubblico» (comma 4-*ter* art. 11 TUB). Il comma 4-*quater* cita che «il CIRC, ai fini di

disciplina qualora l'emissione delle cambiali finanziarie si rivolga ad un soggetto specifico già individuato e con il quale viene instaurato un rapporto specifico ed una proposta non diffusa in modo indistinto tra il pubblico di potenziali investitori.

I soggetti abilitati all'emissione di cambiali finanziarie sono espressivamente le società di capitali, quelle cooperative e le mutue assicuratrici mentre sono escluse dall'emissione le banche e le microimprese<sup>66</sup>. Si escludono dal novero dei soggetti abilitati all'emissione di cambiali finanziarie, quindi, coloro che, pur rientrando in una delle categorie prevista dalla norma, non sono nelle condizioni di assicurare all'investitore adeguata tutela finanziaria. La forma giuridica della società è condizione necessaria, ma non sufficiente affinché un soggetto possa emettere cambiali finanziarie<sup>67</sup>.

A seguito delle modifiche apportate dal D.L. n. 83/2012, l'art. 1 della legge n. 43/1994 prevede nella lettera d) del comma 2-*bis* che, le cambiali finanziarie, se emesse da società non quotate, devono avere le seguenti caratteristiche:

- devono essere emesse da una società avente l'ultimo bilancio certificato da un revisore o da una società di revisione iscritta nel rispettivo registro;
- devono essere emesse e collocate mediante l'assistenza di uno sponsor, il quale deve mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi non inferiore:
  1. al 5% del valore di emissione dei titoli, per emissioni fino a 5 milioni di euro;
  2. al 3% del valore di emissione dei titoli, sulla quota eccedente i 5 e fino ai 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della percentuale di cui al punto 1;
  3. al 2% del valore di emissione dei titoli eccedenti i 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle percentuali di cui ai punti 1 e 2;

---

tutela della riserva dell'attività bancaria, stabilisca i criteri e limite, anche in deroga a quanto previsto dal Codice Civile, per la raccolta effettuata dai soggetti che esercitano nei confronti del pubblico attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma».

<sup>66</sup> Sono abilitate all'emissione di cambiali finanziarie anche le società a responsabilità limitata e le cooperative. Con le nuove modifiche apportate alla legge è, inoltre, consentita l'emissione di titoli anche alle società di capitali e cooperative in perdita, a condizione che tali società rispettino il limite quantitativo previsto per le obbligazioni dall'art. 2412 c.c. Qualora l'emissione avvenga da parte delle società a responsabilità limitata e di cooperative, il cui statuto preveda l'applicazione delle regole della S.r.l., è necessaria l'osservanza degli artt. 2483 e 2526 c.c. (art. 3, delibera CICR del 2005).

<sup>67</sup> C.L. Appaio, *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Cacucci, Bari, p. 83 ss.

- devono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali, a condizione che non detengano direttamente o indirettamente una partecipazione nell'emittente (ipotesi in cui si avrebbe un conflitto di interesse).

Alcune specificità si possono ricordare nel caso in cui le cambiali vengano emesse da soggetti quotati. Tali soggetti possono emettere titoli nei confronti del pubblico senza la necessità di nominare uno sponsor. Altre regole si applicano considerando un requisito dimensionale: le grandi imprese possono emettere cambiali finanziarie, rivolte ai soli investitori professionali, non avvalendosi dell'assistenza di uno sponsor; per le imprese medio-piccole, la nomina dello sponsor è obbligatoria, mentre le micro-imprese sono precluse dall'emissione di cambiali finanziarie<sup>68</sup>.

Le imprese di grandi dimensioni, non aventi titoli rappresentativi di capitale negoziate su mercati regolamentati e non regolamentati, hanno la facoltà di non avvalersi della presenza di uno sponsor. I costi per l'impresa delle cambiali finanziarie sono rappresentati dagli interessi, dalle commissioni di intermediazione che la banca richiede per collocare il titolo sul mercato, dagli oneri fiscali, ed agli oneri per costi professionali che il soggetto emittente deve sostenere (per la predisposizione del prospetto informativo richiesto per l'emissione di cambiali finanziarie) e per la revisione e certificazione di bilancio. Se l'emittente è un soggetto non quotato a tali costi si aggiungono i compensi da versare allo sponsor ed i costi per il rilascio di eventuali garanzie e contro garanzie.

Al fine di semplificare l'emissione e la circolazione di questi, è stata introdotta la possibilità di emettere cambiali finanziarie dematerializzate, ovvero senza il supporto cartaceo.

### 3.2.5. *I fondi di private debt*

Uno dei limiti principali sia dei mini-bond sia delle cambiali finanziarie è rappresentato dalla limitata diffusione di investitori professionali in grado di sottoscrivere i titoli emessi dalle imprese. Tra questi operatori è possibile indi-

---

<sup>68</sup> In particolare, l'art. 1 della legge n. 43/1994 nel comma 2-*bis* dispone tra l'altro che «Le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati possono emettere cambiali finanziarie subordinatamente alla presenza dei seguenti requisiti: a) l'emissione deve essere assistita da uno sponsor [...]; b) lo sponsor mantiene nel proprio portafoglio, fino alla scadenza una quota dei titoli emessi», mentre nel comma 2-*quater* precisa che «in deroga a quanto previsto dal comma 2-*bis*, lettere a) e b), del presente articolo, le società diverse dalle medie e dalle piccole imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, possono rinunciare alla nomina dello sponsor».

viduare i fondi di debito. Tali operatori (fondi di *private debt*) hanno avuto un'importante diffusione nei Paesi anglosassoni, mentre la loro operatività in Italia risulta essere modesta.

Questi investitori sono organizzati mediante veicoli d'investimento che raccolgono risorse presso investitori istituzionali (Banche, fondi di fondi, società assicurative e fondazioni). Il capitale raccolto è poi investito in titoli di debito (mini-bond o cambiali finanziarie) secondo una *policy* che cambia da soggetto a soggetto. Questi soggetti sono organizzati mediante specifici *team* di gestione, che studia accuratamente tutti gli aspetti e le variabili legate al rischio e al rendimento atteso.

La remunerazione ottenuta dal fondo sarà poi ridistribuita agli investitori, al netto delle commissioni spettanti al gestore.

La peculiarità di questi operatori è che, a differenza dei fondi che sottoscrivono mini-bond con un approccio, anche valutativo, standardizzato e basato sul giudizio di *rating*, i fondi di *private debt* sviluppano analisi approfondite sull'emittente anche con riferimento alle prospettive di sviluppo. Accettano, infatti, anche investimenti in società con valori storici evidenziando alcune criticità, ma dove la "robustezza" dei risultati previsionali deve essere in grado di convincere il fondo che investe.

I fondi di debito hanno, in genere, le seguenti caratteristiche:

- sono fondi chiusi in quanto il patrimonio (gestito da una società di gestione del risparmio) è suddiviso in quote che sono sottoscrivibili unicamente al momento dell'emissione iniziale del titolo di debito e il loro riscatto può avvenire soltanto al termine della durata prevista del fondo (modalità *bullet*) o a scadenze intermedie (modalità *amortizing*) predeterminate nel regolamento predisposto dalla società di gestione del risparmio;
- hanno un orizzonte temporale di medio periodo. I fondi di debito sono solitamente utilizzati per finanziamenti a progetti non di breve periodo e quindi l'investitore è focalizzato su un orizzonte temporale coincidente con la "scadenza" del fondo stesso;
- raccolgono le loro risorse tra investitori istituzionali quali le società di gestione dei fondi stessi, i fondi pensione, i fondi di previdenza, le società assicurative, le banche centrali e le società di intermediazione bancaria.

Uno dei motivi della loro limitata diffusione è l'attesa di rendimento da parte dei sottoscrittori del fondo molto elevata e spesso superiore al 10% di interesse annuo con rendimenti minimi sul capitale investito del 25 o 30%. È quindi necessario da una parte selezionare emittenti con marginalità in grado di assorbire tali costi senza intaccarne l'economicità e, dall'altro intercettare situazioni aziendali che non riescono ad approvvigionarsi di finanza presso il canale bancario con costi sicuramente inferiori.

I fondi di debito potranno avere un ruolo importante nella sostituzione della banca per quanto riguarda il finanziamento dei progetti di crescita delle imprese e soprattutto per gli investimenti in capitale fisso (beni strumentali, partecipazioni, ecc.). Il loro sviluppo dipende, infatti, da un lato dalla domanda di questi servizi da parte delle imprese e, dall'altro, dalla ricerca da parte degli investitori istituzionali di impieghi con rendimenti che solo il rischio d'impresa può offrire. La diffusione di questo tipo di strumento di finanziamento delle PMI è correlata alla capacità da parte delle imprese di "comunicare" in modo efficace il proprio progetto imprenditoriale evidenziando la capacità prospettica di generare risultati economico-finanziari in grado di ripagare il capitale concesso a prestito dal fondo ed il correlato costo.

Negli ultimi anni si è assistito ad una rilevante diffusione di operatori che offrono tali forme di finanziamento<sup>69</sup>, incentivati, in parte, anche dall'intervento diretto delle istituzioni<sup>70</sup>. Nella tabella seguente vengono citati i principali investitori che sono in grado di sottoscrivere titoli di debito emessi dalle medie e piccole imprese italiane. Come si può notare tra questi operatori una buona parte è rappresentata da soggetti stranieri a testimonianza del fatto che tali investitori ritengono l'Italia ed il suo tessuto di PMI una buona opportunità di investimento delle proprie risorse.

---

<sup>69</sup> Nel 2014 AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital), attiva dal 1986 nel mondo degli investitori istituzionali nel capitale di rischio, ha esteso ai fondi di *private debt* l'opportunità di aderire all'associazione, al fine di mettere a servizio degli operatori le esperienze già acquisite e consolidate nel *private equity*, con l'obiettivo di incentivare e sviluppare il ricorso a tali strumenti alternativi al debito bancario.

<sup>70</sup> Nel 2014 SACE (Sezione speciale per l'Assicurazione del Credito all'Esportazione dell'Istituto Nazionale Assicurazioni), ente assicurativo-finanziario che si occupa di *export credit*, assicurazione del credito, protezione degli investimenti, garanzie finanziarie, cauzioni e *factoring*, ha promosso la creazione di un fondo di *private debt* di 350 milioni di euro destinato a finanziare progetti d'internalizzazione ed *export* delle PMI italiane. Tale fondo è stato affidato alla società di gestione del risparmio Amundi SGR ed il primo investimento è stato approvato in Febbraio 2015 con la sottoscrizione di un'obbligazione da 12,5 milioni di euro emessa dalla società De Cecco s.p.a. per supportare il piano di sviluppo del marchio nei mercati per la pasta statunitensi, giapponesi, inglesi, tedeschi, francesi e asiatici.

Tabella 3.10. – *Fondi di debito*

| <i>Società di gestione</i>                 | <i>Nazione</i> | <i>Nome fondo gestito</i>             | <i>Tipologia strumenti del fondo</i>                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------------------------------|----------------|---------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Advam Partners SGR SpA                     | Italia         | Advam 1 Corporate Bonds Italy         | Obbligazioni emesse da PMI, Obbligazioni con possibile partecipazione agli utili, Accettazioni bancarie emesse da Spa e Srl, Cambiali finanziarie emesse da Spa e Srl, Obbligazioni di banche “covered” o “asset backed” da portafogli di finanziamenti alle PMI. |
| FUTURIMPRESA SGR S.p.a                     | Italia         | Antares AZ 1                          | Obbligazioni societarie, obbligazioni partecipative, convertibili e altri strumenti ibridi, cambiali finanziarie.                                                                                                                                                 |
| Compass Asset Management SA                | Svizzera       | Blue Lake – Italian Minibond          | Bond e convertibili di emittenti italiani.                                                                                                                                                                                                                        |
| BNP Paribas Investment Partners SGR S.p.A. | Italia         | BNP Paribas Bond Italia PMI           | Bond.                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Duemme SGR SpA                             | Italia         | Duemme Fondo per le imprese           | Obbligazioni senior.                                                                                                                                                                                                                                              |
| Emisys Capital SGR SpA                     | Italia         | Emisys development                    | Debito subordinato, debito convertibile, azioni di categoria, <i>equity</i> di minoranza.                                                                                                                                                                         |
| Hedge Invest SGR                           | Italia         | HI Crescitalia PMI Fund               | Obbligazioni.                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Muzinich & Co. Inc.                        | Italia         | Italian Private Debt Fund             | Bond emessi da PMI.                                                                                                                                                                                                                                               |
| Riello Investimenti Partners SGR           | Italia         | Impresa Italia                        | Strumenti di debito.                                                                                                                                                                                                                                              |
| Riverrock European Capital Partners        | UK             | RiverRock Italian Hybrid Capital Fund | Finanziamenti in combinazione con un investimento azionario, obbligazioni (convertibili, partecipative), azioni privilegiate.                                                                                                                                     |

*Segue*

| <i>Società di gestione</i>                   | <i>Nazione</i> | <i>Nome fondo gestito</i>              | <i>Tipologia strumenti del fondo</i>                                                                                                                                        |
|----------------------------------------------|----------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tikehau Investment Management                | Francia        | Tikehau Direct Lending III             | Finanziamenti primari di tipo Direct Lending.                                                                                                                               |
| Wise SGR S.p.A                               | Italia         | Wise Private Debt                      | Obbligazioni <i>secured</i> o convertibili emesse da PMI italiane.                                                                                                          |
| Zenit SGR                                    | Italia         | Progetto Minibond Italia               | Titoli di debito emessi da PMI non quotate.                                                                                                                                 |
| Quadrivio SGR                                | Italia         | Fondo Quadrivio Private Debt           | Strumenti di debito (strumenti Senior Secured, Senior Unsecured ed Unitranche); investimenti in strumenti di debito subordinato potranno essere valutati di volta in volta. |
| Golding Capital Partners GmbH                | Germania       | Private Debt                           | Strumenti di debito.                                                                                                                                                        |
| Access Capital Partners                      | Francia        | Private Debt & Mezzanine               | Strumenti di debito.                                                                                                                                                        |
| Partners Group – passion for private markets | Italia         | Partners Group private debt investment | Strumenti di debito.                                                                                                                                                        |
| Pemberton Capital Advisors                   | UK             | European Corporate Mid-Market Debt     | Prestiti alle imprese garantiti e obbligazioni.                                                                                                                             |

*Fonte:* elaborazione personale su informazioni presenti nel 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

### 3.2.6. Gli strumenti di debito ibridi

Gli strumenti di finanziamento diversi dalla banca descritti nelle pagine precedenti sono in genere utilizzabili per le imprese classificabili come *investment grade*. Le imprese che non rientrano in questa fattispecie incontrano, invece rilevanti difficoltà a reperire risorse finanziarie sia dal canale bancario sia dal canale non bancario. Le imprese sopra citate al fine di soddisfare i propri fabbisogni finanziari dovranno adottare una politica di comunicazione molto trasparente ed efficace finalizzata a far comprendere ai potenziali investitori/finanziatori la capacità di superare l'attuale situazione economico-finanziaria mediante valori prospettici tali da giustificare l'investimento.

La situazione descritta evidenzia, comunque, la presenza di un rischio potenziale di default dell'impresa finanziata. Per questo motivo il finanziamento concesso è in genere assistito da garanzie da parte dell'impresa o dei suoi azionisti oppure si ricorre a strumenti di debito ibridi composti, in genere, da una componente di puro debito (capitale da rimborsare ed interessi da pagare) e da una componente di capitale (partecipazione ai risultati economici o possibilità di convertire il debito in quote di capitale). La componente di capitale scatta, in genere, nel caso d'inadempimento dell'obbligazione principale (rimborso del debito).

Tali strumenti, stante l'articolazione e la complessità tecnica, sono in genere utilizzati in operazioni con elevato importo nominale e in un contesto in grado di sostenere rilevanti oneri diretti (oneri finanziari e/o partecipazione agli utili aziendali) ed indiretti (costi per organizzare l'operazione, quali *arrangement fee* e costi professionali).

Di seguito vengono illustrate le principali caratteristiche e l'inquadramento normativo di questo strumento.

Il comma 19 ss. dell'art. 32 del D.L. n. 83/2012 convertito nella legge n. 134/2012 disciplina le obbligazioni subordinate, partecipative agli utili e simultaneamente subordinate e partecipative agli utili. Tali titoli, purché con scadenza uguale o superiore a 36 mesi, possono essere emessi da società con strumenti finanziari non quotati su mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e micro imprese<sup>71</sup>.

La clausola di subordinazione, come definito dalla norma, definisce i termini di postergazione del portatore del debito ai diritti degli altri creditori della società, ad eccezione dei sottoscrittori del capitale sociale. In altri termini, la clausola di subordinazione deve precisare a quali debiti della società emittente, esistenti nel momento dell'emissione delle obbligazioni subordinate, sono postergati quest'ultimi. Si nota che tali titoli possono essere postergati anche con riguardo ad altre categorie di debiti chirografari, oltre alle obbligazioni. Inoltre, si ritiene che essi siano postergati rispetto ai debiti vantati dall'impresa nei confronti delle società del gruppo.

Il comma 21 dell'art. 32 legge n. 134/2012 precisa, con riferimento alle obbligazioni partecipative agli utili, che «la clausola di partecipazione regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell'emittente». Lo stesso articolo prevede, inoltre, che il corrispettivo da corrispondere al portatore del titolo sia composto da due parti: una fissa e l'altra variabile. La parte fissa fa riferimento al tasso di interesse incorporato nelle cedole corrisposte periodicamente, mentre la parte

---

<sup>71</sup> Si veda l'art. 32 comma 19 della legge n. 134/2012.

variabile è legata al risultato economico, nella percentuale indicata nell'atto dell'emissione.

La parte variabile deve essere corrisposta a cadenza annuale entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio nella percentuale indicata nell'atto di emissione, che fa comunque riferimento, secondo quanto disposto dal comma 21, alla proporzione del rapporto fra obbligazioni partecipative in circolazione e il capitale sociale aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato<sup>72</sup>. L'espressione "proporzionata al rapporto" è da ritenersi come incidenza relativa delle due componenti, obbligazioni e patrimonio netto, sul totale<sup>73</sup>.

Il comma 22 stabilisce che «la regola di calcolo della parte variabile del corrispettivo sono fissate all'atto dell'emissione; essa non può essere modificata per tutta la durata dell'emissione».

Da gennaio 2006 i titoli ibridi sono stati inseriti nell'indice iBoxx<sup>74</sup>, con il conseguente aumento della liquidità destinata a questo tipo di investimento.

Gli strumenti di debito ibridi possono, inoltre, incorporare il diritto a sottoscrivere/essere convertiti in azioni o quote di capitale al verificarsi di talune condizioni (mancato pagamento del rendimento fisso, raggiungimento di taluni obiettivi di fatturato/Ebitda, ecc.). In questo senso la possibilità di convertire il titolo di debito in azione rappresenta una garanzia accessoria al finanziamento concesso per il creditore mentre individua un disincentivo forte per il debitore a non adempiere agli impegni assunti in sede di emissione.

Questa tipologia di strumento appare utilizzabile anche nel caso di emittenti con una situazione economica, patrimoniale e finanziaria non virtuosa ma, ad esempio, con elevate potenzialità di crescita, oppure nel caso di imprese di recente costituzione, oppure ancora di aziende impegnate in processi di *turnaround*.

Le caratteristiche più rilevanti degli strumenti di debito ibridi possono essere sintetizzati come segue:

---

<sup>72</sup> Sono escluse dal denominatore del rapporto in questione le azioni proprie e l'utile dell'esercizio cui fa riferimento il bilancio, mentre occorre includere l'eventuale fondo stabilizzazione dividendi e utili portati a nuovo.

<sup>73</sup> La norma intende che l'utile è da dividere tra patrimonio netto e strumenti partecipativi, in forma dell'incidenza di quest'ultimi sul totale composto tra patrimonio e queste altre forme di finanziamento. Nel caso, ad esempio, di un valore di 10 di strumenti partecipativi e 40 di patrimonio netto della società, l'utile va distribuito tra i possessori di strumenti partecipativi per il 20%.

<sup>74</sup> Gli indici iBoxx sono uno dei più importanti *benchmark* per i fondi comuni che investono in obbligazioni. Questi includono titoli *investment grade* (ovvero con *rating* pari o superiore alla tripla B) dell'area euro e della Sterlina britannica.

- la subordinazione rispetto agli altri debiti dell'azienda. Il titolo ha un grado di privilegio superiore solo agli strumenti di *equity* ed è subordinato a tutte le altre emissioni obbligazionarie della società. Nel caso di default della società i possessori di tali strumenti vengono rimborsati solo se son stati rimborsati tutti gli altri obbligazionisti, ma prima degli azionisti;
- la durata che è solitamente è molto elevata, ultradecennale al fine di potersi avvantaggiare della ripresa di valore dell'impresa emittente rispetto alla situazione attuale;
- la possibilità di eliminare il rischio di conversione del debito in capitale mediante una clausola call attraverso la quale l'emittente ha la possibilità di rimborsare in anticipo il prestito;
- la possibilità di rimandare il pagamento degli interessi o *interest deferral* al verificarsi di determinati accadimenti quali la mancanza di distribuzione di dividendi da parte della società, oppure perdite d'esercizio oppure un Ebitda inferiore ad un certo livello.

Questi strumenti mantengono, comunque, significative differenze rispetto ai titoli che incorporano quote del capitale dell'impresa. In primo luogo gli ibridi devono corrispondere un flusso cedolare prefissato contrattualmente e non possono prevedere la distribuzione di una parte degli utili al posto degli interessi sul debito. Inoltre i detentori di debito ibrido, pur partecipando ai rischi societari in maniera molto maggiore rispetto ai comuni obbligazionisti, non hanno alcun controllo sulle politiche dell'azienda né alcun diritto di voto in assemblea almeno fino al momento in cui non si esercita il diritto di conversione al verificarsi di determinati eventi.

### 3.3. Il ricorso al mercato del capitale

Poiché generalmente le risorse generate internamente da un'impresa non sono sufficienti per assicurare la continuità aziendale, un'impresa, nel corso del proprio ciclo di vita, ha la necessità di reperire risorse finanziarie volte alla copertura del proprio fabbisogno finanziario. In sostanza tale fabbisogno può essere coperto mediante il ricorso di capitale di debito o, in alternativa, al capitale di rischio.

La prima forma di finanziamento è quella maggiormente utilizzata nel contesto italiano. Tale evidenza ha portato alla generazione di elevati rapporti di indebitamento a carico delle società nazionali, specialmente quelle medio-piccole.

Nel corso del tempo si è diffusa, pertanto, la necessità di riequilibrare il rapporto medio di indebitamento delle imprese italiane e di riportarlo in linea con il

livello medio europeo. Per fare ciò si ritiene doveroso sostituire il debito con *equity* per un importo tra i 150 e i 220 miliardi di euro.

La soluzione a tale esigenza, divenuta sempre più crescente<sup>75</sup>, è rappresentata, pertanto, dal ricorso al capitale di rischio, quale fonte alternativa di finanziamento.

È da sottolineare, tuttavia, che le criticità sul ricorso a questa forma di finanziamento sono presenti sia dal lato delle imprese potenzialmente interessate, sia dal lato degli operatori in grado di investire in queste ultime<sup>76</sup>.

Per le imprese ricorrere al capitale di rischio significa aprire il proprio capitale a soggetti terzi, il che presuppone sia la presenza di elevate potenzialità di crescita, sia un radicale cambiamento nel tradizionale modello di proprietà-controllo basato sulla famiglia. Il ricorso al mercato dei capitali comporta la necessità di uscire da un modello di *corporate governance* autoreferenziale con sostanziale assenza di giudizio e accettare una sovra esposizione alla valutazione da parte di soggetti terzi sull'operato dei *manager*. Vengono, inoltre, drasticamente ridotti i tempi sia per assumere le decisioni sia per comunicare all'esterno i risultati economico-finanziari e le altre informazioni rilevanti. Aprire il proprio capitale a soggetti terzi rappresenta un vero e proprio investimento per le società e, pertanto, comporta il sostenimento di costi. Tali costi non sono solo economici e non sempre sono giudicati dalle imprese compensabili con i vantaggi derivanti dal poter attingere a rilevanti risorse finanziarie per lo sviluppo.

Nelle pagine successive l'attenzione sarà concentrata sulle principali caratteristiche delle quotazioni sui mercati minori da parte delle piccole e medie imprese, nonché sull'intervento degli operatori di *private equity*.

### 3.3.1. *Il mercato dei capitali per le PMI*

Il Mercato Alternativo del Capitale (*Alternative Investment Market* – AIM Italia), introdotto nel 2012, è il segmento dedicato alle PMI italiane ad alto potenziale di crescita. È un mercato flessibile, meno costoso, concepito per semplificare e rendere più agevole il percorso alla quotazione delle piccole e medie imprese e favorire, così la raccolta di nuova finanza da parte delle stesse. È un sistema multilaterale di negoziazione (*Multilateral Trading Facility* o MTF) ed è disciplinato e gestito da Borsa Italiana<sup>77</sup>.

---

<sup>75</sup> Si rimanda a F. Panetta (2014), *A financial Sistema for Growth*, The Adam Smith Society, Atti di Convegno The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014.

<sup>76</sup> Con riferimento al limitato sviluppo del mercato finanziario in Italia, per quanto riguarda gli investitori, si rimanda a G. Forestieri, “I nuovi canali di finanziamento delle imprese minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, cit., p. 4.

<sup>77</sup> Sull'argomento si vedano utilmente: C. Arlotta, F. Bertoletti, A. Boccia, E.C. Negozio,

L'AIM Italia, istituito assumendo quale modello l'AIM gestito dalla *London Stock Exchange* (LSE)<sup>78</sup>, si configura come un mercato non regolamentato ai sensi della MIFID e, quindi, non è sottoposto alla vigilanza di Consob. Il processo di ammissione e quotazione in AIM Italia presenta dei requisiti meno stringenti e prevede minori adempimenti rispetto a quelli richiesti per la quotazione sui mercati azionari principali. Il motivo di tali semplificazioni è rappresentato proprio dal fatto di voler rendere più agevole la quotazione e, quindi, il ricorso al capitale di rischio delle PMI, che altrimenti non avrebbero i requisiti per farlo.

Tale mercato, definito come «*the most successful growth market in Europe*» risulta essere caratterizzato da<sup>79</sup>:

- una regolamentazione bilanciata in grado di assicurare, da un lato, un'adeguata tutela degli investitori, sia *retail* – in generale – che istituzionali – in particolare – e, dall'altro, soddisfare le esigenze delle piccole e medie imprese che richiedono una regolamentazione meno stringente per poter essere ammesse a quotazione;
- un'apertura internazionale, in quanto il mercato è accessibile da un'ampia platea di investitori, sia italiani che esteri quali, ad esempio, i fondi *private equity*, i fondi sovrani, i fondi pensione e *asset manager*, dotati di elevata capitalizzazione e alla ricerca di rendimenti elevati e opportunità di diversificazione dei propri portafogli;
- un'elevata diversificazione dal punto di vista sia geografico, in quanto circa il 52% della capitalizzazione totale di mercato è rappresentata dalle società operanti al di fuori del Regno Unito, che settoriale poiché risultano essere all'incirca 40 i settori in cui operano le società in esso quotate;
- un elevato grado di competitività ed efficacia, reso possibile dalla presenza

---

C. Pesaro, G. Venturini (2006), “Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia”, in *Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili*, Quaderno n. 35, p. 29 ss.; C. Arlotta, F. Bertoletti, A. Boccia, E.C. Negozio, C. Pesaro, G. Venturini (2012), *Elite ed AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere le PMI italiane*, Franco Angeli, Milano, p. 30 ss.; C. Arlotta, A. Boccia, E. C. Negozio, L. Dal Maso, A. Imparato, G. Liberatore, G. Pappalardo, F. Parente, L. Pasquetti, G. Prati, G. Renoldi, G. Venturini, F. P. Virgilio (2013), *Incentivi per favorire la quotazione delle pmi sui mercati internazionali e in Italia*, Franco Angeli, Milano, p. 44 ss.

<sup>78</sup> Dal 2007 Borsa Italiana fa parte del *London Stock Exchange Group plc*, ovvero il primo mercato europeo per scambi azionari. Il gruppo gestisce, oltre a Borsa Italiana, una vasta gamma di mercati azionari, obbligazionari e derivati tra cui *London Stock Exchange*, *MTS* e *Turquoise*.

<sup>79</sup> C. Arlotta, A. Boccia, E. C. Negozio, L. Dal Maso, A. Imparato, G. Liberatore, G. Pappalardo, F. Parente, L. Pasquetti, G. Prati, G. Renoldi, G. Venturini, F. P. Virgilio, *Incentivi per favorire la quotazione delle pmi sui mercati internazionali e in Italia*, cit., p. 46 ss.

di una rete di *advisor* altamente qualificati che agevolano il processo comunicativo tra emittenti, Borsa ed investitori;

- maggiore visibilità e, di conseguenza, maggiore fiducia dei diversi *stakeholder*, per le imprese che decidono di approdare in Borsa. Tale evidenza è tanto maggiore per le società si quotano sul mercato londinese, il quale rappresenta la principale piazza finanziaria d’Europa;
- possibilità per investitori e società emittenti di beneficiare di incentivi fiscali. Ad esempio, le principali agevolazioni fiscali previste per le società che intendono quotarsi sull’AIM UK sono le seguenti: *enterprise investment scheme*, *inheritance tax*, *venture capital trust*, incentivi per le microimprese.

Guardando ora al contesto italiano, AIM nasce dall’accorpamento di tale mercato con il MAC – Mercato Alternativo del Capitale al fine di razionalizzare l’offerta per le PMI (Tabella 3.11).

Tabella 3.11. – *Principali caratteristiche AIM, MAC e fusione AIM/MAC*

|                                    | AIM Italia                                                                            | MAC Mercato Alternativo del Capitale                                 | Fusione AIM/MAC                                                                       |
|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Flottante</b>                   | 10%                                                                                   | N/A                                                                  | 10%                                                                                   |
| <b>Bilanci certificati</b>         | 3 (se esistenti)                                                                      | 1                                                                    | 1 (se esistenti)                                                                      |
| <b>Investitori</b>                 | Investitori professionali e <i>retail</i>                                             | Solo investitori professionali                                       | Investitori professionali e <i>retail</i>                                             |
| <b>Documenti d’ammissione</b>      | Documento d’ammissione                                                                | Scheda informativa                                                   | Documento d’ammissione                                                                |
| <b>Principale Advisor</b>          | NomAd                                                                                 | Specialista primario                                                 | NomAd                                                                                 |
| <b>Adempimenti post-quotazione</b> | Informativa <i>price sensitive</i> richiesta in occasione di operazioni straordinarie | Informativa <i>price sensitive</i> necessarie se il titolo è diffuso | Informativa <i>price sensitive</i> richiesta in occasione di operazioni straordinarie |
| <b>Dati trimestrali</b>            | No                                                                                    | No                                                                   | No                                                                                    |
| <b>Dati semestrali</b>             | Si                                                                                    | Si                                                                   | Si                                                                                    |
| <b>Bilancio annuale</b>            | Si                                                                                    | Si                                                                   | Si                                                                                    |
| <b>Principi contabili</b>          | Principi contabili IFRS                                                               | Principi contabili italiani                                          | Principi contabili IFRS o Principi contabili italiani                                 |

Fonte: C. Arlotta, F. Bertoletti, A. Boccia, E. Coda Negozio, C. Pesaro, G. Venturini (2012), *Elite e AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere la crescita delle PMI italiane*”, Franco Angeli, Milano.

Come precedentemente sottolineato, per poter accedere al mercato alternativo la normativa vigente richiede alle società il rispetto di requisiti formali e sostanziali meno stringenti rispetto a quanto previsto per l'accesso ai principali mercati borsistici. In particolare, tra i requisiti formali di ammissione e di permanenza non figura la richiesta di una capitalizzazione minima ma viene imposto il solo raggiungimento del 10% minimo di flottante.

Per quanto riguarda la disponibilità di bilanci certificati, è da sottolineare come non sia più necessario presentare gli ultimi 3 bilanci disponibili (così come previsto nel precedente regolamento AIM Italia) ma è sufficiente presentare l'ultimo bilancio d'esercizio certificato. Il bilancio, inoltre, può essere redatto sia secondo i principi contabili internazionali (IFRS), sia secondo quelli italiani (codice civile e OIC). Tale libertà di scelta deve essere ben ponderata dalla singola società, tenendo in considerazione gli obiettivi che intende raggiungere. Infatti, se l'azienda è intenzionata ad attuare una strategia orientata alla maggiore comparabilità dei dati, non solo a livello nazionale, è opportuno che utilizzi i principi contabili internazionali, che creano un veicolo di comunicazione maggiormente efficace nei confronti di tutti gli *stakeholder* aziendali.

Per quanto riguarda l'accesso al mercato da parte degli investitori, nulla è cambiato rispetto a quanto previsto in precedenza: possono, infatti, investire sull'AIM sia gli investitori istituzionali, sia gli investitori *retail*<sup>80</sup>.

La quotazione comporta il rispetto di obblighi e vincoli non solo in fase di ammissione, ma anche durante l'intera fase di permanenza sul mercato. Una società quotata, infatti, è tenuta a rispettare quanto previsto dal regolamento emittenti. In particolare, tra i principali obblighi imposti figurano i seguenti:

- obbligo di redigere il bilancio annuale e di presentare una relazione semestrale;
- rispettare la normativa *price-sensitive*, che prevede, tra gli altri, le comunicazioni riguardanti le dismissioni e le nomine di alcune figure di rilievo, quali i componenti degli organi amministrativi, degli organi di controllo e di altri responsabili, le comunicazioni inerenti ad eventuali operazioni di acquisizione o cessione, di aumento di capitale e/o emissioni di obbligazioni convertibili, di operazioni su azioni proprie e, ancora, comunicazioni riguardanti le operazioni di fusione/scissione;
- mantenere il rapporto con lo *specialist* con il compito di esporre in modo continuativo proposte d'acquisto e di vendita dei titoli per garantire un livello adeguato di liquidità dei titoli stessi.

---

<sup>80</sup> Gli investitori *retail* sono soggetti privati che operano per conto proprio e col proprio capitale, diversamente da quelli professionali che operano solitamente per conto di una banca, di un fondo o di una società finanziaria.

I requisiti sopra menzionati sono quelli richiesti in via specifica alle società che intendono quotarsi sull'AIM. Ulteriori e distinti sono, infatti, i requisiti previsti per le società che scelgono di approdare su altri mercati, ovvero il Mercato Telematico Azionario (MTA) e il Mercato degli *Investment Vehicles* (MIV).

Il Mercato Telematico Azionario (MTA) è il mercato principale di Borsa Italiana ed è rivolto alle imprese di media e grande capitalizzazione, operanti nei settori tradizionali e con una posizione consolidata sul mercato. Su tale mercato vengono negoziati diritti d'opzione, obbligazioni convertibili, *warrants* e azioni o quote di organismi d'investimento collettivo del risparmio quotati in borsa.

Tale mercato prevede distinti listini destinati a società che soddisfano specifici requisiti. In particolare, i listini sono i seguenti:

- *Blue Chip*, il quale è dedicato alle società con capitalizzazione superiore a un miliardo di euro;
- *Standard*, per le società con capitalizzazione compresa fra 40 milioni e 1 miliardo di euro;
- *Star*, è il segmento del mercato MTA creato per valorizzare le imprese con caratteristiche di eccellenza che si impegnano a mantenere elevati standard di trasparenza e qualità della *corporate governance* al fine di ottenere una particolare visibilità sul mercato. È destinato alle società con capitalizzazione compresa fra 40 milioni e un miliardo di euro e che soddisfano determinati requisiti in termini di liquidità, comunicazione e *governance*.

In particolare, tali società devono avere un flottante minimo del 35%, devono rendere le informazioni facilmente reperibili sul sito web (anche in lingua inglese) e devono assicurare la presenza di amministratori indipendenti e di comitati interni al CDA, oltre che sistemi di remunerazione incentivante per il *top management*. Tra i soggetti richiesti nell'ambito della quotazione sul segmento *Star* figurano lo *Specialist* e l'*investor relator governance*, con l'ammissione su tale mercato prevede requisiti d'accesso più stringenti rispetto a quanto previsto per l'AIM. Tali requisiti sono:

- flottante minimo di 25%;
- bilanci relativi agli ultimi 3 esercizi certificati;
- una *corporate governance* e un *investor relator* raccomandati;
- intermediari autorizzati come principali *advisor*;
- adeguata e necessaria informativa al pubblico su operazioni straordinarie e significati eventi della società;
- bilanci semestrali, annuali e resoconti intermedi di gestione.

Il processo di quotazione sul mercato principale è un'operazione complessa che richiede dai 10 ai 18 mesi, ed è finalizzato all'adeguata e corretta selezio-

ne dell'emittente. Il processo prevede una fase preliminare necessaria alla preparazione del processo. In tale fase la società deve procedere alla propria eventuale riorganizzazione, oltre che effettuare le modifiche di *governance* richieste dal processo stesso.

In tale fase la società seleziona i consulenti che la seguiranno nel corso del processo, effettua i dovuti studi di fattibilità, predispone il piano industriale dell'operazione e procede con la certificazione del bilancio, oltre che con l'adozione dei principi contabili internazionali, se non già adottati in precedenza. A tale fase segue la fase di *due diligence*, nella quale viene costituito il controllo di gestione adeguato alle caratteristiche sia dell'azienda sia del mercato su cui la società intende quotarsi. Borsa Italiana e CONSOB intervengono in ultima fase con l'analisi della documentazione e, in caso di riscontro positivo, con l'eventuale ammissione sul mercato.

- Il MIV – Mercato Telematico degli *Investment Vehicles*, invece, è il mercato dedicato ai veicoli di investimento ed è finalizzato a fornire capitali, liquidità e visibilità agli stessi. Tale mercato, gestito sempre da Borsa Italiana, si suddivide in ulteriori 4 segmenti:
  1. fondi chiusi, in cui vengono negoziate le quote di fondi chiusi mobiliari e immobiliari;
  2. *investment companies*, dove sono negoziate le azioni di società il cui oggetto sociale esclusivo preveda l'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza di società quotate e non quotate;
  3. *real estate investment companies*, in tale segmento sono negoziate le azioni di società che svolgono in via prevalente attività d'investimento e/o locazione in campo immobiliare;
  4. *special investment vehicles* (SIV), riservato ai soli investitori professionali.

Anche l'ammissione a quotazione su tale segmento prevede il rispetto, da parte delle società, di requisiti più stringenti rispetto a quelli previsti per il mercato AIM e descritti in precedenza. La tabella di seguito riportata fornisce una sintesi di quelle che sono le caratteristiche richieste alle società che intendono quotarsi su tale mercato.

Tabella 3.12. – *Tabella riepilogativa dei requisiti d'ammissione al mercato MIV*

|                                    | Fondi chiusi                                                                                                                                                                                                                       | Investment companies                                                                                                                                                                                                                                                                 | REIC                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | SIV                                                                                                                                                                                                               |
|------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Capitalizzazione</b>            | € 40 mln (€ 25 mln per i fondi chiusi mobiliari)                                                                                                                                                                                   | € 40 mln                                                                                                                                                                                                                                                                             | € 40 mln                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | € 40 mln                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Flottante</b>                   | 25%                                                                                                                                                                                                                                | 25%                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 35%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 35%                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Bilanci certificati</b>         | 3 (se esistenti)                                                                                                                                                                                                                   | 3 (se esistenti)                                                                                                                                                                                                                                                                     | 3 (se esistenti)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 3 (se esistenti)                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Prospetto Informativo</b>       | ✓                                                                                                                                                                                                                                  | ✓                                                                                                                                                                                                                                                                                    | ✓                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | ✓                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Investment Policy</b>           | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Descritta nel Regolamento del Fondo</li> <li>• Nel caso di fondi mobiliari chiusi, almeno il 25% del totale delle attività deve essere investito entro 24 mesi dall'ammissione</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Minimo 3 investimenti, nessuno dei quali rappresenti più del 50% del totale dell'attivo</li> <li>• Almeno il 50% del totale dell'attivo deve essere investito entro 36 mesi dall'ammissione (pena lo scioglimento della società)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Minimo 3 investimenti, nessuno dei quali rappresenti più del 50% del totale dell'attivo</li> <li>• Almeno 3 locatari, di cui nessuno rappresenti più del 50% del totale ricavi da locazione</li> <li>• Almeno il 50% del totale dell'attivo deve essere investito entro la data di avvio delle negoziazioni</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Libera in termini di diversificazione degli investimenti</li> <li>• Almeno il 50% del totale degli attivi deve essere investito entro 36 mesi dall'ammissione</li> </ul> |
| <b>Track record del management</b> | ✓<br>(almeno 3 anni)                                                                                                                                                                                                               | ✓<br>(almeno 3 anni)                                                                                                                                                                                                                                                                 | ✓<br>(almeno 3 anni)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | ✓<br>(almeno 3 anni)                                                                                                                                                                                              |
| <b>Amministratori indipendenti</b> | Raccomandato                                                                                                                                                                                                                       | Obbligatorio                                                                                                                                                                                                                                                                         | Obbligatorio                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Raccomandato                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Specialista</b>                 | ✓                                                                                                                                                                                                                                  | ×                                                                                                                                                                                                                                                                                    | ×                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | ×                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Altri documenti</b>             | Regolamento del Fondo approvato da Banca d'Italia                                                                                                                                                                                  | Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa                                                                                                                                                                                                                   | Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Relazione sui processi decisionali e sulla struttura organizzativa                                                                                                                                                |

Fonte: Borsa Italiana S.p.A.

La quotazione è un processo lungo e articolato e per tale motivo è necessario un notevole impegno da parte delle imprese che intendono intraprendere tale percorso, in termini sia economici, sia di vincoli da dover rispettare. Si tratta, nei fatti, di un investimento a lungo termine che, al pari di qualsiasi investimento, richiede un'attenta valutazione dei benefici e delle opportunità, ma anche dei costi e degli obblighi a cui le società vanno incontro. In particolare, i costi di quotazione hanno un importo variabile influenzato da una molteplicità di fattori, tra cui:

- la dimensione dell'offerta,
- la complessità dell'organizzazione aziendale,
- il settore d'appartenenza,
- la necessità di apportare delle riorganizzazioni interne alla società,
- la strategia prefissata e da attuare. Tali costi possono essere suddivisi in costi "iniziali" e in costi "ricorrenti".

I costi “iniziali” sono quelli che la società sostiene *una tantum* ossia durante il processo d’ammissione e di preparazione alla quotazione e possono essere così riepilogati:

- costi di consulenza legale, fiscale, finanziaria e di comunicazione, ossia le spese che l’emittente deve necessariamente sostenere per remunerare tutti gli specialisti e professionisti che l’affiancano nel processo di quotazione;
- costi di collocamento sostenuti per la remunerazione dello sponsor, del consorzio di collocamento, del *global coordinator* e di tutti gli altri soggetti coinvolti nella fase di collocamento e nella vendita delle azioni della società quotanda;
- costi di adeguamento della struttura organizzativa e del sistema di controllo per adeguarli ai requisiti richiesti nel regolamento emittenti di Borsa Italiana;
- costi di marketing correlati alla comunicazione finanziaria pre-collocamento e la pubblicità istituzionale. Tali costi vengono sostenuti per sponsorizzare l’operazione e attrarre, così, i potenziali investitori;
- altri costi, come quelli relativi a Borsa Italiana e CONSOB.

I costi “ricorrenti” sono, invece, quelli che la società sostiene periodicamente per mantenere il proprio *status* d’impresa quotata e sono riconducibili a:

- costi aggiuntivi dati dalla nuova organizzazione societaria, nuove figure professionali;
- compensi e contributi annuali spettanti a Borsa Italiana, CONSOB e Monte Titoli;
- costo di redazione dei bilanci trimestrali, semestrali e resoconti intermedi di gestione;
- costo derivante dall’impegno temporale del *management*, il quale si deve interfacciare con i mercati riferendo del proprio operato e delle strategie della società.

Sono altresì rilevanti i costi opportunità sopportati dalla società. Quello più significativo è definito *underpricing*, ossia il costo derivante dalla possibile sottostima del valore dei titoli in sede di collocamento rispetto all’effettivo prezzo di mercato. In sostanza l’*underpricing* si verifica ogniqualvolta che, nei giorni immediatamente successivi alla quotazione, il prezzo di negoziazione dei titoli risulti essere significativamente più elevato rispetto al prezzo di collocamento. È un costo opportunità che, in termini monetari, indica l’ammontare di risorse finanziarie non raccolte in sede di collocamento proprio a causa della sottovalutazione del prezzo di offerta delle azioni emesse (il c.d. *money left on the table*).

L'*underpricing* non è il solo costo opportunità che una società quotanda si trova a dover sostenere. Tra gli altri si ricordano:

- i costi derivanti dalla divulgazione obbligatoria di informazioni strategiche, che prima della quotazione erano private, in quanto può essere leso il vantaggio competitivo dell'impresa nei confronti dei concorrenti proprio a causa della pubblicità di informazioni ritenute strategiche;
- i costi derivanti dalla maggiore attenzione riservata alla società e, in particolar modo, all'operato del *management* da parte di diversi soggetti esterni, quali la stampa, gli organi politici e l'amministrazione tributaria;
- costi di "*status* quotata", tale *status* può aggravare la pressione lavorativa sul *management* e sui dipendenti i quali hanno assunto maggiori responsabilità con la quotazione della società.

Il ricorso da parte delle imprese al segmento AIM della Borsa Italiana comporta significative differenze rispetto all'accesso ai mercati principali. Tali differenze sono, in sintesi, riepilogate nella seguente tabella (Tabella 3.13).

Tabella 3.13. – *Confronto delle principali caratteristiche AIM Italia e MTA*

|                                                     | <i>AIM Italia – MAC</i>                   | <i>MTA</i>                          | <i>MTA – Segmento STAR</i>                     |
|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------|
| <i>Requisiti di ammissione</i>                      |                                           |                                     |                                                |
| <i>Flottante minimo di ingresso</i>                 | 10%                                       | 25%                                 | 35%                                            |
| <i>N. minimo di anni di esistenza della società</i> | No                                        | 3                                   | 3                                              |
| <i>Dimensione minima</i>                            | No                                        | Capitalizzazione min € 40 mln       | Capitalizzazione min € 40 mln-max € 1.000 mln  |
| <i>Requisiti minimi organi sociali</i>              | No                                        | Raccomandati                        | Obbligatori                                    |
|                                                     | (CdA comunque adeguato a società quotata) | (Codice di Autodisciplina)          | (Il regolamento stabilisce le caratteristiche) |
| <i>Nomina Advisor</i>                               | NomAd (in via continuativa)               | Sponsor (1 anno)                    | Sponsor (1 anno)                               |
| <i>Documento per offerta/quotazione</i>             | Documento di ammissione                   | Prospetto Informativo               | Prospetto Informativo                          |
| <i>Bilanci certificati</i>                          | 1                                         | 3                                   | 3                                              |
|                                                     | (Italian GAAP o IAS/IFRS)                 | (di cui almeno ultimi due IAS/IFRS) | (di cui almeno ultimi due IAS/IFRS)            |

*Segue*

|                                                | <i>AIM Italia – MAC</i>                                                                   | <i>MTA</i>                                                                          | <i>MTA – Segmento STAR</i>                                                          |
|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Sistemi di controllo gestione</i>           | No                                                                                        | Doc. descrizione + adeguatezza                                                      | Doc. descrizione + adeguatezza                                                      |
|                                                | (necessario per <i>due diligence</i> )                                                    | dich. da Sponsor/Consulente                                                         | dich. da Sponsor/Consulente                                                         |
| <i>(Business Plan e QMAT)</i>                  | (il <i>business plan</i> è tuttavia necessario per valutazione/<br><i>due diligence</i> ) | (comfort su <i>business plan</i> società di revisione o altro soggetto qualificato) | (comfort su <i>business plan</i> società di revisione o altro soggetto qualificato) |
| <i>Processo di ammissione</i>                  |                                                                                           |                                                                                     |                                                                                     |
| <i>Istruttoria Autorità</i>                    | No istruttoria di Borsa Italiana                                                          | Istruttoria di Consob per autorizzazione alla pubblicazione prospetto informativo   | Istruttoria di Consob per autorizzazione alla pubblicazione prospetto informativo   |
|                                                | No istruttoria di Consob (salvo in presenza di offerta pubblica)                          | Istruttoria di Borsa Italiana per ammissione a quotazione                           | Istruttoria di Borsa Italiana per ammissione a quotazione                           |
| <i>Adempimenti post quotazione</i>             |                                                                                           |                                                                                     |                                                                                     |
| <i>Resoconti trimestrali</i>                   | No                                                                                        | Sì                                                                                  | Sì                                                                                  |
| <i>Specialista</i>                             | Obbligatorio                                                                              | No (opportunità)                                                                    | Obbligatorio                                                                        |
| <i>Obblighi di informativa al mercato</i>      | Sì                                                                                        | Sì                                                                                  | Sì                                                                                  |
| <i>Investor relation manager</i>               | No                                                                                        | Raccomandato                                                                        | Obbligatorio                                                                        |
| <i>Sito internet</i>                           | Obbligatorio                                                                              | Raccomandato                                                                        | Obbligatorio                                                                        |
| <i>Informazioni contabili anche in inglese</i> | Facoltativo                                                                               | Raccomandato                                                                        | Obbligatorio                                                                        |

Fonte: adattamento da P. Daviddi, D. De Lieto Vollaro, A. Fratus (2013), *AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale – principali caratteristiche e aspetti regolamentari*, cit.<sup>81</sup>.

<sup>81</sup> La pubblicazione è consultabile nel sito internet di seguito illustrato: [http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/75121/aim-italiamercato-alternativo-del-capitale-principali-caratteristiche-e-aspetti-regolamentari#pg\\_hdr](http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/75121/aim-italiamercato-alternativo-del-capitale-principali-caratteristiche-e-aspetti-regolamentari#pg_hdr).

Le differenze esposte nella tabella evidenziano, per quanto riguarda il segmento AIM, un'elevata semplificazione delle procedure nelle fasi di ammissione e di post-quotazione rispetto ai segmenti MTA e MTA Star. In particolare si evidenzia come l'AIM preveda dei requisiti di accesso e di permanenza sul mercato meno stringenti rispetto agli altri mercati. Tali semplificazioni sono finalizzate a favorire e rendere più agevole il processo di quotazione delle PMI.

Tali semplificazioni riguardano principalmente:

- il flottante <sup>82</sup> minimo per accedere al mercato AIM, pari al 10%, risulta essere nettamente inferiore alla percentuale richiesta per i segmenti MTA e MTA Star, rispettivamente 25% e 35%;
- l'assenza di un numero minimo di anni d'esistenza della società. Tale semplificazione consente anche alle imprese in fase di *start-up* di procedere con la quotazione, cosa che non è resa possibile sui segmenti MTA e MTA Star;
- l'assenza di una capitalizzazione minima, la quale risulta essere pari a 40 milioni di euro per i segmenti tradizionali;
- nessun vincolo in materia di composizione del consiglio d'amministrazione e degli altri organi sociali. Al riguardo è tuttavia consigliabile alle imprese di dotarsi, se non già presente, di amministratori adeguati a una società quotata;
- la presenza obbligatoria del NomAd (di cui al paragrafo 3.3.3. Gli attori coinvolti nella quotazione), il quale ricopre un ruolo di coordinatore e di supervisore. Sui segmenti MTA e MTA Star è richiesta, invece, la nomina di uno sponsor con la durata di un anno;
- la redazione di un documento di ammissione per l'offerta e la quotazione sul mercato più semplificato rispetto al prospetto informativo richiesto alle società che intendono quotarsi sul Mercato principale la possibilità di redigere i bilanci secondo i principi contabili nazionali, oltre che la non necessaria pubblicazione di resoconti trimestrali, i quali sono invece obbligatori per la quotazione sul mercato principale;
- la non necessaria presenza all'interno dell'azienda di un sistema di controllo di gestione;
- la non necessaria predisposizione di un *business plan* (o in alternativa di un QMAT <sup>83</sup>). Nel caso di quotazione sui segmenti standard invece è richiesta la redazione di un Piano economico-finanziario da parte di una società di re-

---

<sup>82</sup> Indica la percentuale di capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario.

<sup>83</sup> Il QMAT (*Quotation Management Admission Test*) è un documento che può essere redatto dalle società che presentano domanda di ammissione a quotazione sul mercato MTA.

visione o da un altro soggetto qualificato. È da sottolineare come la redazione di un *business plan* possa essere utile anche per le PMI in fase valutativa e di *due diligence*;

- l'assenza dell'istruttoria da parte sia di Borsa Italiana che di CONSOB. Un'istruttoria finalizzata all'ammissione è, invece prevista in caso di quotazione sui segmenti MTA e MTA Star;
- obblighi di informativa meno stringenti in quanto, nonostante sia prevista per tutti e tre i segmenti, per l'AIM non è richiesta la presenza di un *investor relation manager*, obbligatoria, invece, sul segmento MTA Star e fortemente raccomandata sul tradizionale MTA. Non è obbligatorio, inoltre, produrre informativa in lingua inglese. Rimane, invece, la presenza obbligatoria del sito internet della società.

Agevolare la quotazione delle PMI mediante la creazione di un mercato a loro dedicato consente anche alle piccole e medie imprese di beneficiare di alcuni vantaggi che, altrimenti, risulterebbero difficilmente raggiungibili da parte di realtà aziendali poco affermate sui mercati finanziari. Tali vantaggi possono essere così sintetizzati:

- diversificazione delle fonti di finanziamento e riduzione della dipendenza dal sistema bancario. La possibilità di quotarsi sull'AIM, infatti, permette alle PMI di reperire risorse finanziarie diversificate rispetto alle tradizionali fonti di finanziamento;
- semplicità d'accesso e tempi brevi. Il processo d'ammissione e quotazione su AIM è semplificato rispetto al tradizionale mercato MTA e permette di ridurre tempi e costi;
- maggiore trasparenza dell'azienda e migliore visibilità da parte del mercato domestico e internazionale, con possibilità e semplicità di relazione con investitori professionali esteri, come ad esempio i fondi che già operano su AIM Londra gestita dalla *London Stock Exchange*.

Nelle pagine seguenti verrà analizzato il processo d'ammissione delle imprese al mercato AIM e gli attori coinvolti.

### 3.3.2. Il processo d'ammissione e quotazione in AIM Italia

La procedura di ammissione è gestita dalla Borsa Italiana. Si tratta di un processo complesso in quanto un'azienda deve generalmente affrontare un percorso di riorganizzazione e ristrutturazione delle proprie attività per rendersi attraente nei confronti del mercato e conformarsi ai normali standard graditi da mercati finanziari in tema di managerialità, struttura organizzativa, *corporate governance* e comunicazione economico-finanziaria.

In particolare, si sottolinea che gli investimenti necessari, i tempi di realizzazione e il processo di riorganizzazione, dipendono in prima battuta dalla situazione di partenza della società che intende quotarsi<sup>84</sup>. Dal punto di vista operativo il percorso di adeguamento alle attese del mercato potrebbe essere articolato nell'analisi preliminare della situazione di partenza dell'azienda e nella riorganizzazione.

In via preliminare è necessario che l'impresa svolga un'analisi strategica della quotazione al fine di individuare quali siano gli obiettivi che intende perseguire, quali i possibili limiti che potrebbero ostacolare il suo percorso e soppesarne la concreta fattibilità e convenienza in termini strategici, economici e finanziari. Tale analisi è volta anche all'individuazione di quelli che saranno gli interventi necessari al fine di rendere l'impresa idonea per la quotazione.

In particolare è opportuno che le società, per essere ritenute interessanti per il mercato finanziario, siano in possesso di determinate caratteristiche, quali, ad esempio, una storia aziendale di successo, un alto potenziale di crescita, l'appartenenza a un settore ritenuto attraente da parte del mercato, ecc. Tali attributi devono essere altresì comunicabili con una certa efficacia all'esterno.

Quest'attività di analisi ha inizio con un approfondito studio del *business* e del mercato in cui opera l'azienda per poi proseguire, con i necessari approfondimenti, sulle aree che solitamente nelle PMI sono ritenute critiche, ovvero amministrativa, finanziaria e controllo di gestione.

È opportuno suddividere l'azienda in aree strategiche d'affari in modo da comprendere quali siano stati i risultati raggiunti e se tali risultati siano in linea con gli obiettivi di crescita prefissati. In quest'ottica è necessario disporre di informazioni attendibili e tempestive riguardanti le varie aree strategiche definite.

L'obiettivo principale dell'analisi consiste nell'evidenziare le determinanti del *business* e del mercato che creano valore e redditività all'impresa, con particolare riferimento agli elementi distintivi rispetto ai competitor.

Uno degli elementi che maggiormente incide su un giudizio positivo da parte della comunità finanziaria è sicuramente costituito dal sistema di controllo e di gestione le cui finalità possono essere sintetizzate come segue:

- la capacità di fornire informazioni sui costi/ricavi e risultati parziali della gestione aziendale in relazione alle dimensioni rilevanti per comprendere l'economicità della gestione (costi di prodotto, reparto, stabilimento; ricavi e margini per prodotto, cliente, area geografica, ecc.);
- la creazione di un sistema di budget che sia in grado, in fase preventiva, di

---

<sup>84</sup> C. Arlotta, F. Bertolotti, A. Boccia, E.C. Negozio, C. Pesaro, G. Venturini, *Elite ed AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere le PMI italiane*, cit., p. 39.

- allocare nel modo più efficace possibile le risorse a disposizione, e in fase consuntiva di verificare il raggiungimento o meno degli obiettivi stabiliti;
- l'implementazione di un sistema di *reporting* che permetta di mettere a confronto i dati previsionali di budget con quelli consuntivi dei principali indicatori delle aree strategiche d'affari di riferimento;
  - l'elaborazione di un piano industriale che sia contemporaneamente coerente (congruità con la visione e la strategia aziendale), affidabile (veridicità dei dati sia storici sia prospettici) e sostenibile (adeguatezza delle risorse impiegate per raggiungere gli obiettivi prefissati).

Spesso nelle PMI la maggiore criticità sta nel fatto di utilizzare sistemi poco integrati e con forte presenza di elaborazioni manuali e tale criticità deve essere valutata al fine di non pregiudicare la coerenza complessiva delle fonti utilizzate e la confrontabilità delle informazioni nel tempo.

Inoltre accade non di rado che nelle PMI si riscontrino sovrapposizioni di ruoli tra socio, amministratore e imprenditore. Da un lato è importante che il ruolo dell'imprenditore venga valorizzato, dall'altro occorre evitare che si presenti al mercato un'impresa che risulti troppo concentrata nelle mani di un'unica persona. Per porre rimedio a tale rischio può esserci la necessità di promuovere processi di managerializzazione e/o di inserire nel *board* consiglieri indipendenti che tutelino gli interessi di tutti gli azionisti. È in genere molto gradita la creazione di commissioni/comitati interni finalizzati a diffondere nell'impresa le *best practices* su questioni diffuse tra le società quotate nei mercati principali.

Una volta sviluppata la fase di analisi, vengono individuati gli interventi e/o i correttivi da apportare.

Le azioni principali da adottare sono in genere la definizione di un piano industriale di crescita sostenibile, la razionalizzazione dell'attività operativa e dell'eventuale gruppo societario, la ridefinizione degli organi sociali, la riorganizzazione della funzione amministrativa, l'orientamento ai dati finanziari prospettici.

Il piano industriale deve essere in grado di illustrare le strategie aziendali che apporteranno e creeranno valore, analizzando il core *business* della società corredato dall'analisi sui clienti e sui fornitori, i relativi mercati e i principali canali distributivi. Il piano deve, inoltre, definire la quota di mercato della società, il suo potenziale competitivo anche attraverso l'analisi dei suoi concorrenti. Per la sua creazione è opportuno altresì effettuare l'analisi dei punti di forza, di debolezza, le opportunità e le minacce tipiche dell'azienda che s'intende quotare.

La società quotanda deve inoltre valutare la composizione del consiglio d'amministrazione ed eventualmente pianificare l'ingresso di amministratori anche al di fuori dell'ambito familiare, tratto tipico soprattutto delle PMI italiane. Particolare attenzione va posta anche alla nomina del collegio sindacale, il quale, con

l'obiettivo di quotarsi su un mercato finanziario, deve essere composto da professionisti indipendenti dall'assetto societario.

Altra importante riorganizzazione da attuare, nell'ottica di ricorso al mercato AIM, è la riorganizzazione della funzione amministrativa e finanziaria, la quale deve essere costituita da un CFO in grado di coordinare e gestire una serie d'attività quali quelle di *reporting* interno ed esterno, tesoreria, controllo di gestione oltre alle tradizionali amministrative delle PMI. La struttura amministrativa deve inoltre essere pronta a gestire un eventuale passaggio ai principi contabili IAS-IFRS.

Da ultimo un cambiamento culturale rilevante in grado di aumentare il livello di gradimento dell'impresa da parte degli investitori è rappresentato dalla capacità di utilizzare le previsioni economico-finanziarie come strumento di gestione attraverso un sistematico confronto obiettivi-risultati e l'avvio tempestivo di azioni correttive nel caso di rilevanti scostamenti.

L'ammissione alla quotazione presuppone, altresì, una serie di adempimenti formali, tra i quali è possibile ricordare:

- il processo deliberativo – e costitutivo in alcuni casi – degli organi collegiali (CdA, comitati, organismi di vigilanza ai sensi del D.Lgs. n. 231/2001) e dell'assemblea ordinaria e/o straordinaria relativamente alle operazioni societarie straordinarie stabilite (es. fusioni, cessioni, scissioni, modifica regione sociale);
- l'approvazione delle eventuali modifiche alla *corporate governance*;
- l'approvazione del piano industriale e del relativo fabbisogno finanziario;
- la definizione del processo di quotazione e la relativa tempistica degli adempimenti richiesti;
- la gestione del contatto con Borsa Italiana;
- la nomina del *nominated adviser* (NomAd).

L'accesso da parte delle PMI al mercato AIM presuppone che l'impresa abbia sviluppato una serie di verifiche su alcuni punti rilevanti. Le attività di *due diligence* previste dal regolamento emittenti<sup>85</sup> sono di seguito, sinteticamente, indicate:

- *due diligence* finanziaria: è finalizzata a individuare aspetti riguardanti: la struttura finanziaria dell'emittente (inclusa la composizione della posizione finanziaria netta), la verifica del capitale circolante netto e ogni aspetto riguardante i debiti scaduti di natura commerciale, finanziaria, tributaria e previdenziale;

---

<sup>85</sup> Il regolamento emittenti definisce le regole e le responsabilità per gli emittenti AIM Italia.

- *due diligence* fiscale: essa deve includere la verifica della documentazione relativa all’ultimo esercizio definito ai fini delle imposte dirette e indirette, la valutazione del contenzioso fiscale in essere, gli eventuali avvisi di accertamento notificati e le verifiche fiscali in corso, le perdite riportate a nuovo a fini fiscali, le politiche di *transfer pricing*, nonché le esenzioni/riduzioni/agevolazioni d’imposta di cui l’emittente abbia goduto nell’ultimo triennio;
- *due diligence* legale: essa deve far riferimento ai documenti societari prodotti nell’ultimo anno (verbali del consiglio di amministrazione, assemblea ordinaria e straordinaria, collegio sindacale, altri eventuali comitati interni), le autorizzazioni e i rapporti con le autorità; la verifica del contesto regolamentare; i documenti relativi a operazioni straordinarie (es. fusioni e acquisizioni) degli ultimi tre anni; i contratti rilevanti in essere, il contenzioso in corso, i procedimenti pendenti o minacciati, i beni materiali e immateriali (inclusi gli immobili), la proprietà intellettuale, i marchi e brevetti, i dipendenti e il rapporto di lavoro e la *privacy*, le assicurazioni, le questioni ambientali e sicurezza, le operazioni con parti correlate;
- *business due-diligence*: tale fase ha come obiettivo l’analisi dell’emittente e del proprio gruppo, al fine di valutare il mercato di riferimento, il posizionamento competitivo e la strategia, nonché il *business model*;
- *due-diligence commerciale*, specialistica e/o tecnica: si attua solo qualora ritenuta necessaria.

Con riferimento alla tempistica, è possibile schematizzare un “calendario” delle attività necessarie alla quotazione. Una volta individuato il NomAd e il team di consulenti, avviata la *due diligence*, costruita l’*equity story* e la strategia di *investor relations*, nel tempo intercorrente tra la dodicesima e la sesta settimana antecedente la quotazione si procede a verificare le aree problematiche emerse dalla *due diligence*, a predisporre una prima bozza del documento di ammissione, a condividere le prime ipotesi di valutazione e presentare l’azienda agli analisti.

Tra la sesta e prima settimana antecedente la quotazione, occorre completare la *due diligence* e la relativa documentazione e organizzare il *roadshow*<sup>86</sup>. La società che intende quotarsi all’AIM Italia deve presentare, entro dieci giorni di

---

<sup>86</sup> Il *roadshow*, coordinato dal *global coordinator*, rappresenta un’attività di marketing finalizzata alla promozione del titolo nelle piazze finanziarie locali o internazionali (Londra, Parigi e Francoforte) attraverso la presentazione delle caratteristiche aziendali (principali grandezze economico-finanziarie, progetti di crescita, caratteristiche strutturali dell’offerta e gli attori partecipanti all’operazione di quotazione) ai potenziali investitori e analisti finanziari. Tale attività può avvenire anche nell’ambito di incontri *one-to-one*, ossia con singoli operatori di rilievo interessati ad un investimento stabile nella società.

mercato aperto prima della data prevista di quotazione, la comunicazione di pre-ammissione che, seguendo quanto disposto dalla scheda “Uno” del regolamento emittenti, deve contenere i dati principali della società emittente. Successivamente a tale data, e non oltre i tre giorni antecedenti la data prevista della quotazione, la società quotanda deve inviare alla Borsa Italiana il documento di ammissione, documento che include una serie di informazioni equivalenti a quelle contenute nel prospetto informativo. Le informazioni che obbligatoriamente devono essere contenute nel documento di ammissione sono identificate con precisione dal regolamento emittenti del mercato AIM Italia di Borsa Italiana. Successivamente, avviene la pubblicazione dei documenti di ammissione e collocamento dell’offerta. Nella tabella che segue è illustrata la tempistica relativa al processo di quotazione sull’AIM Italia (Tabella 3.14).

Tabella 3.14. – *Calendario delle attività necessarie alla quotazione*

| <i>Attività preparatoria</i>                                                                                                                                                                                      | <i>12 settimane</i>                                                                                                                                                                                                                                                             | <i>6 settimane</i>                                                                                                                                                                                      | <i>1 settimana</i>                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>– Selezionare il Nom-Ad e il team di consulenti;</li> <li>– attivare la due diligence;</li> <li>– costruire l’equity story e la strategia di investor relation.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Verificare le aree problematiche emerse dalla due diligence;</li> <li>– predisporre la bozza del documento di ammissione;</li> <li>– condividere le proprie ipotesi di valutazione;</li> <li>– presentazione agli analisti.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Completare la due diligence e la documentazione;</li> <li>– roadshow per gli investitori;</li> <li>– comunicazione di pre-ammissione (10 gg prima).</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Completamento della domanda, pubblicazione dei documenti di ammissione e collocamento dell’offerta (3 gg prima);</li> <li>– definizione del prezzo e allocazione dell’offerta.</li> </ul> |

Fonte: elaborazione personale.

Al fine di rispettare la trasparenza nei confronti del mercato, l’emittente è tenuto a produrre le seguenti informative:

- informativa *price sensitive*: l’emittente è tenuto a comunicare senza indugio le informazioni privilegiate secondo la definizione e le modalità indicate nel Regolamento Emittenti;
- informativa sulle operazioni societarie: l’emittente deve comunicare le informazioni riguardanti determinate tipologie di operazioni rilevanti poste in essere dall’emittente, ovvero le operazioni significative<sup>87</sup>, le operazioni con

<sup>87</sup> Il Regolamento Emittenti definisce operazione significativa come «un’operazione in cui

- parti correlate, *reverse take-over*<sup>88</sup>, operazioni che determinano un cambiamento sostanziale dell'attività<sup>89</sup>;
- informativa generale: il Regolamento Emittenti prevede ulteriori obblighi informativi a carattere continuativo in capo all'emittente riguardanti le operazioni sugli strumenti finanziari dell'emittenti posti in essere dagli amministratori; cambiamenti sostanziali dei risultati della propria attività o della situazione finanziaria; informazioni su azioni proprie eventualmente detenute; rinuncia, revoca o attribuzione dell'incarico al NomAd o allo specialista; cambiamenti sostanziali nell'azionariato dell'emittente; rilascio da parte della società di revisione di un giudizio con rilievi, di un giudizio negativo, ovvero della dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio sulle rendicontazioni contabili periodiche;
  - informativa finanziaria: l'emittente AIM Italia deve procedere alla pubblicazione delle relazioni semestrali e dei bilanci annuali, presentati e redatti in conformità ai principi contabili nazionali (*local gaap*) o internazionali IAS/IFRS;
  - *black out period*: l'emittente AIM Italia, salvo alcune eccezioni, deve assicurarsi che gli amministratori e i dipendenti rilevanti non effettuino operazioni su strumenti finanziari dell'emittente durante i *close period*, come definiti dal Regolamento Emittenti. Durante i suddetti periodi non può essere effettuato dall'emittente l'acquisto o il rimborso anticipato degli strumenti finanziari detenuti o la vendita di strumenti finanziari detenuti come azioni proprie.

Per procedere all'adempimento di tali obblighi di trasparenza nei confronti del mercato, l'emittente è tenuto ad affidare l'incarico a un SDIR (Servizio per la Diffusione Informativa Regolamentata) affinché provveda a effettuare le comunicazioni al mercato previste dal Regolamento Emittenti, a Borsa Italiana e, in determinate ipotesi, a CONSOB.

---

almeno uno degli indici di rilevanza risulti superiore al 25%. Sono incluse le operazioni poste in essere da una società controllata dall'emittente AIM Italia».

<sup>88</sup> Dal Regolamento Emittenti «per *reverse take-over* si intendono una o più acquisizioni nell'arco di 12 mesi che per l'emittente AIM Italia risultino superiori al 100% in uno qualunque degli indici di rilevanza o determinino un cambiamento sostanziale nel *business* dell'emittente, nel consiglio di amministrazione o un cambiamento nel controllo, oppure, nel caso di una società d'investimento, si discostino significativamente dalla politica di investimento».

<sup>89</sup> Per operazioni che determinano un cambiamento sostanziale dell'attività il Regolamento Emittente intende «qualunque cessione effettuata dell'emittente AIM Italia che, singolarmente considerata o aggregata con una o più altre cessioni concluse nei precedenti dodici mesi, superi il 75% di uno qualunque degli indici di rilevanza».

Infine, ma non meno importanti, sono da valutare i costi dell'intera operazione d'ammissione e di quotazione sul mercato AIM. È possibile suddividere i cosiddetti "costi di quotazione" in costi variabili, principalmente dovuti al costo del collocamento dei titoli che viene calcolato in percentuale sul capitale raccolto (percentuale che solitamente varia dal 3 al 6% del capitale raccolto), e costi fissi in gran parte relativi all'adeguamento della struttura societaria al nuovo *status* di società quotata e alla revisione dei bilanci.

Secondo un'analisi effettuata dall'IR Top<sup>90</sup>, il valore medio delle spese sostenute per il processo d'ammissione e di quotazione su AIM Italia è stato pari a 700.000 euro, con un valore massimo di 2 milioni di euro. Le principali voci che incidono sul totale dei costi sono le spese relative al NomAd (43%), consulente legale (18%), *advisor* finanziario (17%) e società di revisione (7%).

### 3.3.3. *Gli attori coinvolti nella quotazione*

La complessità dell'operazione di quotazione descritta fa sì che siano necessarie diverse competenze gestionali, progettuali e reputazionali tali per cui risulta basilare che il *management*, nelle diverse fasi, venga affiancato da vari consulenti e specialisti con ruoli specifici. In particolare, le diverse controparti coinvolte nell'operazione sono:

- il NomAd;
- lo *specialist*;
- la società di revisione;
- la società di comunicazione;
- il *broker* o *global coordinator*;
- l'*advisor* finanziario;
- i consulenti legali<sup>91</sup>.

In particolare, in un contesto quale l'AIM, il NomAd risulta essere una figura centrale. Per tale motivo la sua presenza è obbligatoria, sia durante la quotazione sia in seguito all'ammissione a negoziazione.

Tale figura può essere sia di origine bancaria sia una società di consulenza (banca d'affari, SIM, società di consulenza specializzata). Il NomAd costituisce

---

<sup>90</sup> L'analisi è stata effettuata dall'Ufficio Studi e Ricerche IR Top nel 2014 su un campione di 51 società quotate AIM Italia con una capitalizzazione complessiva di 1,8 miliardi di euro.

<sup>91</sup> Le prime tre figure (NomAd, *specialist* e la società di revisione) sono obbligatoriamente previste dal regolamento emittenti AIM predisposto da Borsa Italiana. Le restanti figure in elenco non sono obbligatorie ma, soprattutto con riferimento alle PMI, è consigliabile prevederle per un adeguato supporto all'intero processo di quotazione e in fase di post-quotazione.

il punto di incontro tra Borsa Italiana e società emittente. Per Borsa Italiana tale soggetto ricopre un ruolo di coordinatore, di supervisore e di contatto con le società quotate; per le emittenti si occupa di gestire dell'intero processo di quotazione e di fornire assistenza all'impresa per tutto il periodo di permanenza sul mercato.

Per poter assumere la qualifica di NomAd, il soggetto deve possedere le seguenti caratteristiche<sup>92</sup>:

- essere una società di capitali con esperienza almeno biennale nell'attività di *corporate finance*;
- godere di elevata reputazione e professionalità sul mercato;
- avere il bilancio revisionato da parte di una società di revisione;
- essersi dotato di una struttura organizzativa adeguata;
- avere all'interno del proprio organico dei *manager* dotati di elevata esperienza in operazioni di *corporate finance* (i c.d. *key executive*<sup>93</sup>), in grado di supportare l'emittente. Tali soggetti devono possedere un'approfondita conoscenza dei temi di regolamentazione del mercato e dei necessari approfondimenti legali;
- aver definito all'interno della propria struttura organizzativa adeguati controlli e procedure, in linea con un "manuale di *compliance*" da formalizzare a cura del NomAd in materia di *corporate finance*;
- sottoporsi con esiti positivi a verifiche periodiche da parte di Borsa Italiana, la quale valuta se il NomAd possiede la necessaria reputazione e integrità professionale per svolgere il ruolo di "garante della quotazione" presso il mercato AIM Italia.

Il possesso di tali requisiti è il presupposto essenziale per poter svolgere la funzione di NomAd. Borsa Italiana ha l'autorità di procedere con la cancellazione dal registro nel caso di mancanza o perdita degli stessi in capo al NomAd.

Il NomAd è una figura essenziale sul mercato AIM in quanto ricopre il ruolo di garante della quotazione e rappresenta un punto di riferimento per la Borsa Italiana, gli investitori e le stesse imprese emittenti.

Tra i principali compiti che il NomAd è chiamato a svolgere si segnalano i seguenti:

- valutare l'appropriatezza della società ai fini della quotazione attraverso un'operazione di *due diligence*;

---

<sup>92</sup> I requisiti di cui i NomAd devono essere in possesso sono illustrati dal Regolamento AIM Italia, *Nominated Advisor*, cit., p. 5.

<sup>93</sup> I *key executive* sono dipendenti *senior* a tempo pieno del *Nominated Adviser* o di un richiedente.

- gestire l'intero processo, coordinare il team di consulenti e fornire assistenza all'impresa per tutto il periodo di permanenza sul mercato onde garantire trasparenza informativa e il rispetto delle regole derivanti dallo *status* di impresa quotata e di quanto previsto nei Regolamenti AIM Italia.

In particolare, dall'operazione di *due diligence* svolta potrebbero emergere alcuni elementi di criticità, che dovranno essere descritti nel documento d'ammissione in modo tale che gli investitori siano opportunamente informati dei possibili rischi che potrebbero derivare dall'investimento in azioni della società quotanda. I principali rischi da analizzare sono quelli connessi all'attività dell'emittente (controllo di gestione inadeguato; elevata dipendenza da fornitori, clienti ed enti finanziatori; azienda in fase di *start-up*; attività svolta in settori non etici; ecc.), connessi alla struttura economico-finanziaria (debiti/crediti scaduti; elevato indebitamento; contenziosi rilevanti), connessi alla non conformità del documento d'ammissione e connessi all'insufficienza del flottante.

Oltre a tracciare i fattori di rischio dell'emittente, il NomAd stabilisce inoltre gli strumenti e i presidi necessari per ridurre l'eventuale effetto negativo, qualora si concretizzassero i rischi individuati.

Il NomAd è, inoltre, obbligato a dimostrare a Borsa Italiana l'indipendenza nei confronti dell'emittente, nonché l'assenza di qualsiasi situazione di conflitto d'interessi dei principali esponenti. Per far sì che tali obblighi siano rispettati il NomAd deve necessariamente rispettare le seguenti condizioni:

- il NomAd non può essere contemporaneamente revisore e NomAd per la stessa società;
- nessun partner, amministratore, dipendente di un NomAd (o soggetto a questi collegato) può ricoprire la posizione di amministratore, essere un azionista rilevante<sup>94</sup>, essere un azionista con partecipazioni significative<sup>95</sup> o operare su strumenti finanziari di un emittente AIM Italia per il quale opera come NomAd.

In molti casi la profondità d'analisi effettuata attraverso la *due diligence* richiesta dal NomAd viene ritenuta onerosa dall'emittente sia in termini di tempo sia soprattutto in termini di risorse finanziarie, con la conseguenza che è

---

<sup>94</sup> Come descritto dal Regolamento Emittenti per azionista rilevante si intende «il soggetto che detiene il 10% o più di una qualsiasi categoria di strumento finanziario AIM Italia (escluse le azioni proprie) o il 10% o più dei diritti di voto (escluse le azioni proprie) dell'emittente AIM Italia».

<sup>95</sup> Come descritto dal Regolamento Emittenti, per azionista significativo si intende «un'azionista al 3% o più in una categoria di strumenti finanziari AIM Italia (escluse le azioni proprie) ai sensi del regime per le partecipazioni rilevanti nel Testo Unico della Finanza».

assai difficile parametrare i compensi dovuti al NomAd rispetto alle analisi effettuate. Si crea quindi una sorta di “negoziiazione” tra NomAd ed emittente che spesso sfocia nella mancata percezione da parte della società del fatto che l’attività di *due diligence* condotta dal NomAd è svolta a tutela e a garanzia della società stessa, dei suoi amministratori e azionisti. Infatti l’attività del NomAd è interamente finalizzata a garantire al mercato la “bontà” della qualità dell’emittente.

*Lo specialist* è il soggetto previsto obbligatoriamente solo per i segmenti STAR e AIM-Italia. È l’intermediario finanziario che ha la funzione di sostenere la liquidità delle azioni di nuova quotazione, svolgendo attività di *market-making*, alimentando proposte di domanda e offerta di titoli, in modo tale da garantire un efficiente meccanismo di formazione dei prezzi e agevolare la compravendita degli investitori istituzionali.

È bene sottolineare che il ruolo di specialista può essere ricoperto sia dallo sponsor, sia dal *broker* che dal *NomAd* qualora tali soggetti dispongano dei requisiti per farlo. *Lo specialist* potrebbe svolgere un’ulteriore attività, ritenuta non obbligatoria da Regolamento, riguardante la pubblicazione periodica di studi e ricerche sulla società quotata da rendere disponibili ai potenziali investitori, al fine di comunicare l’andamento storico della quotazione del titolo e le strategie future dell’emittente.

Il revisore o la società di revisione da utilizzare nel processo di autorizzazione deve essere iscritto nell’Albo Speciale CONSOB di cui all’art. 161 del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF). La società di revisione svolge l’attività obbligatoria di emissione del giudizio professionale di attendibilità sostanziale sul bilancio dell’ultimo esercizio. La revisione può riguardare anche l’attendibilità del *business plan* e di altri documenti che attestano la solvibilità dell’azienda quotanda. Quest’ultima attività non è prevista obbligatoriamente dal Regolamento Emittenti di Borsa Italiana, ma sta a discrezione della società quotanda valutare se sia necessario procedere con quest’ulteriore giudizio che fornisce una maggiore affidabilità dei dati esposti nei confronti degli investitori.

L’output finale delle attività messe in atto dalla società di revisione include principalmente:

- *long form report*: rapporto di due *diligence* sull’emittente;
- *working capital report*: valutazione della solvibilità dell’emittente;
- revisione delle *financial reporting procedures*: verifica delle procedure di reportistica;
- *accountant’s report*: rapporto sulle informazioni storiche.

Il revisore non deve possedere conflitti nell’esito del processo di quotazione

ed è perciò in grado di esprimere un giudizio imparziale su diversi aspetti della società emittente.

La società di comunicazione, invece, che svolge un ruolo fondamentale nella fase di marketing dell'offerta in quanto deve curare le relazioni con i media, oltre che ad avere il compito di valorizzare nel miglior modo possibile, l'operazione di quotazione e l'immagine aziendale. Si occupa, inoltre, della gestione dei rapporti tra gli investitori, la comunità finanziaria e la società quotanda diffondendo le informazioni sul mercato e raccogliendo eventuali richieste conoscitive al fine di soddisfarle. Dato che il mercato dell'AIM Italia è rivolto alle piccole e medie imprese, le quali spesso non sono conosciute dagli operatori, la società di comunicazione può apportare un contributo rilevante in tal senso. Il ruolo della società di comunicazione assume rilievo sia in fase di pre-quotazione che di post quotazione in quanto persegue l'obiettivo di massimizzare l'interesse per l'impresa in entrambe le fasi. Infatti, dopo il periodo iniziale l'interesse degli investitori tende ad affievolirsi e proprio in questo momento l'azienda deve credere e investire nella comunicazione in modo trasparente per alimentarne l'interesse.

In particolare, nella fase di pre-quotazione, la funzione della società di comunicazione si concentra sullo studio e sull'implementazione di un progetto che miri a costruire un'*equity story* da diffondere poi sul mercato, con l'obiettivo di illustrare le principali ragioni che rendono interessante l'investimento nel capitale della società quotanda e attirare così l'interesse dei potenziali investitori. Questi obiettivi possono essere raggiunti tramite un mix di attività e strumenti quali, ad esempio, possono essere, di cui i principali sono:

- le relazioni con i media, costituite principalmente da interviste al *top management*, incontri di accreditamento, servizi giornalistici, comunicati stampa, conferenze stampa, *press tour*;
- organizzazione di *roadshow*, ossia di eventi, e presentazioni in diverse piazze finanziarie al fine di agevolare l'incontro tra il *management* della società, i potenziali investitori ed analisti per consentire anche un confronto diretto tra gli stessi;
- realizzazione di una serie di strumenti d'informazione aziendale, quali sito web, *brochure*, bilancio, presentazioni e pubblicazioni, video, ecc.

Nella fase post quotazione, invece, la società di comunicazione, deve essere in grado di trasmettere al mercato una corretta percezione dell'andamento economico, finanziario e patrimoniale dell'azienda. Deve altresì mantenere costante il flusso di informazioni verso tutti i *target*, sostenere e sviluppare l'interesse degli investitori istituzionali e privati e assolvere agli obblighi di comunicazione convertendoli possibilmente in opportunità.

Il *broker* o *global coordinator*, invece, è una figura chiave dell'intero processo in quanto assiste e collabora con la società già nelle fasi preliminari del percorso che conduce alla quotazione. Tale ruolo può essere ricoperto sia da banche di investimento, italiane od estere, sia da qualsiasi intermediario iscritto ai sensi dell'art 107 TUB<sup>96</sup>. La principale funzione del *broker* (o *global coordinator*) riguarda l'organizzazione e la gestione del collocamento delle azioni oggetto di quotazione presso gli investitori istituzionali. Congiuntamente a tale attività, il *broker* svolge anche un'importante attività di promozione della società emittente nei confronti della comunità finanziaria. In sintesi, i compiti del *global coordinator* o *broker* sono i seguenti:

- redigere un'adeguata *equity story* della società quotanda, che enfatizzi i punti di forza e le prospettive di crescita in termini di attività e strategie conseguite nel passato;
- effettuare un'attività pre-marketing, che si concretizza nell'organizzazione di una serie di incontri per instaurare un dialogo con i potenziali investitori. Tale attività è finalizzata ad argomentare le motivazioni d'investimento e raccogliere, quindi, le prime manifestazioni di interesse in merito all'acquisto delle azioni oggetto di offerta. In tale fase viene definito anche il prezzo di offerta delle azioni oggetto di quotazione, in accordo con il NomAd, e l'eventuale *advisor finanziario*;
- attività connesse alla vendita materiale dei titoli.

Nella fase di quotazione, esso può essere incaricato a svolgere le seguenti attività:

- organizzare il *roadshow* – una volta selezionati i mercati/operatori che possono essere potenzialmente interessati alla società in corso di quotazione;
- gestire il *bookbuilding*, ossia la raccolta degli ordini degli investitori istituzionali;
- monitorare ed eventualmente stabilizzare l'andamento del titolo post IPO.

Per svolgere le seguenti attività il *broker* si avvale di alcuni documenti, mutuati dall'esperienza AIM inglese, tra i quali:

- *pathfinder document*: costituisce la prima versione pubblicata del documento di ammissione da illustrare ai potenziali investitori, nel quale solitamente non si fornisce un'indicazione del prezzo di collocamento, ma solo un prezzo indicativo da finalizzare poi al termine del processo di collocamento;

---

<sup>96</sup> Il TUB (Testo Unico Bancario) è stato emanato con il D.L. n. 385/1993 e rappresenta un corpo organico di disposizioni volte a coordinare e disciplinare l'attività delle banche e la vigilanza su di esse.

- *placing proof*: talvolta la società consente al *broker* di presentare ai potenziali investitori delle prove a sostegno dei documenti utilizzati. Questo documento viene redatto sia quando vi sono dubbi circa il successo del collocamento, sia quando si desidera conoscere l'ammontare del capitale potenzialmente ottenibile prima di finalizzare il documento di ammissione.

Concluse tali operazioni “preliminari”, il *broker* organizza il meeting finale, svolto il giorno prima dell'ammissione alle negoziazioni.

Il *global coordinator* opera nei confronti del mercato, assumendo la veste di garante della validità dell'operazione di quotazione.

L'*advisor* finanziario rappresenta il soggetto maggiormente coinvolto nel processo di quotazione dell'impresa sia nella fase di valutazione preliminare, sia in fasi successive. Soprattutto nella realtà economica italiana, dominata dalla presenza di piccole-medie imprese (che rappresentano il mercato di riferimento di AIM Italia), l'*advisor* finanziario è il primo soggetto nominato dal *management* affinché lo assista nell'individuazione dello sponsor e degli altri consulenti, nella realizzazione degli studi di fattibilità, del prospetto informativo o documento di ammissione, del *business plan* e di tutta la documentazione necessaria. In particolare, tale soggetto effettua una prima valutazione indipendente della società, la quale può rappresentare il punto di avvio per la definizione del valore dell'offerta dell'IPO, valore che sarà poi analizzato e verificato con il NomAd e il *global coordinator*.

I consulenti legali coinvolti in un'operazione di ammissione possono svolgere la loro attività sia per le società emittenti sia per gli altri attori coinvolti nel processo di quotazione, come il NomAd e il *broker*.

Le principali attività svolte dai consulenti legali sono le seguenti:

- assistere l'emittente nella definizione della struttura dell'offerta, della compagine societaria ottimale e sulle ristrutturazioni societarie eventualmente da effettuare;
- effettuare la *due diligence* legale, come richiesto dal NomAd;
- assistere la società nella definizione dei contratti con gli altri soggetti coinvolti nel processo di quotazione;
- esaminare il documento di ammissione e gli altri documenti necessari ai fini della quotazione.

### 3.4. Il *private equity*

Come evidenziato nel paragrafo precedente, la quotazione presso un mercato regolamentato, come l'AIM rappresenta un processo lungo e articolato e

per tale motivo è necessario un notevole impegno da parte delle imprese che intendono intraprendere tale percorso, in termini sia economici e culturali sia di vincoli da dover rispettare. Un vantaggio della quotazione è rappresentato, tuttavia, dalla possibilità di mantenere, in genere, la guida dell'azienda sia dal punto di vista manageriale sia dal punto di vista di controllo societario. Il cammino da intraprendere per giungere alla quotazione è, tuttavia, spesso articolato e attuabile in un orizzonte temporale non breve.

Per tale motivo, prima di affrontare il percorso di quotazione, può risultare utile confrontarsi e/o risolvere le esigenze di finanziamento rivolgendosi agli operatori di *private equity*, ossia i soggetti che in modo professionale svolgono l'attività d'investimento nel capitale di rischio delle imprese. Le operazioni di *private equity* sono definite come investimenti istituzionali in capitale di rischio, con l'obiettivo di realizzare nel medio-lungo termine un guadagno in conto capitale<sup>97</sup>. Tali operazioni sono realizzate da parte di intermediari specializzati e si configurano sotto forma di partecipazione al capitale azionario o sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili.

Le operazioni di *private equity* possono essere classificate in quattro macro categorie<sup>98</sup>, ossia:

- a) *earling stage financing*, ossia operazioni finalizzate a sostenere il primo stadio del ciclo finanziario che interessa un'impresa, ossia le primissime fasi di

---

<sup>97</sup> Il concetto di investimento istituzionale nel capitale di rischio ha assunto, in passato, connotati differenti fra Stati Uniti ed Europa. Negli Stati Uniti, questo concetto, definito della sua globalità "attività di *private equity*", è distinto, in funzione della tipologia di operatore che pone in essere il finanziamento, tra *venture capital* e *buy out*. Alla prima categoria corrispondono due tipologie specifiche di investimenti l'*early stage financing* e l'*expansion financing*. Al contrario, in Europa, il termine *venture capital* era in passato esclusivamente riferito alle operazioni finalizzate a sostenere la nascita di nuove imprese, mentre con il termine *private equity* si intendeva l'insieme delle operazioni poste in essere per sviluppare attività esistenti o risolvere problemi connessi con la proprietà di un'impresa, incluso il fenomeno del passaggio generazionale. Oggi, a seguito di un processo di standardizzazione metodologica, anche in Europa e in Italia si aderisce alla definizione utilizzata negli Stati Uniti. Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital – <http://www.aifi.it/mission/>.

<sup>98</sup> Per ulteriori approfondimenti, si veda utilmente: AA.VV. (2010), *Guida al M&A e private equity*, a cura di G. Giommi, Le Fonti, Milano; S. Caselli (2010), *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Academic Press, Burlington; D. Cumming (2010), *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, John Wiley & Sons, New Jersey; D. Cumming, D.S. Siegel, M. Wright (2007), "Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance", in *Journal of Corporate Finance*, 13; E. Ferran (2007), "Regulation of Private Equity Backed Leveraged Buyout Activity in Europe", in *ECGI Law Working Paper*, 84, maggio; P.A. Gompers, Y. Xuan (2006), "The Role of Venture Capitalists in the Acquisition of Private Companies", in *AFA 2008 New Orleans meetings paper*, maggio.

avvio di un'impresa, se non addirittura un'idea imprenditoriale. Questa tipologia è composta da tre ulteriori fasi di intervento, ossia il *seed financing*, lo *start-up financing* e il *first stage financing*;

- b) *expansion financing*, ossia investimenti rivolti a sostenere lo sviluppo di imprese già esistenti e consolidate sul mercato, anche questa tipologia è composta da tre ulteriori fasi di intervento, ossia il *second stage financing*, il *third stage financing* e il *fourth stage financing*;
- c) operazioni legati a *replacement capital*, ossia gli interventi generalmente di minoranza finalizzati a sostenere il cambiamento degli assetti proprietari al fine di consentire la fuoriuscita degli azionisti non più interessati a mantenere l'investimento nella società); al *turnaround financing*, ovvero le operazioni di finanziamento effettuate in situazioni di crisi economico-finanziaria e finalizzate ad avviare la ristrutturazione e rilancio dell'attività stessa e al cluster venture, ossia gli interventi finalizzati alla creazione di un cluster di più società operative che siano indipendenti ma integrabili orizzontalmente e verticalmente;
- d) operazioni di *buy out* finalizzate ad agevolare il passaggio generazionale o la transazione ad una proprietà manageriale mediante interventi di maggioranza nel capitale societario. Nella fattispecie si parla di *leveraged buy out* o *management buy out*.

L'attività di *private equity* non comporta unicamente l'apporto di risorse finanziarie, ma consente alle società di disporre e beneficiare di attività di consulenza strategica. Fondamentale risulta essere, infatti, l'apporto professionale dell'investitore nell'attività della società, il quale fornisce competenze, conoscenze ed esperienze. Il fine ultimo di tale intervento è quello di accrescere il valore di impresa, e, quindi, della partecipazione detenuta dall'operatore di *private equity*.

Obiettivo dell'investitore è quello di realizzare un capital gain con la cessione della stessa nel medio-lungo termine. Generalmente quindi, la politica d'investimento dei fondi di *private equity* è finalizzata all'acquisizione di partecipazioni nel capitale di rischio d'impresa, ovvero interventi a medio lungo termine (solitamente compresi tra i 3 e i 5 anni) effettuati in aziende dotate di progetti interessanti e di un potenziale di sviluppo. Nel mercato europeo-continentale, con eccezione della realtà anglosassone, gli interventi di *private equity* sono per la maggior parte rivolti a imprese non quotate<sup>99</sup>.

---

<sup>99</sup> Per maggiori approfondimenti si veda: S. Caselli, *Private Equity and Venture Capital in Europe*, cit.; D. Cumming, D.S. Siegel, M. Wright, "Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance", cit.; D. Cumming, *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, cit.; AA.VV., *Guida al M&A e private equity*, cit.

I fondi di *private equity* hanno generalmente dimensioni diverse a seconda dell'ambito geografico in cui operano gli investimenti, in particolare:

- fondi locali (*country fund*), che concentrano la propria attività d'investimento nel confine nazionale, hanno una dimensione compresa fra i 50 milioni e i 500 milioni di euro. Ad esempio *Consilium private equity Fund*, fondo locale gestito dalla *Consilium SGR*, fondato nel 2007 ha raccolto 151 milioni di euro <sup>100</sup>;
- fondi paneuropei, che dedicano la propria attività all'interno dei confini europei, hanno dimensioni comprese fra 500 milioni e 5 miliardi di euro. Ad esempio il fondo paneuropeo *Clessidra Capital Partners* gestito dalla *Clessidra SGR*, fondato nel 2004, ha una dimensione di 820 milioni di euro <sup>101</sup>;
- fondi globali, che operano a livello mondiale, hanno una dimensione tra i 2 miliardi e i 10 miliardi di euro. Ad esempio la *CVC Capital Partners*, società finanziaria britannica, ha istituito tra gli altri il *Fund V* attivo principalmente in Europa, Stati Uniti e Asia, con una dimensione di circa 7 miliardi di euro <sup>102</sup>.

Naturalmente e in generale i fondi che effettuano operazioni di *buy out* sono tipicamente sovradimensionati rispetto a quelli che effettuano operazioni di *venture capital*.

Il motivo principale per il quale si sceglie un'operazione di *private equity* è l'attesa di un maggiore rendimento rispetto a quello degli altri strumenti finanziari, giustificato sia dal maggiore profilo di rischio che caratterizza gli investimenti in *private equity*, sia in relazione alla minore liquidità rispetto ad altre tipologie d'investimenti azionari che generalmente fanno riferimento a società quotate. In particolare le operazioni di *private equity* hanno un premio al rischio maggiore rispetto agli altri strumenti finanziari proprio perché scontano tre maggiori tipologie di rischio:

1. rischio di liquidità: gli investimenti in *private equity* non sono liquidi ed hanno un orizzonte temporale di lungo periodo, quindi il premio al rischio deve tener conto del costo opportunità di investire in attività in un'attività poco liquida e non in titoli quotati sui mercati con prezzi determinati quotidianamente e a elevata trasferibilità;
2. rischio finanziario: per acquisire le partecipazioni si fa ricorso alla leva finanziaria, che comporta una volatilità maggiore rispetto alle altre forme d'investimento;

---

<sup>100</sup> <http://www.consiliumsgr.it/>.

<sup>101</sup> <http://www.clessidrasgr.it/>.

<sup>102</sup> <http://www.cvc.com/>.

3. rischio operativo e di *business*: ad esempio, con riferimento ad operazioni di venture capital, possono implicare rischi connessi allo sviluppo di nuovi prodotti, ingresso in nuovi mercati, utilizzo di nuove tecnologie, ecc.

Come accennato in precedenza, l'obiettivo principale dei fondi di *private equity* è quello di realizzare nel medio-lungo periodo un guadagno di capitale attraverso la valorizzazione e la successiva cessione della partecipazione acquisita, quindi l'investitore deve necessariamente operare con l'obiettivo di creare valore nell'impresa nella quale partecipa.

La dismissione delle partecipazioni può avvenire secondo le seguenti modalità:

- *initial public offering*: cessione della partecipazione mediante quotazione. Tale modalità, nell'ipotesi di mercati efficienti, fornisce un'adeguata valutazione dell'impresa;
- *trade-sale*: cessione della partecipazione attraverso trattativa privata effettuata mediante la cessione a nuovi soci, industriali o finanziari o mediante la fusione o incorporazione con altra società;
- *buy-back*: tale modalità prevede il riacquisto della partecipazione da parte dell'imprenditore o del *management*;
- *secondary buy out*: cessione a un altro operatore di *private equity*;
- *write-off*: azzeramento della partecipazione nel caso di default dell'impresa.

I principali investitori di *private equity* sono le banche, i fondi pensione, le assicurazioni, le fondazioni, le casse previdenziali e privati investitori con elevata disponibilità di capitale. In Italia, anche per quanto riguarda il *private equity*, sono le banche a essere i principali investitori, contrariamente a quanto avviene in media in Europa e negli Stati Uniti dove le assicurazioni e i fondi pensione hanno un peso maggiormente rilevante.

Le caratteristiche delle imprese "*target*", ossia potenzialmente interessanti per gli operatori di *private equity*, sono differenti in funzione del tipo di operazione da svolgere. Nel *early stage financing*, gli operatori economici e finanziari accetteranno una bassa redditività e una contenuta capacità di generare flussi di cassa nelle prospettive future di rilevanti tassi di sviluppo. Nel caso di *expansion financing*, gli indicatori evidenzieranno da subito elevata capacità di generare risultati economici e flussi di cassa.

La scelta del fondo di *private equity* da parte dell'imprenditore viene valutata in base ad una molteplicità di fattori, tra i quali:

- reputazione e competenze scientifiche dell'intermediario;
- specializzazione per settore, aree geografiche d'investimento e tipologia d'operazione;

- presenza o meno nel portafoglio del fondo di aziende sinergiche o complementari per possibili integrazioni orizzontali o verticali;
- stile di gestione che può essere: *hands on*, ovvero investitori caratterizzati da un elevato livello di coinvolgimento nell'impresa finanziata, i quali quindi partecipano direttamente anche alla gestione operativa dell'azienda; *hands off*, ossia investitori con un basso livello di coinvolgimento nella gestione dell'azienda partecipata, il cui ruolo essenzialmente è quello di “fungere da cassa”, di facilitare i contatti con altri investitori ed effettuare consulenza all'azienda in termini di ottimizzazione finanziaria;
- risultati raggiunti nel medio-lungo termine dal *management team* della società di gestione del fondo di *private equity*;
- tipologia e forma giuridica del gestore del fondo, che generalmente possono essere società di gestione del risparmio, banche, *investment company*.

Il fattore rilevante per la scelta di investimento è la prospettiva di crescita, formalizzata attraverso il piano economico-finanziario che permette, in astratto, all'operatore di *private equity* di poter contare su un considerevole apprezzamento del valore dell'investimento. Inoltre le operazioni di *private equity* vengono esaminate da parte degli investitori secondo una duplice prospettiva: in relazione al ritorno economico degli investitori in fondi di *private equity* e quindi in termini di ritorno *dell'asset allocation*; oppure facendo riferimento all'impatto che l'operazione può avere sull'impresa *target*. Nel primo caso in genere l'investitore distribuisce i fondi disponibili in varie attività d'investimento, costituendo un portafoglio in base in base all'identificazione degli obiettivi da raggiungere entro un determinato orizzonte temporale, alla stima delle prospettive delle diverse attività d'investimento e alle proprie necessità<sup>103</sup>.

I benefici per l'azienda, derivanti dall'entrata di un operatore di *private equity*, si possono così sintetizzare:

- apporto di professionalità e *network* per successive acquisizioni, integrazioni, accesso facilitato ai capitali di debito, internalizzazione e sostegno ai processi di ristrutturazione aziendale;

---

<sup>103</sup> La metodologia più diffusa per valutare il fondo fa riferimento agli indicatori IRR (*Internal Rate of Return*) e *Cash Multiple*. Il primo è un indice di redditività e rappresenta il tasso annuo di ritorno che l'investimento è in grado di generare, tenendo conto dei flussi monetari. Tecnicamente un progetto d'investimento andrebbe intrapreso quando l'IRR risulta essere maggiore del MARR (*Minimum Attractive Rate of Return*), ovvero il tasso di rendimento normalmente ottenuto dall'azienda. Il *Cash Multiple* mette in rapporto il valore dell'investimento realizzato col valore investito, misurando il rendimento cumulativo distribuito dell'investimento, ovvero quello realmente realizzato, sul totale del capitale investito al netto di costi di gestione e di eventuali commissioni.

- creazione di valore attraverso un impulso alla crescita e il ricorso alla leva finanziaria;
- miglioramento della trasparenza e della *governance* che si traduce in una migliore e più remunerativa percezione dell'azienda da parte del mercato.

### 3.5. La scelta della forma di finanziamento tra debito e capitale

Una volta descritte le principali caratteristiche degli strumenti di finanziamento dell'impresa diversi dalla banca assume rilievo la capacità di indicare alcuni paletti che possono rendere la scelta tra debito o capitale meno irrazionale e maggiormente ancorata ad elementi decisionali oggettivi.

Come primo elemento decisionale l'azienda potrebbe verificare la sua collocazione all'interno della matrice informativa descritta nel precedente capitolo secondo. La collocazione delle imprese nel predetto schema permette di indicare gli strumenti, anche differenti dalla banca, a disposizione delle imprese per la copertura del proprio fabbisogno finanziario.

Una volta definito l'insieme degli strumenti potenzialmente utilizzabili è possibile distinguere quelli di debito, ovvero costituiti da forme di prestito con impegno al rimborso e quelli "di capitale", ovvero rappresentati da apporti di risorse senza impegno al rimborso. In alcuni casi le aziende sono obbligate a scegliere un solo strumento di finanziamento, mentre in altri casi la scelta è ampia sia per quanto riguarda gli strumenti di debito, sia gli strumenti di capitale.

Nel caso di potenziale utilizzo di entrambi gli strumenti, l'azienda dovrà porre in essere una scelta ed orientarsi su strumenti della prima fattispecie (debito) o della seconda (capitale) scegliendo tale strumento sulla base di alcuni elementi decisionali. Pur non potendo individuare in modo esaustivo i fattori sottesi alla scelta dell'impresa, è possibile individuare alcuni elementi di riflessione da tenere in considerazione nella scelta dello strumento di finanziamento. Tali elementi possono essere individuati in:

- la volontà di condividere i progetti di sviluppo aziendale con soggetti esterni rispetto all'impresa;
- la volontà di condividere e modificare la *governance* aziendale;
- l'impatto sull'economicità dell'impresa;
- le modalità di valutazione del progetto imprenditoriale.

Di seguito viene fornita una breve descrizione di ognuno degli elementi decisionali sopra indicati.

Condivisione di progetti di sviluppo aziendale. La scelta di copertura del fabbisogno finanziario attraverso la raccolta di capitale necessita di una forte

condivisione dei progetti di sviluppo aziendale con i potenziali finanziatori/azionisti in modo da attrarre investitori professionali. Di converso il ricorso a forme di debito richiede solo una moderata condivisione delle strategie e dei piani aziendali. Tale distinzione assume la massima intensità con il sistema bancario dove, nel caso di presenza di operatori con elevato merito creditizio, le prospettive dell'azienda non vengono nemmeno considerate nel processo di definizione del merito creditizio ed erogazione del credito. Il giudizio in ordine alle capacità di rimborso dei debiti avviene con l'attribuzione di un giudizio sintetico o *rating*.

Modifica della *governance* aziendale. La scelta di fonti di finanziamento lato debito non richiede un "allargamento" della *governance*, come invece è richiesto nel caso di ricorso al mercato del capitale con il possibile ingresso nella *governance* di nuovi azionisti. In quest'ultimo caso si assiste, spesso, all'ingresso nell'organo di governo dell'impresa di amministratori indicati dai nuovi azionisti o indipendenti, così come vengono sviluppati processi di selezione del *management* di tipo trasparente e finalizzati a raccogliere sul mercato la massima professionalità.

Impatto sull'economicità dell'impresa. Il ricorso al mercato del capitale permette la condivisione del rischio d'impresa e la possibile assenza di previsione del rimborso del capitale. Le forme di debito necessitano invece la previsione, in un orizzonte temporale definito, del rimborso col relativo pagamento del costo.

Modalità di valutazione del progetto imprenditoriale. Nel caso di strumenti basati sul debito la valutazione del merito creditizio è effettuata in prevalenza sulla base dei risultati storici ed attraverso strumenti e tecniche standardizzate di calcolo di giudizi di *rating*. Nel caso di ricorso al mercato del capitale la valutazione è sia basata sulle *performance* storiche sia sui valori previsionali sintetizzati nel piano industriale ed economico-finanziario.

La classificazione delle imprese nella matrice informativa permette di individuare, per le diverse tipologie d'azienda, gli strumenti a loro disposizione per la copertura delle proprie esigenze finanziarie.

Le aziende appartenenti al primo e secondo quadrante (imprese eccellenti e mature) possono far ricorso sia a forme di debito sia al mercato del capitale in relazione ai fattori decisionali elencati in precedenza.

Le imprese che si collocano nel quarto quadrante (imprese in sviluppo), scelgono in genere di ricorrere al mercato dei capitali o a strumenti di debito ibridi, in quanto, stante la situazione di elevato debito, non riescono ad utilizzare forme di debito standard (es. mini-bond). In tale contesto il ricorso al sistema bancario tradizionale è modesto.

Le aziende che si collocano nel terzo quadrante (imprese in avvio di decli-

no) sono agevolate nell'accesso al finanziamento nel solo caso degli strumenti ibridi e se accompagnati da forme di garanzie da parte dello stato finalizzate a mitigare il rischio dell'investimento.

Le imprese collocate nel quinto quadrante (imprese in crisi), vista la gravità della tensione finanziaria e l'erosione dell'economicità, possono solo intraprendere forme di liquidazione societaria con o senza procedure concorsuali.

Le aziende appartenenti al sesto quadrante (imprese in risanamento) sono, infine, caratterizzate da un elevato indebitamento e dall'aver intrapreso un percorso di risanamento che sta evidenziando risultati positivi in termini di ritorno alla redditività. Possono accedere a finanziamenti erogati dal sistema bancario nel solo caso in cui ciò avvenga in esecuzione di un progetto di risanamento dove l'impresa ha negoziato ed ottenuto "nuova finanza" da parte delle banche che già sono finanziatrici. Dal punto di vista del ricorso a strumenti di finanziamento "lato capitale", gli unici soggetti potenzialmente in grado d'investire nell'impresa scommettendo sulle sue potenzialità di crescita sono operatori specializzati nel *turnaround* ed abituati ad investimenti in *distressed debt* o *equity securities*<sup>104</sup>.

---

<sup>104</sup> Gli investitori in *distressed debt securities* acquistano titoli rappresentativi del capitale di debito di società caratterizzate da situazioni di squilibrio finanziario. L'acquisto avviene a condizioni particolarmente vantaggiose e permette di avere un ruolo significativo nel progetto di risanamento, fino a giungere ad avere un peso determinante nel caso d'acquisto di crediti per un valore nominale superiore ad un terzo.

Gli investitori in *distressed equity securities* consistono invece nell'acquisizione di quote di partecipazione al capitale della società nelle fasi anteriori o contestuali al manifestarsi della crisi. L'obiettivo è, in genere, quello di influenzare in modo significativo il progetto di risanamento, al fine di poter sfruttare il recupero del valore azionario a seguito del successo del processo. Per maggiori approfondimenti si rimanda a E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, p. 22.

## 4.

### L'indagine empirica

#### 4.1. Introduzione

Le riflessioni formalizzate nei capitoli precedenti sono state riscontrate su un campione rappresentativo di aziende italiane che svolgono l'attività d'impresa sotto forma di società di capitali, operanti in Italia ed in Lombardia. L'analisi è stata, altresì, effettuata su un campione di imprese tedesche.

Le imprese costituenti il citato campione sono state collocate nei quadranti della matrice informativa illustrata nel secondo capitolo, al fine di comprendere le tipologie di strumento di finanziamento, anche alternativi alla banca, utilizzabili. Le imprese che dall'analisi risultavano essere classificate come “star” o “eccellenti” sono state sottoposte a intervista diretta, al fine di approfondire le loro attese in ordine ai descritti strumenti di finanziamento. Le interviste sono state realizzate con il supporto organizzativo delle locali associazioni industriali.

La collocazione “teorica” delle imprese nella matrice informativa è stata poi riscontrata analizzando le imprese che a dicembre 2018 avevano emesso minibond o avevano quotato le proprie azioni o titoli su un mercato regolamentato. È stato, infatti, verificato se le imprese che hanno potuto emettere uno strumento di debito o hanno quotato i propri titoli azionari in un mercato regolamentato avessero tale possibilità secondo il modello teorico utilizzato per l'analisi.

Prima di presentare i risultati dell'analisi vengono fornite le necessarie informazioni preliminari relative al campione ed alla metodologia utilizzata per la ricerca.

#### 4.2. Il campione

L'individuazione delle società di capitali costituenti il campione di riferi-

mento è stata possibile utilizzando la banca dati Aida-Bureau van Dijk, mentre la classificazione settoriale delle medesime è stata effettuata utilizzando la classificazione delle attività economiche (identificate in base alle prime due cifre del codice ATECO 2007) adottata dall'Istituto Nazionale di Statistica (Tabella 4.1).

Tabella 4.1. – *Campione di riferimento*

| Settore                               | Descrizione Codice Ateco                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Aree geografiche |        |
|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|--------|
|                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Lombardia        | Italia |
| Agricoltura                           | Coltivazioni agricole e produzione di prodotti animali, caccia e servizi connessi<br>Pesca e acquacoltura<br>Silvicoltura ed utilizzo di aree forestali                                                                                                                                                   | 1.043            | 12.739 |
| Alloggi e Ristorazione                | Alloggio<br>Attività dei servizi di ristorazione                                                                                                                                                                                                                                                          | 4.060            | 29.316 |
| Altre attività e servizi              | Altre attività di servizi per la persona<br>Attività di organizzazioni associative<br>Riparazione di computer e di beni per uso personale e per la casa                                                                                                                                                   | 1.109            | 6.613  |
| Amministrazione Pubblica              | Amministrazione pubblica e difesa; assicurazione sociale obbligatoria                                                                                                                                                                                                                                     | 17               | 39     |
| Attività culturali                    | Attività creative, artistiche e di intrattenimento<br>Attività di biblioteche, archivi, musei ed altre attività culturali<br>Attività riguardanti le lotterie, le scommesse, le case da gioco<br>Attività sportive, di intrattenimento e di divertimento<br>Organizzazioni ed organismi extraterritoriali | 1.685            | 10.922 |
| Attività finanziarie e assicurative   | Assicurazioni, riassicurazioni e fondi pensione (escluse le assicurazioni sociali obbligatorie)<br>Attività ausiliarie dei servizi finanziari e delle attività assicurative<br>Attività di servizi finanziari (escluse le assicurazioni e i fondi pensione)                                               | 2.896            | 9.803  |
| Attività immobiliari                  | Attività immobiliari                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 25.604           | 95.131 |
| Attività professionali e scientifiche | Altre attività professionali, scientifiche e tecniche<br>Attività degli studi di architettura e d'ingegneria; collaudi ed analisi tecniche                                                                                                                                                                | 13.191           | 49.319 |

*Segue*

| Settore                               | Descrizione Codice Ateco                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Aree geografiche |         |
|---------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---------|
|                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Lombardia        | Italia  |
| Attività professionali e scientifiche | Attività di direzione aziendale e di consulenza gestionale<br>Attività legali e contabilità<br>Pubblicità e ricerche di mercato<br>Ricerca scientifica e sviluppo<br>Servizi veterinari                                                                                                                                                          |                  |         |
| Attività sanitaria                    | Assistenza sanitaria<br>Assistenza sociale non residenziale<br>Servizi di assistenza sociale residenziale                                                                                                                                                                                                                                        | 1.595            | 12.690  |
| Commercio                             | Commercio al dettaglio (escluso quello di autoveicoli e di motocicli)<br>Commercio all'ingrosso (escluso quello di autoveicoli e di motocicli)<br>Commercio all'ingrosso e al dettaglio e riparazione di autoveicoli e motocicli                                                                                                                 | 20.087           | 119.564 |
| Costruzioni                           | Costruzione di edifici<br>Ingegneria civile<br>Lavori di costruzione specializzati                                                                                                                                                                                                                                                               | 15.129           | 105.341 |
| Energia                               | Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 1.215            | 6.447   |
| Estrattive                            | Altre attività di estrazione di minerali da cave e miniere<br>Attività dei servizi di supporto all'estrazione<br>Estrazione di minerali metalliferi<br>Estrazione di petrolio greggio e di gas naturale                                                                                                                                          | 179              | 1.542   |
| ICT                                   | Attività dei servizi d'informazione e altri servizi informatici<br>Attività di produzione cinematografica, di video e di programmi televisivi, di registrazioni musicali e sonore<br>Attività di programmazione e trasmissione<br>Attività editoriali<br>Produzione di software, consulenza informatica e attività connesse<br>Telecomunicazioni | 6.435            | 28.421  |
| Istruzione                            | Istruzione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 712              | 5.100   |
| Logistica e Trasporto                 | Magazzinaggio e attività di supporto ai trasporti<br>Servizi postali e attività di corriere                                                                                                                                                                                                                                                      | 3.287            | 20.099  |

*Segue*

| <i>Settore</i>        | <i>Descrizione Codice Ateco</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <i>Aree geografiche</i> |        |
|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|--------|
| Logistica e Trasporto | Trasporto aereo<br>Trasporto marittimo e per vie d'acqua<br>Trasporto terrestre e trasporto mediante condotte                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                         |        |
| Manifattura           | Altre industrie manifatturiere<br>Confezione di articoli di abbigliamento;<br>confezione di articoli in pelle e pelliccia<br>Fabbricazione di altri mezzi di trasporto<br>Fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi<br>Fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche<br>Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche<br>Fabbricazione di articoli in pelle e simili<br>Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi<br>Fabbricazione di carta e di prodotti di carta<br>Fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio<br>Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchi elettromedicali, apparecchi di misurazione e di orologi<br>Fabbricazione di macchinari ed apparecchiature nca<br>Fabbricazione di mobili<br>Fabbricazione di prodotti chimici<br>Fabbricazione di prodotti farmaceutici di base e di preparati farmaceutici<br>Fabbricazione di prodotti in metallo (esclusi macchinari e attrezzature)<br>Industria del legno e dei prodotti in legno e sughero (esclusi i mobili); fabbricazione di articoli in paglia e materiali da intreccio<br>Industria delle bevande<br>Industrie alimentari<br>Industrie tessili<br>Metallurgia<br>Riparazione, manutenzione ed installazione di macchine ed apparecchiature<br>Stampa e riproduzione di supporti registrati | 19.739                  | 98.190 |

*Segue*

| <i>Settore</i>                    | <i>Descrizione Codice Ateco</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | <i>Aree geografiche</i> |                |
|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|----------------|
| Servizi alle imprese              | Attività dei servizi delle agenzie di viaggio, dei tour operator e servizi di prenotazione e attività connesse<br>Attività di noleggio e leasing operativo<br>Attività di ricerca, selezione, fornitura di personale<br>Attività di servizi per edifici e paesaggio<br>Attività di supporto per le funzioni d'ufficio e altri servizi di supporto alle imprese<br>Servizi di vigilanza e investigazione | 4.863                   | 26.405         |
| <i>Utilities</i>                  | Attività di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti; recupero dei materiali<br>Attività di risanamento e altri servizi di gestione dei rifiuti<br>Raccolta, trattamento e fornitura di acqua<br>Gestione delle reti fognarie                                                                                                                                                                    | 588                     | 3.870          |
| N.D.                              | Codice Ateco non censito dalla banca dati Aida-Bureau van Dijk                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 47                      | 758            |
| <b>Totale per area geografica</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | <b>123.481</b>          | <b>642.308</b> |

*Fonte:* elaborazione personale.

Allo scopo di individuare le società che costituiscono l'oggetto d'indagine della presente analisi, sono state applicati ulteriori criteri di selezione. In particolare, le società indagate devono:

1. aver depositato i bilanci d'esercizio relativi agli anni 2016, 2017, 2018. Tale orizzonte temporale è stato considerato il minimo necessario per effettuare una serie di valutazioni sull'andamento economico-finanziario delle società analizzate, mentre la scelta relativa agli anni è dovuta al fatto che il bilancio d'esercizio dell'anno 2018, al momento della valutazione, fosse l'ultimo bilancio d'esercizio depositato;
2. non aver redatto i bilanci secondo i principi IAS (International Accounting Standard), garantendo così omogeneità a livello di principi contabili utilizzati per la redazione dei bilanci e di conseguenza omogeneità dei dati analizzati;
3. appartenere alle attività economiche ATECO, ritenute rilevanti. La valutazione in merito è stata effettuata tenendo conto della concentrazione del numero delle imprese all'interno delle attività economiche ATECO nell'ambito geografico di riferimento. In tal modo, sono state escluse dal campione le società appartenenti ad attività economiche residuali;

4. aver sviluppato nel 2018 un valore della produzione compreso fra 5 e 250 milioni di euro. Nella presente analisi empirica, è stato utilizzato quale parametro di selezione il valore della produzione anziché il fatturato, al fine di estendere l'ambito d'indagine anche alle società che lavorano su commessa. Inoltre, la previsione di un limite superiore per il valore della produzione è finalizzata alla esclusione delle società di grandi dimensioni che possono attingere ad altri strumenti di finanziamento.

Per la creazione dei campioni è stato infine applicato un ulteriore criterio avente carattere operativo. Infatti, sono state escluse tutte le società in relazione alle quali la banca dati Aida-Bureau van Dijk non dispone del dettaglio sulla macro-voce "totale debiti"; in particolare, vengono escluse le aziende relativamente alle quali non viene data evidenza dei debiti finanziari.

Il settore manifattura è stato ulteriormente suddiviso nei seguenti comparti: alimentare, automotive, farmaceutico, gomma-plastica, macchinari, metal-meccanico, petrolchimico, tessile e manifattura altro. Tale scelta è dovuta al fatto che il settore manifattura comprende ben 23 attività economiche, caratterizzate da una significativa diversità.

Il campione definitivo analizzato è dettagliato nei paragrafi successivi ed è pari a 8.821 imprese della regione Lombardia e 41.094 aziende italiane.

I risultati delle imprese italiane sono stati poi confrontati con i dati delle imprese tedesche analizzate il cui campione è composto da 11.874 aziende appartenenti alle province tedesche operanti nel bacino della Ruhr di Ansberg, Detmold, Düsseldorf, Köln e Münster<sup>1</sup>.

### 4.3. La metodologia della ricerca

L'analisi è stata effettuata per ogni provincia italiana e tedesca sul campione selezionato ed è stata sviluppata approfondendo i seguenti passaggi logici:

- individuazione degli indicatori rilevanti per l'analisi e dei correlati punti di *cut-off*;
- composizione della matrice informativa delle società analizzate;

---

<sup>1</sup> Il campione di aziende tedesche analizzato, appartenenti alle provincie indicate, fa riferimento al tessuto economico della Renania settentrionale-Vestfalia, ubicata nella zona occidentale della Germania. Il *Land* della Renania settentrionale-Vestfalia, al pari della Lombardia in Italia, risulta essere il più industrializzato della Germania, motivo per cui sono stati posti a confronto. Una comparazione tra imprese italiane e tedesche viene analizzata anche in V. De Crescenzo (2006), *Le scelte di finanziamento delle imprese: un'analisi comparata*, Giuffrè, Milano.

- analisi dell’evoluzione del posizionamento delle aziende nella matrice informativa nel triennio;
- analisi delle caratteristiche delle aziende star selezionate e comparazione con i valori medi della provincia e della regione di appartenenza;
- analisi delle caratteristiche delle aziende peggiori in termini di indicatori economico-finanziari utilizzati nella ricerca.

#### 4.3.1. Indicatori rilevanti per l’analisi

Obiettivo della ricerca è l’individuazione delle società di capitali che, potenzialmente, possono rivolgersi a fonti di finanziamento alternative al tradizionale debito bancario. Il ricorso agli strumenti di finanziamento alternativi al debito bancario presuppone la formalizzazione di un giudizio sulla struttura patrimoniale, finanziaria ed economica. Spesso il giudizio di sintesi sulle caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie viene emesso da soggetti specializzati (società di *rating*) il cui ruolo è stato illustrato nel capitolo precedente. I parametri rilevanti per l’analisi sono stati individuati considerando le seguenti dimensioni di sintesi delle caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie dell’impresa<sup>2</sup>:

1. crescita;
2. redditività;
3. capacità di rimborso dell’indebitamento finanziario.

1. Crescita: L’indicatore utilizzato per misurare la crescita aziendale è il CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) calcolato su un orizzonte temporale di 3 anni (2016-2018) sul Valore della Produzione. Esso esprime la crescita annuale media del Valore della Produzione su un orizzonte di tre anni. Di seguito, si riporta il calcolo dello stesso:

---

<sup>2</sup> L’espressione di giudizio sulla economicità d’impresa svolta su valori consuntivi non può che avvenire attraverso l’approfondimento delle sue dimensioni rilevanti ovvero quella economica, patrimoniale, finanziaria e di sviluppo. Per ognuna delle dimensioni analizzate è possibile calcolare degli indicatori od indici di bilancio in grado di fornire informazioni significative. Tuttavia solo l’analisi congiunta del “sistema” degli indicatori di bilancio permette l’espressione di un giudizio di sintesi sull’economicità dell’impresa. Gli indici di bilancio forniscono, inoltre, un giudizio relativo all’economicità che deve essere confrontato nello spazio e nel tempo. Il confronto può essere sia interno (confronto del medesimo indicatore nel tempo) sia esterno (confronto degli indici aziendali con i valori medi di settore e/o comparto). Per approfondimenti si rimanda a V. Coda (1990), “La valutazione della solvibilità di breve termine”, in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie*, Etas, Milano e C. Teodori (2000), *L’analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.

$$\text{CAGR} = \sqrt[n]{\frac{\text{VDP}_{2018}}{\text{VDP}_{2016}}} - 1$$

dove:

$\text{VDP}_{2018}$  = Valore della Produzione Sviluppato nell'anno 2018 dalla singola azienda;

$\text{VDP}_{2016}$  = Valore della Produzione Sviluppato nell'anno 2016 dalla singola azienda.

La scelta del CAGR quale indicatore di crescita media annua è giustificata dal fatto che esso permette di neutralizzare gli effetti di un'ampia volatilità dei tassi di crescita, calcolati su singoli anni, che rendono la media aritmetica poco significativa.

2. **Redditività:** l'indicatore di redditività utilizzato è il rapporto fra Ebitda e Valore della Produzione, il quale permette di valutare la capacità dell'azienda di generare autofinanziamento. Le società costituenti l'obiettivo della ricerca devono essere contraddistinte da un'elevata e stabile capacità di generare flussi di cassa. La stabilità dei flussi di cassa è valutata utilizzando quale valore di riferimento per la redditività il valore medio e non il valore puntuale dell'ultimo anno di analisi. Il valore medio viene così calcolato:

$$\text{Redditività media} = \frac{\text{Ebitda}_{2016} + \text{Ebitda}_{2017} + \text{Ebitda}_{2018}}{\text{VDP}_{2016} + \text{VDP}_{2017} + \text{VDP}_{2018}}$$

dove:

$\text{Ebitda}_{2018}$  = Ebitda realizzato nell'anno 2018 dalla singola azienda;

$\text{Ebitda}_{2017}$  = Ebitda realizzato nell'anno 2017 dalla singola azienda;

$\text{Ebitda}_{2016}$  = Ebitda realizzato nell'anno 2016 dalla singola azienda;

$\text{VDP}_{2018}$  = Valore della Produzione Sviluppato nell'anno 2018 dalla singola azienda;

$\text{VDP}_{2017}$  = Valore della Produzione Sviluppato nell'anno 2017 dalla singola azienda;

$\text{VDP}_{2016}$  = Valore della Produzione Sviluppato nell'anno 2016 dalla singola azienda.

Tale modalità di calcolo permette di ottenere una misura della media più stabile, contribuendo a diminuire l'effetto volatilità.

3. **Capacità di rimborso dell'indebitamento finanziario.**

Il rapporto fra debiti finanziari in essere ed Ebitda è l'indicatore utilizzato per valutare la capacità di rimborso dei debiti finanziari esistenti. Il calcolo del valore medio è in seguito illustrato:

$$\text{Indebitamento medio} = \frac{\text{Deb. Fin.}_{2016} + \text{Deb. Fin.}_{2017} + \text{Deb. Fin.}_{2018}}{\text{Ebitda}_{2016} + \text{Ebitda}_{2017} + \text{Ebitda}_{2018}}$$

dove:

Deb. Fin.<sub>2018</sub> = debiti finanziari conseguiti nell'anno 2018;

Deb. Fin.<sub>2017</sub> = debiti finanziari conseguiti nell'anno 2017;

Deb. Fin.<sub>2016</sub> = debiti finanziari conseguiti nell'anno 2016;

Ebitda<sub>2018</sub> = Ebitda realizzato nell'anno 2018;

Ebitda<sub>2017</sub> = Ebitda realizzato nell'anno 2017;

Ebitda<sub>2016</sub> = Ebitda realizzato nell'anno 2016.

In una precedente analisi è stato evidenziato come gli indicatori di redditività e di indebitamento abbiano un'elevata correlazione con la situazione economico-finanziaria dell'impresa. In particolare l'indice di correlazione è capace di esprimere la tendenza di una variabile a variare in funzione di un'altra.

Grafico 4.1. – *Indici di correlazione*

| Stato dell'impresa | Ebitda/VDP | Ebitda/FATT. | ROI     | EBIT/CI | ROE     | MT/MP   | PFN BANCARIA/Ebitda | Deb. Fin./Ebitda | Deb. Fin./PN | Deb. Fin./FATT. | Deb. Fin./VDP |                     |
|--------------------|------------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------------------|------------------|--------------|-----------------|---------------|---------------------|
| 1                  | -0,3245    | -0,2966      | -0,4587 | -0,4498 | -0,4765 | -0,0521 | -0,0631             | -0,0874          | -0,0319      | 0,2238          | 0,253         | Stato dell'impresa  |
|                    | 1          | 0,9605       | 0,6066  | 0,6161  | 0,3794  | -0,1252 | -0,0025             | -0,0094          | -0,0679      | -0,054          | -0,1021       | Ebitda/VDP          |
|                    |            | 1            | 0,5751  | 0,5849  | 0,3599  | -0,1212 | 0,0117              | 0,0065           | -0,0674      | -0,0169         | -0,0506       | Ebitda/FATTURATO    |
|                    |            |              | 1       | 0,9845  | 0,6624  | -0,0933 | -0,077              | -0,0643          | -0,084       | -0,3134         | -0,3362       | ROI                 |
|                    |            |              |         | 1       | 0,6467  | -0,0877 | -0,0762             | -0,0672          | -0,0784      | -0,3135         | -0,336        | EBIT/CI             |
|                    |            |              |         |         | 1       | 0,0411  | -0,0466             | -0,031           | -0,0133      | -0,237          | -0,2616       | ROE                 |
|                    |            |              |         |         |         | 1       | 0,1697              | 0,1704           | 0,7411       | 0,0466          | 0,0355        | MT/MP               |
|                    |            |              |         |         |         |         | 1                   | 0,9094           | 0,4485       | 0,4826          | 0,4746        | PFN/Ebitda          |
|                    |            |              |         |         |         |         |                     | 1                | 0,4323       | 0,452           | 0,4434        | Deb. Fin./Ebitda    |
|                    |            |              |         |         |         |         |                     |                  | 1            | 0,3732          | 0,3643        | Deb. Fin./PN        |
|                    |            |              |         |         |         |         |                     |                  |              | 1               | 0,9745        | Deb. Fin./FATTURATO |
|                    |            |              |         |         |         |         |                     |                  |              |                 | 1             | Deb. Fin./VDP       |

Fonte: elaborazione personale.

Dal Grafico 4.1 si nota che le variabili messe in correlazione sono gli indicatori presi in esame e lo stato dell'impresa (impresa attiva o fallita). Al fine di individuare i parametri rilevanti per valutare la struttura economico-finanziaria dell'impresa sono stati utilizzati due criteri:

1. elevata correlazione tra lo stato dell'impresa e l'indicatore;
2. correlazione contenuta tra gli indicatori individuati.

Da tale analisi è emerso che gli indicatori evidenziati (Ebitda/VDP e Deb. Fin./Ebitda) sono quelli che si caratterizzano da:

1. significativa correlazione fra stato dell'impresa e indicatori stessi (rispettivamente  $-0,3245$  e  $-0,0874$ );
2. minore correlazione tra i due indicatori individuati ( $-0,0094$ ).

Al fine di individuare le imprese che possono, potenzialmente, accedere a fonti di finanziamento diverse dal canale bancario, sono stati scelti per ognuno degli indicatori illustrati, valori di selezione o *cut-off*, relativamente ai quali si è proceduto a suddividere le imprese. Tali punti sono: con riferimento alla crescita, un CAGR del 5%; con riferimento alla redditività, un rapporto tra Ebitda e valore della produzione del 7%; con riferimento alla capacità di rimborso dell'indebitamento finanziario, un rapporto tra debiti finanziari ed Ebitda inferiore a 5.

I suddetti *cut-off* sono stati definiti in base alle medie calcolate sul campione italiano complessivamente analizzato per individuare le aziende cosiddette "eccellenti" o *investment grade* e quelle "in avvio di declino/crisi" o *not investment grade*.

In particolare i valori di Ebitda, valore della produzione e debiti finanziari registrati dalle imprese italiane analizzate nei tre anni considerati sono stati i seguenti:

- totale del valore della produzione nell'anno 2016: 854 milioni di euro;
- totale del valore della produzione nell'anno 2017: 846 milioni di euro;
- totale del valore della produzione nell'anno 2018: 852 milioni di euro;
- totale di Ebitda nell'anno 2016: 59 milioni di euro;
- totale di Ebitda nell'anno 2017: 54 milioni di euro;
- totale di Ebitda nell'anno 2018: 57 milioni di euro;
- totale debiti finanziari nell'anno 2016: 261 milioni di euro;
- totale debiti finanziari nell'anno 2017: 262 milioni di euro;
- totale debiti finanziari nell'anno 2018: 255 milioni di euro.

Sulla base di tali valori sono stati individuati i punti di *cut-off*, calcolando le medie complessive come segue:

$$\text{Redd. medio compl.} = \frac{\text{Tot. Ebitda}_{2016} + \text{Tot. Ebitda}_{2017} + \text{Tot. Ebitda}_{2018}}{\text{Tot. VDP}_{2016} + \text{Tot. VDP}_{2017} + \text{Tot. VDP}_{2018}} \cong 7\%$$

$$\text{Indeb. medio compl.} = \frac{\text{Tot. Deb. Fin.}_{2016} + \text{Tot. Deb. Fin.}_{2017} + \text{Tot. Deb. Fin.}_{2018}}{\text{Tot. Ebitda}_{2016} + \text{Tot. Ebitda}_{2017} + \text{Tot. Ebitda}_{2018}} \cong 5$$

Con specifico riferimento alla capacità di rimborsare i propri debiti finanziari l'indicatore calcolato è coerente con quanto suggerito dalla Banca Centrale Europea alle banche delle singole nazioni per classificare le imprese clienti (affidate) come *high risk*. La BCE ha infatti previsto, nell'ambito dell'attività di *asset quality review* dei crediti delle principali banche europee, quale "*trigger event*", la presenza, tra gli altri, di un rapporto tra debiti finanziari ed Ebitda superiore a 6<sup>3</sup>.

#### 4.3.2. Matrice informativa delle società analizzate

Sulla base degli indicatori analizzati nel paragrafo 4.3.1 e dei punti di *cut-off* considerati, le imprese sono state collocate nei quadranti della "matrice informativa" rappresentata nel Grafico 4.2 e, all'interno di ogni quadrante, sono stati calcolati i valori medi.

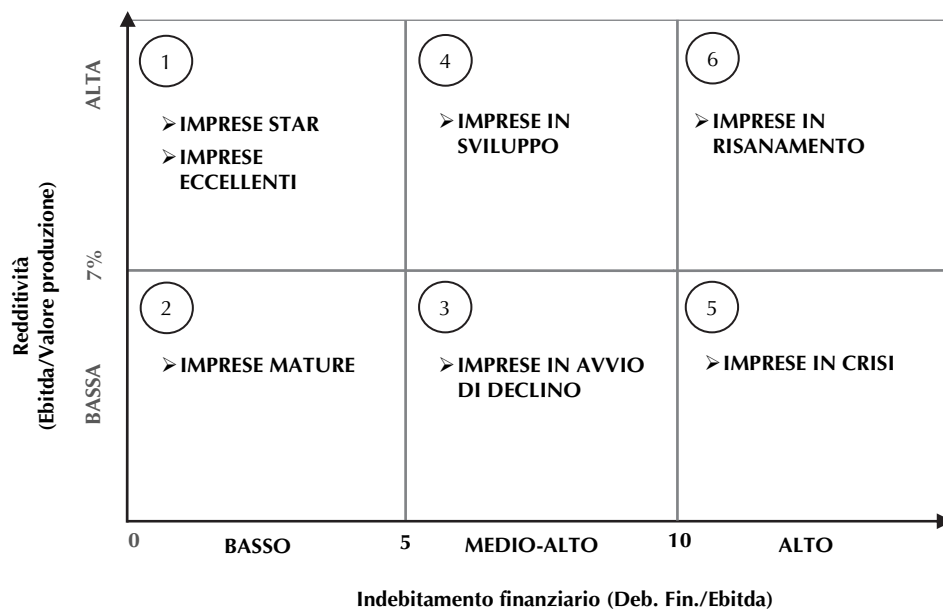
In seguito, si illustrano i quadranti e le rispettive caratteristiche:

- 1° quadrante – imprese star. Esse sono caratterizzate da crescita annuale media maggiore di 5%, redditività media maggiore di 7% e indebitamento finanziario medio minore di 5;
- 1° quadrante – imprese eccellenti. Esse sono caratterizzate da crescita annuale media inferiore al 5%, redditività media maggiore di 7% e indebitamento finanziario medio minore di 5;
- 2° quadrante – imprese mature. Esse sono caratterizzate da redditività media minore di 7% e indebitamento finanziario medio minore di 5;
- 3° quadrante – imprese in avvio di declino. Esse sono caratterizzate da redditività media minore di 7% e indebitamento finanziario medio compreso tra 5 e 10;
- 4° quadrante – Imprese in sviluppo. Esse sono caratterizzate da redditività media maggiore di 7% e indebitamento finanziario medio compreso tra 5 e 10.

---

<sup>3</sup> Si rimanda a European Central Bank (marzo 2014), *Asset Quality Review. Phase 2 Manual*, p. 100 ss.

Grafico 4.2. – *Matrice informativa*



Fonte: E. Giacosa, F. Culasso, A. Mazzoleni, M. Rossi (2016), “A Model for the Evaluation Trends Performance in Small and Medium Enterprises”, in *Corporate Ownership & Control*, 13(4), pp. 389-402.

Inoltre, dalle analisi effettuate sul campione, si è ritenuto opportuno individuare altri due quadranti, in quanto un considerevole numero di aziende analizzate presentano un indebitamento finanziario medio superiore a 10. In seguito s'illustrano le caratteristiche di tali ulteriori quadranti:

- 5° quadrante – imprese in crisi. Esse sono caratterizzate da redditività media minore di 7% e indebitamento finanziario medio maggiore di 10;
- 6° quadrante – imprese in risanamento. Esse sono caratterizzate da redditività media maggiore di 7% e un indebitamento finanziario medio maggiore di 10.

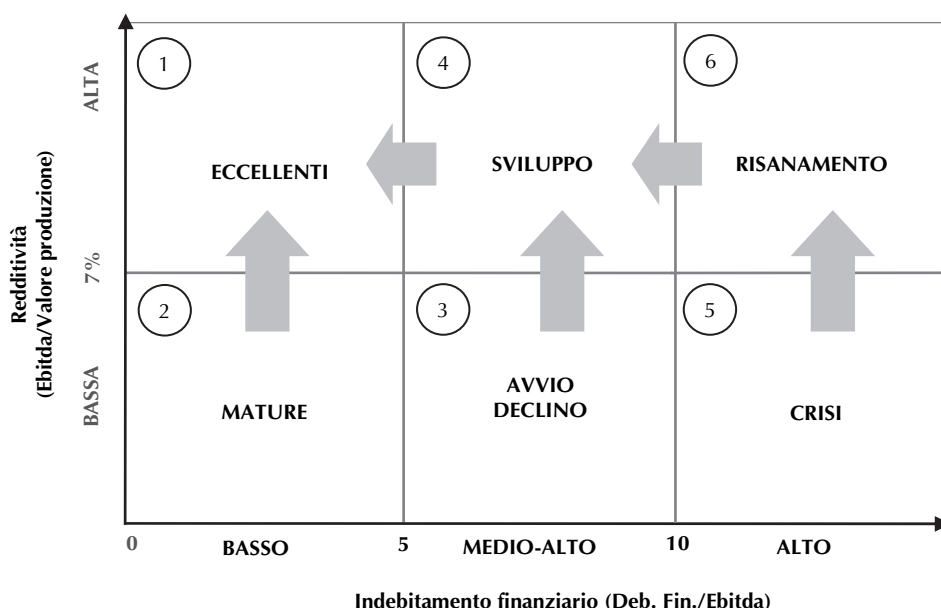
Nella matrice, all'interno di ogni quadrante, il gruppo di imprese appartenenti al quadrante stesso viene rappresentato da una bolla. La posizione della bolla rappresenta la redditività media e il rapporto di indebitamento finanziario medio delle imprese appartenenti al quadrante, la crescita media è invece rappresentata dalla dimensione della bolla stessa. Nei casi in cui la crescita media delle imprese del quadrante risultava negativa, si è ipotizzato di attribuire a tali imprese una crescita media pari a 0,20%, in modo da individuare ugualmente la posizione della bolla sul grafico.

#### 4.3.3. Evoluzione del posizionamento delle aziende nella matrice informativa nel triennio

Una volta individuato il quadrante di appartenenza delle imprese analizzate come descritto nel paragrafo precedente, è stata esaminata la loro collocazione nella matrice informativa negli anni 2016 e 2018, con l'obiettivo quindi di individuare i percorsi di evoluzione o involuzione seguiti dalle aziende stesse nel corso del triennio considerato.

In particolare sia stato assunto il 2016 come anno di partenza e il 2018 come anno di arrivo e si è rilevato se nel 2018 l'impresa abbia variato il proprio quadrante di appartenenza rispetto al 2016, oppure se è rimasta nello stesso quadrante, mantenendo quindi gli stessi livelli di redditività e d'indebitamento finanziario che aveva registrato nel corso dell'anno 2016. Ad esempio se l'impresa A nel 2016 apparteneva al secondo quadrante (con redditività inferiore al 7% e rapporto d'indebitamento finanziario inferiore a 5) e nel 2018 appartiene al primo quadrante (con redditività superiore al 7% e rapporto d'indebitamento finanziario inferiore a 5) significa che nel corso del triennio 2016-2018 ha registrato un processo di evoluzione migliorando la propria redditività e mantenendo invariato il rapporto d'indebitamento finanziario.

Grafico 4.3. – *Percorso di evoluzione nella matrice informativa*



Fonte: elaborazione personale.

Nel Grafico 4.3 si rappresenta il percorso “virtuoso” che le aziende che si collocano nei diversi quadranti dovrebbero seguire per migliorare la propria situazione economica e finanziaria.

In particolare sarebbe auspicabile attendersi che le imprese mature e in via di sviluppo migliorino rispettivamente la propria redditività e il proprio indebitamento finanziario, riclassificandosi tra le imprese eccellenti. È invece auspicabile attendersi che le aziende in avvio di declino e in crisi invece nel breve periodo migliorino la propria redditività ricollocandosi nel 4° e 6° quadrante.

Tale analisi sulla movimentazione delle imprese nella matrice informativa è stata effettuata per ogni singolo quadrante, come descritto in seguito.

#### 4.3.4. *Caratteristiche delle aziende star selezionate*

Le aziende star, appartenenti al primo quadrante, sono state classificate nei settori d'appartenenza.

Per ogni settore, con riferimento a tali aziende, sono stati calcolati i valori medi degli indicatori rilevanti. Tali valori sono stati messi a confronto con i valori medi settoriali ottenuti per la provincia e la regione di riferimento dell'azienda.

Le stesse sono state infine, ricondotte alle seguenti classi di fatturato:

- 5-10 milioni;
- 10-50 milioni;
- 50-100 milioni;
- 200-250 milioni.

La stessa classificazione è stata poi effettuata per le aziende *not investment grade*, appartenenti al terzo e quinto quadrante e classificate come imprese in avvio di declino e in crisi.

### 4.4. Risultati

Nelle pagine seguenti vengono proposti i risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia di cui al paragrafo precedente, focalizzando l'attenzione sulle imprese lombarde, italiane e tedesche. Viene infine proposto un confronto tra le stesse.

#### 4.4.1. *Regione Lombardia*

Sono state prese in considerazione 125.045 imprese delle principali provin-

ce della Regione (Brescia, Bergamo, Milano, Cremona, Mantova), suddivise per settori d'attività (Tabella 4.2).

Tabella 4.2. – *Lombardia: composizione settoriale del campione complessivo*

| Settore                               | Imprese        |                | Valore della produzione<br>2018 (Mln €) |                |
|---------------------------------------|----------------|----------------|-----------------------------------------|----------------|
|                                       | N.             | % cumulative   | Valore                                  | % cumulative   |
| Attività immobiliari                  | 25.604         | 20,74%         | 12.886                                  | 2,48%          |
| Commercio                             | 20.087         | 37,00%         | 160.408                                 | 33,35%         |
| Attività professionali e scientifiche | 13.191         | 47,69%         | 28.687                                  | 38,87%         |
| Manifattura                           | 19.739         | 63,67%         | 178.061                                 | 73,14%         |
| Costruzioni                           | 15.129         | 75,92%         | 22.121                                  | 77,40%         |
| ICT                                   | 6.435          | 81,13%         | 18.751                                  | 81,00%         |
| Servizi alle imprese                  | 4.863          | 85,07%         | 14.302                                  | 83,76%         |
| Alloggi e Ristorazione                | 4.060          | 88,36%         | 5.864                                   | 84,88%         |
| Attività finanziarie e assicurative   | 2.896          | 90,71%         | 4.079                                   | 85,67%         |
| Logistica e Trasporto                 | 3.287          | 93,37%         | 21.752                                  | 89,86%         |
| Attività culturali                    | 1.685          | 94,73%         | 3.271                                   | 90,49%         |
| Attività sanitaria                    | 1.595          | 96,02%         | 4.395                                   | 91,33%         |
| Energia                               | 1.215          | 97,01%         | 35.027                                  | 98,07%         |
| Altre attività e servizi              | 1.109          | 97,91%         | 1.688                                   | 98,40%         |
| Istruzione                            | 712            | 98,48%         | 788                                     | 98,55%         |
| Agricoltura                           | 1.043          | 99,33%         | 2.470                                   | 99,02%         |
| Utilities                             | 588            | 99,80%         | 3.260                                   | 99,65%         |
| N.D.                                  | 47             | 99,84%         | 6                                       | 99,65%         |
| Estrattive                            | 179            | 99,99%         | 1.804                                   | 100,00%        |
| Amministrazione Pubblica              | 17             | 100,00%        | 3                                       | 100,00%        |
| <b>Totale complessivo</b>             | <b>123.481</b> | <b>100,00%</b> | <b>519.621</b>                          | <b>100,00%</b> |

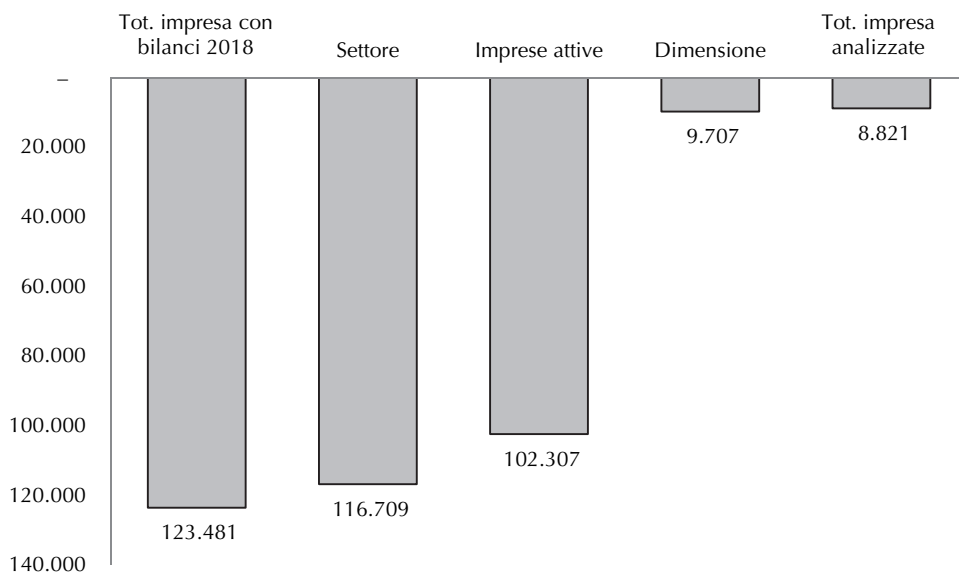
Fonte: elaborazione personale.

Le 123.481 società di capitali operanti nelle suddette province della Lombardia sono state censite dalla banca dati Aida-Bureau van Dijk alla data di riferimento dell'analisi. Nell'anno 2018 queste aziende sviluppano una produzione pari a 519.621 milioni di euro.

Dall'analisi della tabella emerge che circa l'80% delle aziende lombarde si concentra nei settori d'attività immobiliare (20,7%), commercio (16,3%), attività professionali e scientifiche (10,7%), manifattura (16,0%), costruzioni (12,3%), e ICT (5,2%). Si osserva come, anche nella regione Lombardia, il settore immobiliare è quello con la maggioranza delle imprese lombarde ma esso sviluppa, nel 2018, solo il 2,48% del valore della produzione totale lombarda. Il settore d'attività manifatturiere invece, pur essendo il terzo settore in termini di numero d'aziende operanti, è quello che sviluppa la maggior parte del valore della produzione totale delle imprese lombarde (34,3%). Il settore del commercio è subito dietro, sviluppando il 30,9% del valore della produzione totale lombarda. Il restante 32,4% del valore della produzione 2018 delle aziende lombarde è sviluppato da 17 settori, tra i quali il settore delle attività professionali e scientifiche (5,52%) e il settore delle costruzioni (4,26%). Per carenze informative della banca dati utilizzata, non è stato possibile ricondurre a nessuno dei settori evidenziati 47 aziende.

Nel Grafico 4.4 si rappresenta il processo di individuazione del campione di imprese analizzato, applicando i criteri elencati nel paragrafo 4.1.1 "Il campione".

Grafico 4.4. – Lombardia: applicazione dei criteri selettivi



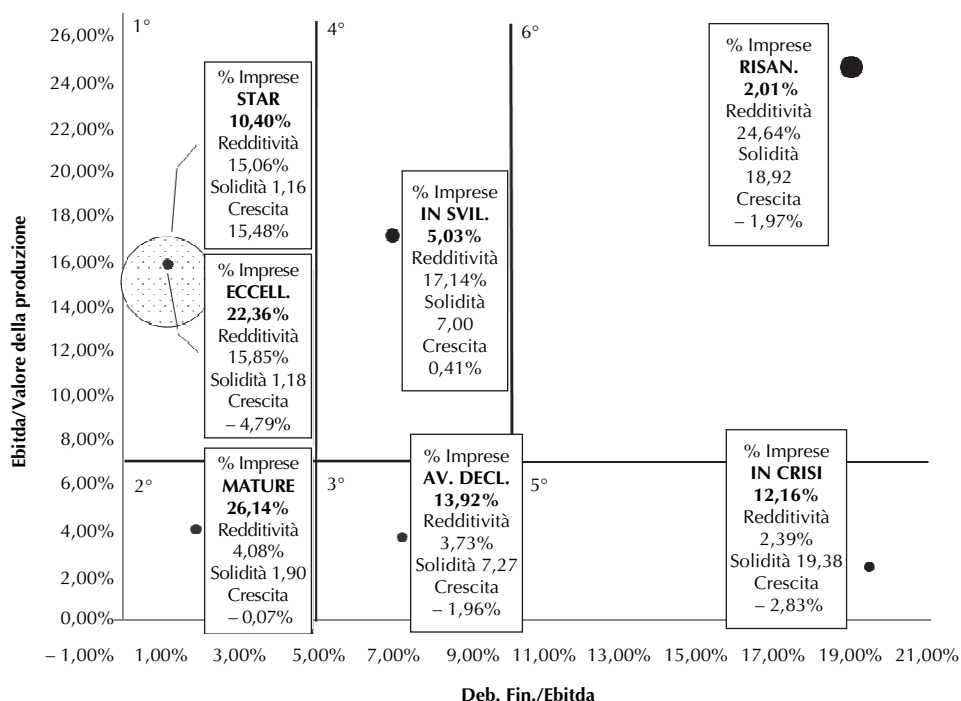
Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi del grafico emerge che 116.709 aziende su un totale di 123.481 appartengono ai settori d'attività economicamente rilevanti considerati e di queste 102.307 sono imprese attive e non in liquidazione.

Sul totale delle imprese attive solo 9.750 realizzano nel corso del 2018 un valore della produzione compreso fra 5 e 250 milioni di euro e di tali aziende quelle effettivamente analizzate sono 8.821, pari a circa il 7,1% del campione di partenza. L'esclusione di ulteriori 930 imprese, rispetto al campione dimensione, avviene per mancanza di dettaglio sui debiti finanziari rappresentati in bilancio.

Nel Grafico 4.5 viene rappresentata la collocazione delle aziende analizzate nella matrice informativa di cui al Grafico 4.5. La rappresentazione grafica permette di svolgere un'analisi tridimensionale su ciascun quadrante, in particolare la posizione della bolla individua i valori medi di redditività e d'indebitamento delle aziende che si collocano nel singolo quadrante, mentre la dimensione della stessa tiene conto della crescita media del quadrante.

Grafico 4.5. – *Lombardia: matrice informativa*



Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi grafica emerge che nel primo quadrante della matrice ricadono il 32,76% delle aziende del campione lombardo analizzato, di queste il 10,4% (917 sul totale di 8.821 aziende analizzate) ha una crescita nel triennio 2016-2018 superiore al 5%, classificandosi quindi come aziende star, mentre il restante 22,36% (1.972 sul totale di 8.821) è contraddistinto da una crescita minore di 5%, addirittura negativa (pari a - 4,79%). Le 917 aziende star sono caratterizzate da una redditività media elevata, pari a 15,06%, ed evidenziano una capacità media di rimborso dei debiti finanziari contenuta, pari a 1,16. Invece le restanti 1.972 imprese appartenenti al primo quadrante hanno una redditività media annua leggermente superiore rispetto alle precedenti, pari a 15,85%, e un rapporto medio d'indebitamento finanziario sostanzialmente analogo, pari a 1,18.

Il 26,14% delle imprese lombarde analizzate si colloca nel secondo quadrante, caratterizzandosi quindi per una redditività media inferiore al 7%, precisamente pari a 4,08%, da una capacità media di rimborso dei debiti finanziari inferiore a 5 (1,9) e per una crescita media annua quasi nulla, ossia dello 0,07%.

1.228 aziende lombarde (13,92% del totale) si collocano, invece, nel terzo quadrante con un rapporto Ebitda su valore della produzione in media pari a 3,73% e un rapporto medio d'indebitamento finanziario di 7,27. Tali aziende registrano inoltre una crescita media annua negativa di quasi - 2 punti percentuali.

Un ulteriore 5,03% delle aziende lombarde analizzate si colloca nel quarto quadrante registrando una redditività media pari a 17,14%, ancora più alta rispetto a quella registrata dalle imprese del primo quadrante, ma ha un rapporto d'indebitamento medio superiore a 5, esattamente pari a 7. Tali aziende hanno inoltre una crescita media annua di poco positiva (0,41%).

Nel quinto quadrante si colloca il 12,16% delle aziende lombarde analizzate, caratterizzate dalla redditività peggiore rispetto agli altri quadranti (2,39%), dal più alto rapporto d'indebitamento medio (19,38) e da una crescita negativa pari a - 2,83 punti percentuali.

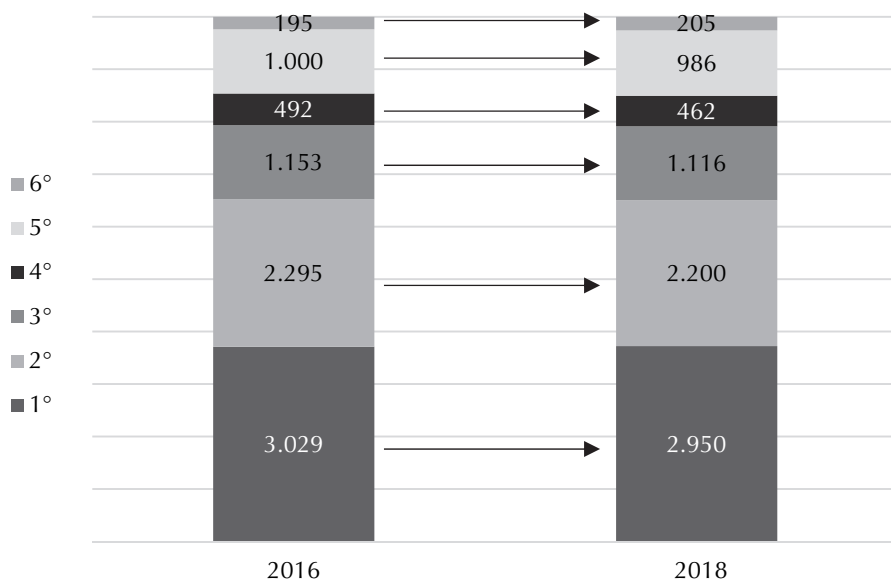
Il quadrante meno popolato è il sesto, dove si collocano il restante 2,01% delle imprese lombarde analizzate. Tali aziende sono caratterizzate dalla redditività più elevata rispetto agli altri quadranti (24,64%), ma hanno un rapporto d'indebitamento medio finanziario molto elevato (18,93) e una crescita media annua negativa pari a - 1,97%.

Non sono rappresentate nel grafico le restanti 704 aziende che registrano una redditività negativa e di conseguenza non generano risorse necessarie a rimborsare i debiti finanziari contratti.

Come descritto nel paragrafo 3.2.3, una volta collocate le imprese analizza-

te nella matrice informativa, è stata esaminata la loro collocazione negli anni 2016 e 2018 (Grafico 4.6) per individuare l'evoluzione del loro posizionamento nella matrice stessa nel corso del triennio 2016-2018. I risultati sono in seguito illustrati e dettagliati per singolo quadrante.

Grafico 4.6. – *Lombardia: collocazione negli anni 2016 e 2018*



Fonte: elaborazione personale.

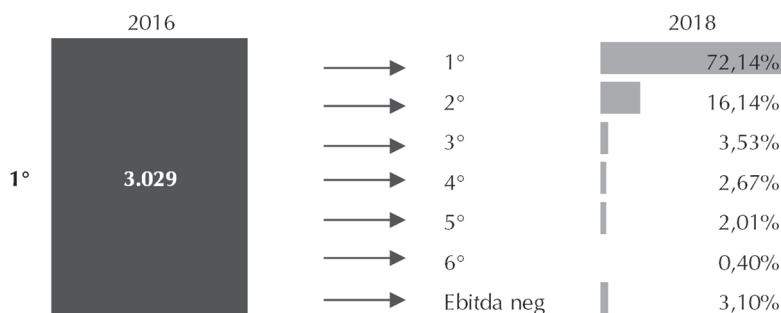
Dall'analisi del Grafico 4.6 emerge che negli anni 2016 e 2018 la collocazione nella matrice informativa era la seguente:

- 1° quadrante – imprese star ed eccellenti. Nel 2016 3.029 imprese (34,34% delle 8.821 totali), nel 2018 2.950 imprese (33,44%);
- 2° quadrante – imprese mature. Nel 2016 2.295 imprese (26,02%), nel 2018 2.200 imprese (24,94%);
- 3° quadrante – imprese in avvio di declino. Nel 2016 1.153 imprese (13,07%), nel 2018 1.116 imprese (12,65%);
- 4° quadrante – imprese in sviluppo. Nel 2016 492 imprese (5,58%), nel 2018 462 imprese (5,24%);
- 5° quadrante – imprese in crisi. Nel 2016 1.000 imprese (11,34%), nel 2018 986 imprese (11,18%);
- 6° quadrante – imprese in risanamento. Nel 2016 195 imprese (2,21%), nel 2018 205 imprese (2,32%).

Sia per l'anno 2016 sia per il 2018 non sono rappresentate le aziende con redditività negativa, rispettivamente 657 e 902 imprese.

Dall'analisi del Grafico 4.7 emerge che il 72,12% delle imprese che nel 2016 si collocavano nel primo quadrante, nel 2018 ha mantenuto lo stesso collocamento e quindi in media gli stessi livelli di redditività e indebitamento. Il restante 27,86% delle aziende si è invece movimentato verso altri quadranti.

Grafico 4.7. – Lombardia: analisi del primo quadrante



Fonte: elaborazione personale.

In particolare la maggior parte di queste ultime (16,14%) nel 2018 si è ricollocata nel secondo quadrante, evidenziando quindi un peggioramento della redditività (passata a livelli inferiori al 7%) e mantenendo un rapporto d'indebitamento finanziario inferiore a 5.

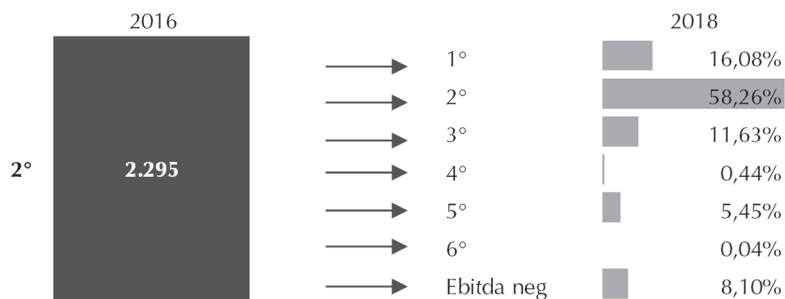
Un ulteriore 3,53% di imprese che nel 2016 si collocavano nel primo quadrante si è invece movimentato verso il 3° quadrante, peggiorando quindi sia in termini di redditività sia in termini di solidità finanziaria (la redditività si è abbassata a livelli inferiori al 7%, l'indebitamento finanziario si è alzato a livelli compresi tra 5 e 10).

Il 3,10% delle 3.029 aziende in analisi ha registrato nel 2018 una redditività inferiore a zero.

Il restante 5,08% si è infine ricollocato nei quadranti rimanenti, in particolare il 2,67% nel quarto, il 2,01% nel quinto e lo 0,40% nel sesto.

Dall'analisi del Grafico 4.8 si evince che il 58,26% delle 2.295 imprese che nel 2016 si collocavano nel secondo quadrante, nel 2018 ha mantenuto gli stessi livelli di redditività e di indebitamento finanziario, collocandosi quindi sempre nel secondo quadrante. Il 41,74%, invece, dal 2016 al 2018 ha modificato la propria collocazione nella matrice informativa.

Grafico 4.8. – Lombardia: analisi del secondo quadrante



Fonte: elaborazione personale.

In particolare la maggior parte di tali aziende che si sono movimentate (16,08%) ha migliorato la propria redditività al di sopra del 7% mantenendo un rapporto d'indebitamento finanziario minore di 5, passando quindi al primo quadrante.

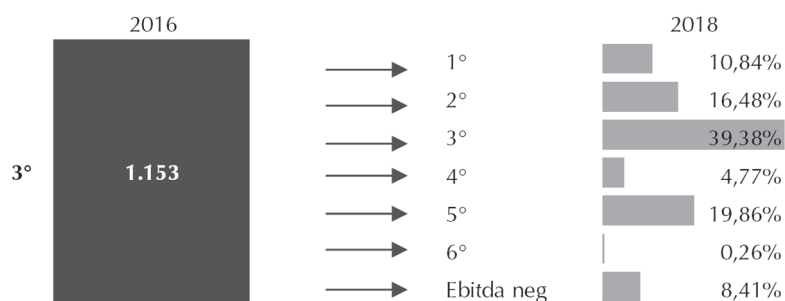
L'11,63% delle aziende in analisi ha invece peggiorato la propria situazione collocandosi nel 2018 come imprese in avvio di declino, ovvero mantenendo bassi livelli di redditività (al di sotto del 7%) e peggiorando il loro rapporto d'indebitamento finanziario, passato a valori compresi tra 5 e 10.

Il 5,45% delle 2.295 aziende nel 2018 ha ulteriormente peggiorato il proprio rapporto d'indebitamento finanziario, registrando valori elevati al di sopra di 10, e ha mantenuto una redditività contenuta inferiore al 7%.

L'8,10% delle aziende in analisi ha invece peggiorato la redditività, che nel 2018 assume valori negativi.

Il restante 0,48% delle aziende si è infine movimentato verso il quarto e sesto quadrante.

Grafico 4.9. – Lombardia: analisi del terzo quadrante



Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi del Grafico 4.9 emerge che le 1.153 aziende che nel 2016 si collocavano nel terzo quadrante sono tra quelle che si sono movimentate maggiormente, infatti solo il 39,38% di esse nel 2018 è rimasto nella stessa difficile situazione nella quale si trovava nel 2016, ovvero una bassa redditività (al di sotto del 7%) e un medio-alto rapporto di indebitamento finanziario (compreso tra 5 e 10).

In particolare la maggior parte (19,86%) delle aziende in analisi che si sono movimentate, nel 2018 si colloca nel quinto quadrante, peggiorando quindi ulteriormente la propria già difficile situazione, ovvero ha mantenuto bassi valori di redditività e ha registrato un rapporto d'indebitamento finanziario più elevato, superiore a 10.

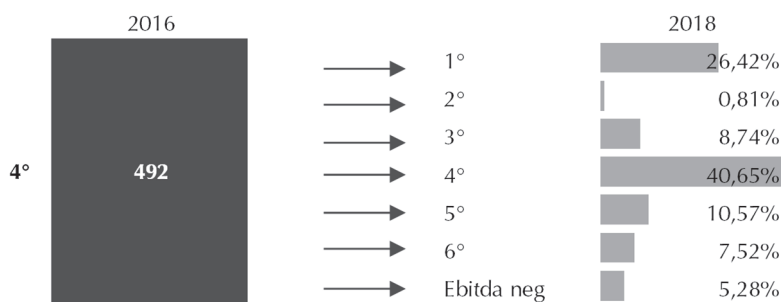
Una grossa parte delle 1.153 aziende (16,48%) ha invece migliorato il proprio rapporto d'indebitamento finanziario ricollocandosi nel secondo quadrante, comunque mantenendo una redditività bassa.

Si osserva come invece il 10,84% delle aziende che nel 2016 si collocavano nel terzo quadrante, nel 2018 si è collocato nel primo quadrante, riuscendo quindi a migliorare sia in termini di redditività (valori sopra al 7%), sia in termini di rapporto d'indebitamento finanziario (valori inferiori a 5).

L'8,41% delle aziende che nel 2016 registravano un rapporto d'indebitamento finanziario compreso tra 5 e 10 e una redditività inferiore a 7%, nel 2018 ha peggiorato ulteriormente la propria redditività, registrano un Ebitda negativo.

Infine il restante 5,03% delle 1.153 aziende in analisi, nel 2018 si è ricollocato nel quarto (4,77%) e nel sesto quadrante (0,26%).

Grafico 4.10. – *Lombardia: analisi del quarto quadrante*



Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi del Grafico 4.10 emerge che le 492 aziende che nel 2016 si collocavano nel quarto quadrante sono anch'esse tra quelle che si sono maggiormente movimentate, infatti solo il 40,65% di esse nel 2018 presenta gli stessi

livelli di valori sia in termini di redditività sia in termini di rapporto d'indebitamento finanziario.

Tra il 59,36% delle 492 aziende che presentano una diversa collocazione nel 2018, la maggior parte (26,42%) si è riallocata nel primo quadrante, migliorando quindi in termini di indebitamento finanziario, ovvero scendendo a valori inferiori al 5 e mantenendo gli stessi livelli di redditività (superiore a 7%).

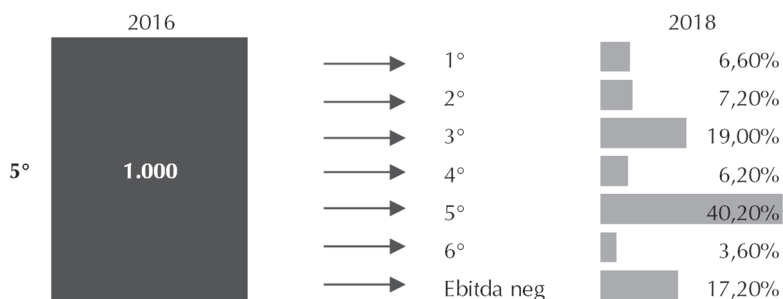
Il 10,57% delle 492 aziende in analisi ha invece peggiorato notevolmente la propria situazione, ricollocandosi nel quinto quadrante e quindi registrando una redditività più bassa (inferiore al 7%) e peggiorando la loro capacità di rimborso dei debiti finanziari (valori superiori a 10).

43 aziende (8,74%) in analisi nel 2018 si sono collocate nel terzo quadrante, mantenendo quindi dei valori di indebitamento finanziario compresi fra 5 e 10 e peggiorando la propria redditività a valori inferiori al 7%.

Un'ulteriore 7,52% di tali aziende nel 2018 ha registrato un indebitamento finanziario peggiore (valori superiori a 10), ma ha mantenuto una redditività elevata (valori superiori a 7%), posizionandosi quindi nel sesto quadrante.

Infine le restanti 30 (6,71%) imprese in analisi nel 2018 si sono posizionate nel secondo quadrante (0,81%) ed hanno registrato un Ebitda negativo (5,28%).

Gráfico 4.11. – Lombardia: analisi del quinto quadrante



Fonte: elaborazione personale.

Le 1.000 aziende che nel 2016 si collocavano nel quinto quadrante, valutato come il peggiore per il mix di redditività bassa (valori inferiori a 7%) e rapporto d'indebitamento finanziario alto (valori superiori a 10), nel 2018 sono riuscite in molti casi a modificare il proprio posizionamento nella matrice informativa, infatti solo il 40,20% di esse nel 2018 ha registrato gli stessi livelli di redditività e d'indebitamento finanziario.

La maggior parte delle aziende che nel 2018 hanno modificato la propria posizione nella matrice informativa (19%) sono riuscite in parte a migliorare il

proprio rapporto d'indebitamento finanziario a livelli compresi tra 5 e 10, mantenendo però valori di redditività inferiori a 7%, riposizionandosi quindi nel terzo quadrante.

Un'altra grossa parte delle 1.000 aziende in analisi (17,20%) nel 2018, rispetto al 2016, ha ulteriormente peggiorato la propria redditività registrando un Ebitda negativo.

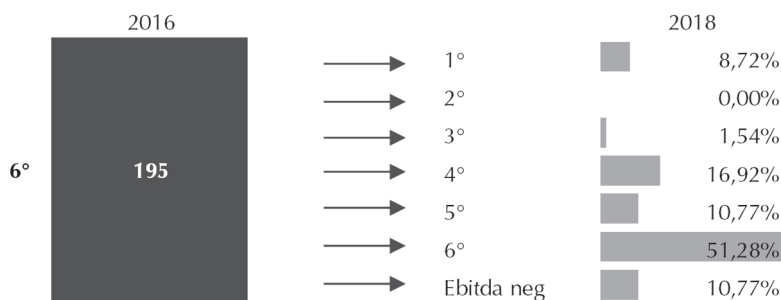
Il 7,20% delle aziende in oggetto nel 2018, pur mantenendo valori di redditività bassi (inferiori a 7%), è riuscito a migliorare notevolmente il proprio indebitamento finanziario portandolo a valori inferiori a 5, ovvero riposizionandosi nel secondo quadrante.

È importante evidenziare come 66 delle 1.000 imprese in analisi (6,60%) siano riuscite in tre anni a passare dal quinto quadrante, valutato come peggiore, al primo quadrante, il migliore, grazie quindi a una redditività salita a valori superiori a 7% e un indebitamento finanziario sceso al di sotto del 5.

Infine il restante 9,80% delle aziende in oggetto, nel 2018 si è riposizionato nel quarto quadrante (6,20%) e nel sesto quadrante (3,60%).

Dall'analisi del Grafico 4.12 emerge che il 51,28% delle 195 aziende che nel 2016 si posizionavano nel sesto quadrante, nel 2018 ha mantenuto gli stessi livelli di redditività (valori superiori a 7%) e di indebitamento finanziario (valori superiori a 10).

Grafico 4.12. – Lombardia: analisi del sesto quadrante



Fonte: elaborazione personale.

Le 95 aziende che nel 2018 hanno modificato il proprio posizionamento nella matrice informativa (48,72%), nella maggior parte dei casi (16,92%) si sono ricollocate nel quarto quadrante, registrando quindi un migliore indebitamento finanziario (passato a valori compresi tra 5 e 10) e mantenendo una redditività alta (valori superiori a 7%).

Il 21,54% delle aziende in analisi invece ha peggiorato la propria situazione

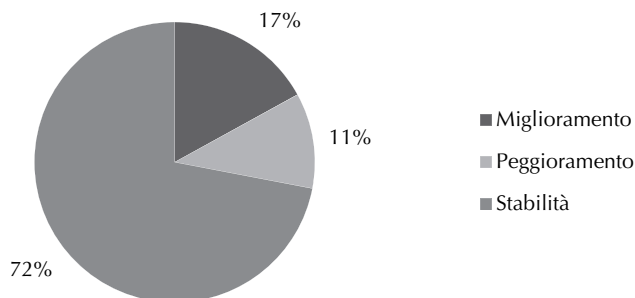
ne, in particolare il 10,77% ha registrato nel 2018 un Ebitda negativo e il 10,77% ha mantenuto lo stesso elevato rapporto d'indebitamento finanziario ed ha inoltre peggiorato la propria redditività passando a valori inferiori a 7%, posizionandosi quindi come imprese in crisi.

Nel triennio in analisi 17 imprese (8,72%) sono riuscite invece a mantenere la redditività a valori superiori al 7% e contemporaneamente hanno notevolmente migliorato il loro rapporto d'indebitamento finanziario scendendo a valori inferiori a 5, ripositionandosi quindi nel primo quadrante.

Infine il restante 1,54% delle 195 aziende in analisi, nel 2018 si è ripositionato nel terzo quadrante. Nessuna azienda analizzata è invece passata dal sesto al secondo quadrante.

In generale, dal Grafico 4.13 emerge che il 72% delle aziende lombarde analizzate, nel triennio considerato, non subisce alcun incremento/decremento di redditività tale da permettere la classificazione in un altro quadrante. Il 17% delle aziende evidenzia un miglioramento della redditività, mentre l'11% un peggioramento.

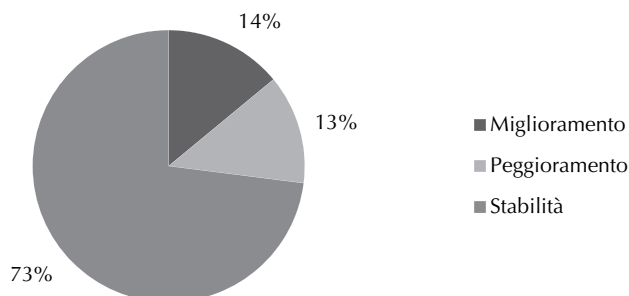
Grafico 4.13. – *Lombardia: andamento redditività 2016-2018*



Fonte: elaborazione personale.

Infine, sempre a livello generale, dal Grafico 4.14 emerge che il 73% delle aziende lombarde in analisi, nel corso del triennio, non registra variazioni di valori in termini d'indebitamento finanziario tali da classificarsi nel 2018 in un diverso quadrante. Il 14% invece registra un miglioramento d'indebitamento finanziario, il 13% un peggioramento.

Grafico 4.14. – Lombardia: andamento indebitamento finanziario 2016-2018



Fonte: elaborazione personale.

#### 4.4.1.1. Le imprese lombarde star

La Tabella 4.3 mette in evidenza la distribuzione per *cluster* di fatturato delle aziende lombarde che, secondo l'analisi effettuata in precedenza, risultano essere le imprese star, ovvero quelle con una redditività elevata, superiore a 7%, con un rapporto d'indebitamento finanziario basso, inferiore a 5 e una crescita media annua superiore a 5%.

Tabella 4.3. – Lombardia: valori medi 2018 (in migliaia di euro)

| Cluster fatturato         | N. imprese | Ebitda       | CAGR<br>Valore della<br>Produzione | MT/PN       | Deb. Fin./<br>Ebitda |
|---------------------------|------------|--------------|------------------------------------|-------------|----------------------|
| 5-10 Mln                  | 343        | 1.319        | 15,47%                             | 1,21        | 0,91                 |
| 10-50 Mln                 | 454        | 3.636        | 15,05%                             | 1,17        | 1,06                 |
| 50-100 Mln                | 78         | 11.436       | 16,14%                             | 1,46        | 1,01                 |
| 100-200 Mln               | 32         | 21.803       | 15,53%                             | 1,38        | 1,33                 |
| 200 Mln-250 Mln           | 10         | 30.698       | 15,59%                             | 1,33        | 0,68                 |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>917</b> | <b>4.362</b> | <b>15,48%</b>                      | <b>1,29</b> | <b>1,05</b>          |

Fonte: elaborazione personale.

Per ciascun *cluster* di fatturato sono stati individuati i valori medi di Ebitda, CAGR calcolato sul valore della produzione, rapporto di indebitamento complessivo (MT/PN) e finanziario (Deb. Fin./Ebitda).

Dall'analisi della tabella emerge che il maggior numero delle imprese star

(circa il 50%) ha un fatturato 2018 compreso tra 10 e 50 milioni di euro, con un Ebitda medio di 3.636 migliaia di euro, una crescita media parecchio elevata (15,05%) e rapporti d'indebitamento complessivo e finanziario bassi (rispettivamente 1,17 e 1,06).

Un ulteriore 37,4% delle 917 imprese star ha registrato nel 2018 un fatturato compreso tra 5 e 10 milioni di euro con un Ebitda medio pari a 1.319 migliaia di euro, un CAGR di 15,47%, un rapporto d'indebitamento complessivo di 1,21 e una capacità di rimborsare i debiti finanziari in meno di un anno, pari a 0,91.

Il restante 13,08% delle imprese lombarde star ha sviluppato nel 2018 un fatturato compreso tra 50 e 250 milioni di euro. In particolare le 78 imprese con fatturato tra 50 e 100 milioni di euro hanno evidenziato la crescita media più elevata rispetto agli altri *cluster*, pari a 16,14%. Le 10 imprese star con fatturato 2018 compreso tra 200 e 250 milioni di euro, oltre ad aver registrato, come era logico attendersi, l'Ebitda più elevato rispetto agli altri *cluster* (30.698 migliaia di euro), sono anche quelle in media con la migliore capacità di rimborsare i debiti finanziari (Deb. Fin. su Ebitda pari a 0,68).

In media e complessivamente, le 917 imprese lombarde star sviluppano nel 2018 un Ebitda pari a 4.362 migliaia di euro, un CAGR sul valore della produzione di molto superiore al parametro del 5% utilizzato per l'analisi (15,48%), un rapporto d'indebitamento complessivo basso, pari a 1,29, e infine una capacità di rimborsare i debiti finanziari in poco più di un anno (1,05).

La Tabella 4.4 che segue permette invece di evidenziare, sempre relativamente alle 921 imprese star suddivise per *cluster* di fatturato, il valore della produzione, l'Ebitda e i debiti finanziari mediamente prodotti negli anni 2016, 2017 e 2018.

Tabella 4.4. – *Lombardia: dimensione, fatturato, Ebitda e debiti finanziari (dati 2016-2018 in migliaia di euro)*

| <i>Cluster fatturato</i>  | <i>N. imprese</i> | <i>Valore della<br/>Produzione</i> | <i>Ebitda</i>    | <i>Debiti<br/>finanziari</i> |
|---------------------------|-------------------|------------------------------------|------------------|------------------------------|
| 5-10 Mln                  | 343               | 2.359.435                          | 377.625          | 405.121                      |
| 10-50 Mln                 | 454               | 8.696.412                          | 1.386.852        | 1.709.902                    |
| 50-100 Mln                | 78                | 5.237.922                          | 761.820          | 795.642                      |
| 100-200 Mln               | 32                | 4.113.845                          | 587.984          | 814.507                      |
| 200 Mln-250 Mln           | 10                | 2.114.536                          | 278.657          | 200.748                      |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>917</b>        | <b>22.522.150</b>                  | <b>3.392.937</b> | <b>3.925.920</b>             |

Fonte: elaborazione personale.

Il *cluster* di fatturato più popolato con 454 imprese (10-50 milioni di euro) registra in media nei tre anni considerati un valore della produzione pari a 8.696.412, un Ebitda di 1.386.852 e debiti finanziari per 1.709.902 migliaia di euro.

Complessivamente le 917 imprese star operanti nella regione Lombardia sviluppano, negli anni 2016, 2017 e 2018, una produzione pari a 22.522.150 migliaia di euro, con un Ebitda di 3.392.937 migliaia di euro e debiti finanziari per 3.925.930 migliaia di euro.

Tabella 4.5. – *Lombardia: distribuzione settoriale delle aziende star*

| Settore                   | Imprese    | Valore produzione media 2016-2018 |                   |                |
|---------------------------|------------|-----------------------------------|-------------------|----------------|
|                           | N.         | %                                 |                   | %              |
| Commercio                 | 157        | 17,1%                             | 4.520.553         | 20,07%         |
| Macchinari                | 146        | 15,9%                             | 3.003.031         | 13,33%         |
| Metalmecanico             | 95         | 10,4%                             | 1.954.871         | 8,68%          |
| Attività professionali    | 91         | 9,9%                              | 1.978.162         | 8,78%          |
| Manifattura-Altro         | 55         | 6,0%                              | 1.228.731         | 5,46%          |
| ICT                       | 52         | 5,7%                              | 1.495.991         | 6,64%          |
| Gomma-Plastica            | 48         | 5,2%                              | 1.140.265         | 5,06%          |
| Petrol-Chimico            | 43         | 4,7%                              | 922.773           | 4,10%          |
| Costruzioni               | 43         | 4,7%                              | 896.268           | 3,98%          |
| Tessile                   | 36         | 3,9%                              | 875.099           | 3,89%          |
| Alimentare                | 28         | 3,1%                              | 872.338           | 3,87%          |
| Trasporto e Magazzinaggio | 24         | 2,6%                              | 875.201           | 3,89%          |
| Farmaceutico              | 23         | 2,5%                              | 1.201.580         | 5,34%          |
| Servizi alle imprese      | 22         | 2,4%                              | 437.340           | 1,94%          |
| Attività Finanziarie      | 14         | 1,5%                              | 365.477           | 1,62%          |
| Immobiliare               | 14         | 1,5%                              | 175.816           | 0,78%          |
| Alloggio e ristorazione   | 13         | 1,4%                              | 291.943           | 1,30%          |
| Automotive                | 7          | 0,8%                              | 97.577            | 0,43%          |
| Attività culturali        | 3          | 0,3%                              | 68.739            | 0,31%          |
| Agricoltura               | 3          | 0,3%                              | 120.394           | 0,53%          |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>917</b> | <b>100,00%</b>                    | <b>22.522.150</b> | <b>100,00%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

La Tabella 4.5 evidenzia la distribuzione settoriale delle 921 aziende lombarde star. Dall'analisi della stessa è possibile osservare che:

- 157 aziende (17,1%) appartengono al settore commerciale;
- 146 aziende (15,9%) al settore dei macchinari;
- 95 aziende (10,4%) al settore metalmeccanico;
- 91 aziende (9,9%) al settore delle attività professionali;
- le restanti 428 (46,7%) appartengono ad altri 16 settori.

Si osserva inoltre che il settore del commercio, oltre ad essere quello più popolato, è anche quello che sviluppa in media, nel triennio analizzato, una grossa parte del valore della produzione totale delle imprese star lombarde (17,1%).

È inoltre interessante notare come il settore farmaceutico, pur essendo rappresentato da solo 23 imprese star, sviluppi 1.201.580 migliaia di euro, ovvero circa il 5,34% del valore della produzione complessivo.

L'analisi svolta sulle imprese star illustrata in questo paragrafo è stata effettuata anche per le imprese lombarde che si sono posizionate nel terzo e nel quinto quadrante, valutati come i quadranti peggiori sia in termini di redditività che in termini d'indebitamento finanziario. Tale analisi viene illustrata nei due paragrafi successivi.

#### 4.4.1.2. *Le attese delle imprese lombarde star*

L'analisi delle imprese star della regione Lombardia è stata suddivisa per le principali province e, dopo aver individuato il campione delle imprese star per ognuna delle province lombarde, si è cercato di approfondire la percezione, da parte delle suddette aziende, in relazione al tema analizzato, con particolare riferimento al grado di conoscenza e di potenziale gradimento delle forme di finanziamento a titolo di debito alternative rispetto al canale bancario.

Le attese di alcune delle imprese del campione (in particolare, quelle star) sono state approfondite direttamente mediante l'effettuazione di un'intervista, durante la quale è stato compilato un questionario (allegato nell'Appendice). Tale intervista, effettuata dall'autore, è stata rivolta agli amministratori/manager delle imprese. In particolare, sono state individuate alcune imprese delle province di Mantova, Cremona, Brescia e Bergamo, grazie anche alla collaborazione delle locali associazioni industriali. Le aziende intervistate tra il mese di aprile e giugno 2018 sono state complessivamente 28; ogni azienda è stata oggetto di una intervista, per un totale di 28 interviste. Ogni intervista ha avuto una durata media di tre ore. Le aziende intervistate sono suddivise come indicato nella Tabella 4.6.

Tabella 4.6. – *Numero delle imprese intervistate per provincia*

| <i>N./Provincia</i>                | Mantova | Cremona | Brescia | Bergamo | Totale |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| <i>Numero aziende intervistate</i> | 5       | 5       | 10      | 8       | 28     |

*Fonte:* elaborazione personale.

La prima parte del questionario è stata finalizzata ad approfondire alcune caratteristiche generali delle imprese, con particolare riferimento alla presenza di amministratori indipendenti, al soggetto preposto al governo della funzione finanziaria in azienda e infine alla presenza del sistema di controllo di gestione.

Di seguito si riportano nelle successive tabelle le risposte alle tematiche di indagine.

Le imprese intervistate risultano essere caratterizzate da una bassa presenza di amministratori indipendenti, bilanciata da una significativa presenza di manager esterni ovvero non riconducibili agli azionisti. La funzione finanziaria è, in genere, presidiata dal direttore amministrativo e dal commercialista di riferimento. In pochi casi (il 25% medio tra le provincie) esiste un CFO, nel 43% dei casi si occupa dei temi finanziari l'imprenditore o amministratore e nel 57% dei casi l'attività viene affidata anche a consulenti esterni. Le aziende intervistate hanno, in genere, il sistema di controllo della gestione, mentre nell'80% medio dei casi non sottopongono il bilancio a certificazione.

Tabella 4.7. – *Presenza di consiglieri indipendenti e manager esterni nelle imprese star*

| <i>Provincia</i> | <i>Consiglieri indipendenti</i> |           |            |            | <i>Manager Esterni</i> |           |            |            |
|------------------|---------------------------------|-----------|------------|------------|------------------------|-----------|------------|------------|
|                  | <i>SÌ</i>                       | <i>NO</i> | <i>%</i>   | <i>%</i>   | <i>SÌ</i>              | <i>NO</i> | <i>%</i>   | <i>%</i>   |
| Mantova          | 1                               | 4         | 20%        | 80%        | 3                      | 2         | 60%        | 40%        |
| Cremona          | 1                               | 4         | 20%        | 80%        | 3                      | 2         | 60%        | 40%        |
| Brescia          | 2                               | 8         | 20%        | 80%        | 6                      | 4         | 60%        | 40%        |
| Bergamo          | 3                               | 5         | 38%        | 63%        | 5                      | 3         | 63%        | 38%        |
| <b>Totale</b>    | <b>7</b>                        | <b>21</b> | <b>25%</b> | <b>75%</b> | <b>17</b>              | <b>11</b> | <b>61%</b> | <b>39%</b> |

*Fonte:* elaborazione personale.

Tabella 4.8. – *Soggetto che presidia la funzione finanziaria in azienda (risposta multipla)*

|                  | <i>Direttore finanziario/<br/>CFO</i> |            | <i>Responsabile amministrativo</i> |            | <i>Imprenditore o amministratore</i> |            | <i>Consulenti esterni</i> |            | <i>Commercialista</i> |            |
|------------------|---------------------------------------|------------|------------------------------------|------------|--------------------------------------|------------|---------------------------|------------|-----------------------|------------|
| <i>Provincia</i> | <i>N.</i>                             | <i>%</i>   | <i>N.</i>                          | <i>%</i>   | <i>N.</i>                            | <i>%</i>   | <i>N.</i>                 | <i>%</i>   | <i>N.</i>             | <i>%</i>   |
| Mantova          | 1                                     | 20%        | 4                                  | 80%        | 2                                    | 40%        | 3                         | 60%        | 3                     | 60%        |
| Cremona          | 1                                     | 20%        | 4                                  | 80%        | 2                                    | 40%        | 3                         | 60%        | 3                     | 60%        |
| Brescia          | 2                                     | 20%        | 8                                  | 80%        | 4                                    | 40%        | 6                         | 60%        | 6                     | 60%        |
| Bergamo          | 3                                     | 38%        | 5                                  | 63%        | 4                                    | 50%        | 4                         | 50%        | 2                     | 25%        |
| <b>Totale</b>    | <b>7</b>                              | <b>25%</b> | <b>21</b>                          | <b>75%</b> | <b>12</b>                            | <b>43%</b> | <b>16</b>                 | <b>57%</b> | <b>14</b>             | <b>50%</b> |

*Presenza di strumenti di pianificazione e tipologia degli stessi per provincia*

| <i>Provincia/Pianificazione/<br/>Strumento di pianificazione</i> | <i>Mantova</i> |      | <i>Cremona</i> |      | <i>Brescia</i> |      | <i>Bergamo</i> |      | <i>Totale</i> |      |
|------------------------------------------------------------------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|---------------|------|
| <b>SÌ</b>                                                        | 4              | 80%  | 4              | 80%  | 8              | 80%  | 7              | 88%  | 23            | 82%  |
| Piano industriale                                                | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |
| Budget                                                           | 4              | 100% | 4              | 100% | 8              | 100% | 7              | 100% | 23            | 100% |
| Forecast                                                         | 1              | 25%  | 1              | 25%  | 2              | 25%  | 1              | 14%  | 5             | 22%  |
| Altro                                                            | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |
| <b>NO</b>                                                        | 1              | 20%  | 1              | 20%  | 2              | 20%  | 1              | 13%  | 5             | 18%  |

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 4.9. – *Presenza di pianificazione autonoma e/o analisi scostamenti previsioni*

| Provincia | Pianificazione autonoma |    |    |      |  | Analisi scostamenti previsioni |    |    |      |
|-----------|-------------------------|----|----|------|--|--------------------------------|----|----|------|
|           | SÌ                      |    | NO |      |  | SÌ                             |    | NO |      |
| Mantova   | 0                       | 0% | 5  | 100% |  | 0                              | 0% | 5  | 100% |
| Cremona   | 0                       | 0% | 5  | 100% |  | 0                              | 0% | 5  | 100% |
| Brescia   | 0                       | 0% | 10 | 100% |  | 0                              | 0% | 10 | 100% |
| Bergamo   | 0                       | 0% | 8  | 100% |  | 0                              | 0% | 8  | 100% |
| Totale    | 0                       | 0% | 28 | 100% |  | 0                              | 0% | 28 | 100% |

*Articolazione delle imprese interrogate per la presenza di bilanci certificati, motivazione della scelta e provincia*

| <i>Provincia/Bilanci certificati</i> | <i>Mantova</i> |      | <i>Cremona</i> |      | <i>Brescia</i> |      | <i>Bergamo</i> |      |
|--------------------------------------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|
| <b>SÌ</b>                            | 1              | 20%  | 1              | 20%  | 2              | 20%  | 3              | 38%  |
| Obbligo Civilistico                  | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   |
| Scelta volontaria                    | 1              | 100% | 1              | 100% | 2              | 100% | 3              | 100% |
| <b>NO</b>                            | 4              | 80%  | 4              | 80%  | 8              | 80%  | 5              | 62%  |

*Le aziende interrogate articolate per presenza di strumenti di controllo della gestione, tempo trascorso dall'avvio dell'utilizzo degli stessi e provincia*

| <i>Sistema di controllo gestione/<br/>Tempo di dotazione/Provincia</i> | <i>Mantova</i> |     | <i>Cremona</i> |     | <i>Brescia</i> |     | <i>Bergamo</i> |     | <i>Totale</i> |
|------------------------------------------------------------------------|----------------|-----|----------------|-----|----------------|-----|----------------|-----|---------------|
| <b>SÌ</b>                                                              | 4              | 80% | 4              | 80% | 8              | 80% | 7              | 88% | 23 82%        |
| Meno di 1 anno                                                         | 1              | 25% | 1              | 25% | 2              | 25% | 3              | 43% | 7 30%         |
| 1-3 anni                                                               | 2              | 50% | 2              | 50% | 4              | 50% | 1              | 14% | 9 39%         |
| 3-5 anni                                                               | 1              | 25% | 1              | 25% | 2              | 25% | 3              | 43% | 7 30%         |
| 5-10 anni                                                              | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0 0%          |
| Più di 10 anni                                                         | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0 0%          |
| <b>NO</b>                                                              | 1              | 20% | 1              | 20% | 2              | 20% | 1              | 13% | 5 18%         |

*Fonte: elaborazione personale.*

*Tabella 4.10. – Le aziende interrogate articolate per presenza di strumenti di controllo della gestione, soggetto incaricato e provincia (risposte multiple)*

| <i>Sistema di controllo gestione/ Soggetto incaricato/Provincia</i> | <i>Mantova</i> |      | <i>Cremona</i> |      | <i>Brescia</i> |      | <i>Bergamo</i> |      | <i>Totale</i> |
|---------------------------------------------------------------------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|---------------|
| <b>SÌ</b>                                                           | 4              | 80%  | 4              | 80%  | 8              | 80%  | 7              | 88%  | 23 82%        |
| Controller                                                          | 1              | 25%  | 1              | 25%  | 2              | 25%  | 3              | 43%  | 7 30%         |
| Responsabile amministrativo                                         | 4              | 100% | 4              | 100% | 8              | 100% | 7              | 100% | 23 100%       |
| Responsabile produttivo                                             | 3              | 75%  | 3              | 75%  | 6              | 75%  | 4              | 57%  | 16 70%        |
| Responsabile dei sistemi informatici                                | 1              | 25%  | 1              | 25%  | 2              | 25%  | 1              | 14%  | 5 22%         |
| Imprenditore                                                        | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0 0%          |

*Segue*

| <i>Sistema di controllo gestione/ Soggetto incaricato/Provincia</i> | <i>Mantova</i> |     | <i>Cremona</i> |     | <i>Brescia</i> |     | <i>Bergamo</i> |     | <i>Totale</i> |     |
|---------------------------------------------------------------------|----------------|-----|----------------|-----|----------------|-----|----------------|-----|---------------|-----|
| Consulenti esterni                                                  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0             | 0%  |
| Commercialista                                                      | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0             | 0%  |
| Altro                                                               | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0             | 0%  |
| <b>NO</b>                                                           | 1              | 20% | 1              | 20% | 2              | 20% | 1              | 13% | 5             | 18% |

*Fonte:* elaborazione personale.

Sono state approfondite le esigenze delle imprese di effettuare nuovi investimenti, relativamente alle quali è stato evidenziato che, nel 60% circa dei casi analizzati, l'individuazione di progetti di investimento è circostanziata (e suddivisi come evidenziato nella Tabella 4.11), mentre nel 40% circa dei casi le imprese intervistate non avevano specifici progetti di investimento.

Tabella 4.11. – *Le aziende interrogate articolate in funzione della previsione di nuovi investimenti, tipologia di investimento/progetto e provincia*

| <i>Nuovi investimenti/ Tipologia/Provincia</i> | <i>Mantova</i> |     | <i>Cremona</i> |     | <i>Brescia</i> |     | <i>Bergamo</i> |     | <i>Totale</i> |     |
|------------------------------------------------|----------------|-----|----------------|-----|----------------|-----|----------------|-----|---------------|-----|
| <b>SÌ</b>                                      | 3              | 60% | 3              | 60% | 6              | 60% | 5              | 63% | 17            | 61% |
| Nuovi business                                 | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0             | 0%  |
| Nuovi prodotti                                 | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0             | 0%  |
| Nuovi mercati locali                           | 1              | 33% | 1              | 33% | 2              | 33% | 1              | 20% | 5             | 29% |
| Nuovi mercati esteri                           | 1              | 33% | 1              | 33% | 2              | 33% | 1              | 20% | 5             | 29% |
| Nuove tecnologie processi produttivi           | 1              | 33% | 1              | 33% | 2              | 33% | 1              | 20% | 5             | 29% |
| Nuovi canali di vendita                        | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0             | 0%  |
| Progetti di integrazione                       | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0             | 0%  |
| Nuovi siti produttivi                          | 2              | 67% | 2              | 67% | 4              | 67% | 4              | 80% | 12            | 71% |
| Impianti/attrezzature                          | 1              | 33% | 1              | 33% | 2              | 33% | 3              | 60% | 7             | 41% |
| Altro                                          | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0              | 0%  | 0             | 0%  |
| <b>NO</b>                                      | 2              | 40% | 2              | 40% | 4              | 40% | 3              | 38% | 11            | 39% |

*Le aziende interrogate articolate in funzione della previsione di nuovi investimenti, tipologia di investimento e provincia*

| <i>Nuovi investimenti/<br/>Tipologia/Provincia</i> | <i>Mantova</i> |      | <i>Cremona</i> |      | <i>Brescia</i> |      | <i>Bergamo</i> |      | <i>Totale</i> |      |
|----------------------------------------------------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|---------------|------|
| <b>SÌ</b>                                          | 3              | 60%  | 3              | 60%  | 6              | 60%  | 5              | 63%  | 17            | 61%  |
| Interno                                            | 1              | 33%  | 1              | 33%  | 2              | 33%  | 3              | 60%  | 7             | 41%  |
| Esterno                                            | 3              | 100% | 3              | 100% | 6              | 100% | 5              | 100% | 17            | 100% |
| Entrambi                                           | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |
| <b>NO</b>                                          | 2              | 40%  | 2              | 40%  | 4              | 40%  | 3              | 38%  | 11            | 39%  |

*Le aziende interrogate in funzione della previsione di nuovi investimenti, previsione dell'ammontare dell'investimento e provincia*

| <i>Nuovi investimenti/Entità<br/>determinata/Provincia</i> | <i>Mantova</i> |      | <i>Cremona</i> |      | <i>Brescia</i> |      | <i>Bergamo</i> |      | <i>Totale</i> |      |
|------------------------------------------------------------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|---------------|------|
| <b>SÌ</b>                                                  | 3              | 60%  | 3              | 60%  | 6              | 60%  | 5              | 63%  | 17            | 61%  |
| Entità investimento determinata                            | 3              | 100% | 3              | 100% | 6              | 100% | 5              | 100% | 17            | 100% |
| Entità investimento non determinata                        | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |
| <b>NO</b>                                                  | 2              | 40%  | 2              | 40%  | 4              | 40%  | 3              | 38%  | 11            | 39%  |

*Fonte: elaborazione personale.*

Relativamente agli importi degli investimenti, le imprese sono state classificate in categorie di “spesa” dell’investimento, evidenziando una significativa diffusione di classi di investimento tra i 10 e 20 milioni di euro (per il 59% dei casi) e oltre i 20 milioni di euro (per il 41% dei casi). L’analisi evidenzia valori di investimento unitari significativi che potrebbero, in via teorica, rendere appetibile il ricorso a canali differenti rispetto a quello bancario. Gli investimenti previsti sarebbero, inoltre, da effettuare entro un periodo di 12 mesi nel 41% dei casi, mentre tra 1 e 3 anni nel 59% dei casi, con la possibilità, in questa ultima situazione, di poter pianificare per tempo il reperimento di adeguate risorse finanziarie (Tabella 4.13).

Tabella 4.13. – *Le aziende interrogate articolate in funzione della previsione di nuovi investimenti, ammontare dell'investimento e provincia*

| <i>Nuovi investimenti/<br/>Ammontare/Provincia</i> | <i>Mantova</i> | <i>Cremona</i> | <i>Brescia</i> | <i>Bergamo</i> | <i>Totale</i> |
|----------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>SÌ</b>                                          | 3 60%          | 3 60%          | 6 60%          | 5 63%          | 17 61%        |
| Oltre 20                                           | 1 33%          | 1 33%          | 2 33%          | 3 60%          | 7 41%         |
| Tra 10 e 20                                        | 2 67%          | 2 67%          | 4 67%          | 2 40%          | 10 59%        |
| Tra 5 e 10 ml                                      | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%          |
| Tra 0-5 ml                                         | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%          |
| <b>NO</b>                                          | 2 40%          | 2 40%          | 4 40%          | 3 38%          | 11 39%        |

*Le aziende interrogate articolare in funzione della previsione di nuovi investimenti, tempistica dell'investimento e provincia*

| <i>Nuovi investimenti/<br/>Tempistica/Provincia</i> | <i>Mantova</i> | <i>Cremona</i> | <i>Brescia</i> | <i>Bergamo</i> | <i>Totale</i> |
|-----------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>SÌ</b>                                           | 3 60%          | 3 60%          | 6 60%          | 5 63%          | 17 61%        |
| Entro 12 mesi                                       | 1 33%          | 1 33%          | 2 33%          | 3 60%          | 7 41%         |
| 1-3 anni                                            | 2 67%          | 2 67%          | 4 67%          | 2 40%          | 10 59%        |
| 3-5 anni                                            | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%          |
| Oltre 5 anni                                        | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%          |
| <b>NO</b>                                           | 2 40%          | 2 40%          | 4 40%          | 3 38%          | 11 39%        |

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 14.4. – *Le aziende interrogate articolate in funzione della previsione di nuovi investimenti, valutazione del ritorno dell'investimento e provincia*

| <i>Nuovi investimenti/<br/>Valutazione ritorno<br/>dell'investimento/Provincia</i> | <i>Mantova</i> | <i>Cremona</i> | <i>Brescia</i> | <i>Bergamo</i> | <i>Totale</i> |
|------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>SÌ</b>                                                                          | 3 60%          | 3 60%          | 6 60%          | 5 63%          | 17 61%        |
| Valutazione                                                                        | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%           | 0 0%          |
| No Valutazione                                                                     | 3 100%         | 3 100%         | 6 100%         | 5 100%         | 17 100%       |
| <b>NO</b>                                                                          | 2 40%          | 2 40%          | 4 40%          | 3 38%          | 11 39%        |

Fonte: elaborazione personale.

Le aziende intervistate hanno indicato (Tabella 4.15) le modalità di copertura del fabbisogno finanziario necessario per gli investimenti. Essi risultano essere sostenuti nella maggior parte dei casi dall'autofinanziamento prodotto dall'impresa e dal ricorso al debito bancario. In parte minore, è stato riscontrato l'apporto di capitale/finanziamento da parte dei soci e il ricorso a prestiti obbligazionari "tradizionali".

Tabella 4.15. – *Le aziende interrogate articolate in funzione della previsione di nuovi investimenti, modalità di copertura dell'investimento e provincia*

| <i>Modalità di copertura/<br/>Provincia</i> | <i>Mantova</i> |      | <i>Cremona</i> |      | <i>Brescia</i> |      | <i>Bergamo</i> |      | <i>Totale</i> |      |
|---------------------------------------------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|---------------|------|
| <b>SÌ</b>                                   | 3              | 100% | 3              | 100% | 6              | 100% | 5              | 100% | 17            | 100% |
| Apporto capitale soci                       | 2              | 67%  | 2              | 67%  | 4              | 67%  | 4              | 80%  | 12            | 71%  |
| Apporto capitale nuovi soci                 | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |
| Autofinanziamento                           | 3              | 100% | 3              | 100% | 6              | 100% | 5              | 100% | 17            | 100% |
| Debito bancario                             | 3              | 100% | 3              | 100% | 6              | 100% | 5              | 100% | 17            | 100% |
| Emissione obbligazioni                      | 2              | 67%  | 2              | 67%  | 4              | 67%  | 4              | 80%  | 12            | 71%  |
| Emissione cambiali finanziari               | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |
| Quotazione                                  | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |
| <i>Private Equity</i>                       | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |
| Altro                                       | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |
| <b>NO</b>                                   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0              | 0%   | 0             | 0%   |

*Fonte:* elaborazione personale.

Nonostante il frequente ricorso da parte delle imprese al canale bancario per la copertura dei fabbisogni, la percezione delle stesse sulla banca quale partner finanziario è negativa nel 100% dei casi delle imprese che decidono di effettuare investimenti, così come la banca non viene ritenuta essere l'operatore in grado di consigliare le scelte di definizione della struttura finanziaria delle imprese. La banca non viene, infine, percepita (nel 71% in media dei casi) come il soggetto in grado di supportare scelte di investimento superiori a 10 milioni di euro. Le aziende che richiedono al sistema bancario di coprire i fabbisogni di investimento chiedono affidamenti di durata compresa tra 12 e 15 anni e ottengono un costo compreso tra il 4 e il 4,5 di Bps oltre al parametro di indicizzazione.

Tabella 4.16. – *Giudizio delle imprese che hanno pianificato nuovi investimenti sul servizio bancario*

| Provincia     | Partner ideale |           |           |             | Consulenza adeguata alle imprese |           |           |             | Supporto a finanziamenti superiori a 10 mln |           |            |            |
|---------------|----------------|-----------|-----------|-------------|----------------------------------|-----------|-----------|-------------|---------------------------------------------|-----------|------------|------------|
|               | SÌ             | NO        |           |             | SÌ                               | NO        |           |             | SÌ                                          | NO        |            |            |
| Mantova       | 0              | 3         | 0%        | 100%        | 0                                | 3         | 0%        | 100%        | 1                                           | 2         | 33%        | 67%        |
| Cremona       | 0              | 3         | 0%        | 100%        | 0                                | 3         | 0%        | 100%        | 1                                           | 2         | 33%        | 67%        |
| Brescia       | 0              | 6         | 0%        | 100%        | 0                                | 6         | 0%        | 100%        | 2                                           | 4         | 33%        | 67%        |
| Bergamo       | 0              | 5         | 0%        | 100%        | 0                                | 5         | 0%        | 100%        | 1                                           | 4         | 20%        | 80%        |
| <b>Totale</b> | <b>0</b>       | <b>17</b> | <b>0%</b> | <b>100%</b> | <b>0</b>                         | <b>17</b> | <b>0%</b> | <b>100%</b> | <b>5</b>                                    | <b>12</b> | <b>29%</b> | <b>71%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 4.17. – *Caratteristiche dei finanziamenti erogati dal sistema bancario*

| Provincia     | Durata finanziamento |          |  | Costo del finanziamento |          |
|---------------|----------------------|----------|--|-------------------------|----------|
|               | 12                   | 15       |  | 4%                      | 4,50%    |
| Mantova       | 1                    | 1        |  | 2                       | 1        |
| Cremona       | 1                    | 1        |  | 2                       | 1        |
| Brescia       | 2                    | 2        |  | 4                       | 2        |
| Bergamo       | 1                    | 1        |  | 4                       | 1        |
| <b>Totale</b> | <b>5</b>             | <b>5</b> |  | <b>12</b>               | <b>5</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Non tutte le aziende hanno fornito una risposta con riferimento alla durata del finanziamento.

Nessuna delle aziende intervistate e che ha risposto alla domanda specifica ha utilizzato o ha in programma di utilizzare strumenti di copertura dei fabbisogni alternativi al canale bancario. I motivi (Tabella 4.19) riscontrati sono, nella totalità dei casi, la complessità nella procedura di emissione, i costi troppo elevati e le tempistiche per l'emissione troppo lunghe.

Tabella 4.18. – *Caratteristiche dei finanziamenti erogati dal sistema bancario in termini percentuali*

| Provincia     | Durata finanziamento |            |  | Costo del finanziamento |            |
|---------------|----------------------|------------|--|-------------------------|------------|
|               | 12                   | 15         |  | 4%                      | 4,50%      |
| Mantova       | 50%                  | 50%        |  | 67%                     | 33%        |
| Cremona       | 50%                  | 50%        |  | 67%                     | 33%        |
| Brescia       | 50%                  | 50%        |  | 67%                     | 33%        |
| Bergamo       | 50%                  | 50%        |  | 80%                     | 20%        |
| <b>Totale</b> | <b>50%</b>           | <b>50%</b> |  | <b>71%</b>              | <b>29%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 4.19. – *Le aziende che prevedono nuovi investimenti articolate per ricorso a fonti di finanziamento alternativi, motivazione del mancato ricorso e provincia.*

| Utilizzo fonti alternative/<br>motivazione/Provincia | Mantova |      | Cremona |      | Brescia |      | Bergamo |      | Totale |      |
|------------------------------------------------------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|--------|------|
| <b>NO</b>                                            | 3       | 100% | 3       | 100% | 6       | 100% | 5       | 100% | 17     | 100% |
| Complessità gestionale troppo elevata                | 3       | 100% | 3       | 100% | 6       | 100% | 5       | 100% | 17     | 100% |
| Costi troppo elevati                                 | 3       | 100% | 3       | 100% | 6       | 100% | 5       | 100% | 17     | 100% |
| Tempistico per il ricorso troppo lunghe              | 3       | 100% | 3       | 100% | 6       | 100% | 5       | 100% | 17     | 100% |
| Mancanza di requisiti per accedere                   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0      | 0%   |
| Altro                                                | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0      | 0%   |
| <b>SÌ</b>                                            | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0      | 0%   |

Fonte: elaborazione personale.

Gli strumenti alternativi al debito bancario risultano essere sconosciuti nel 32% dei casi e conosciuti solo in parte nel 68% delle imprese intervistate. Nessuna impresa ha affermato di conoscere questi strumenti in modo compiuto (Tabella 4.20).

Le imprese intervistate evidenziano un rilevante interesse per gli strumenti alternativi al debito bancario nel 100% dei casi rilevati (Tabella 4.21). Tra i vantaggi che sono riconosciuti a questi strumenti, vi sono la possibilità di accedere a canali potenzialmente interessanti per garantire lo sviluppo delle imprese (Tabella 4.22) e la possibilità/conseguenza da parte dell'impresa di svi-

luppare nuove competenze gestionali nelle aree amministrazione-finanza. Viene altresì riconosciuta la possibilità di acquisire maggiore visibilità sui mercati e trasparenza con l'esterno.

Tabella 4.20. – *Conoscenza degli strumenti di finanziamento alternativi*

| Provincia     | Conoscenza strumenti |           |          |            |               |            |
|---------------|----------------------|-----------|----------|------------|---------------|------------|
|               | SÌ                   |           | NO       |            | Solo in parte |            |
| Mantova       | 0                    | 0%        | 2        | 40%        | 3             | 60%        |
| Cremona       | 0                    | 0%        | 1        | 20%        | 4             | 80%        |
| Brescia       | 0                    | 0%        | 3        | 30%        | 7             | 70%        |
| Bergamo       | 0                    | 0%        | 3        | 38%        | 5             | 63%        |
| <b>Totale</b> | <b>0</b>             | <b>0%</b> | <b>9</b> | <b>32%</b> | <b>19</b>     | <b>68%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 4.21. – *Le aziende che prevedono nuovi investimenti articolate per interesse al ricorso a fonti di finanziamento alternative*

| Fonti finanziamento<br>alternative/interesse/<br>Provincia | Mantova |      | Cremona |      | Brescia |      | Bergamo |      | Totale |      |
|------------------------------------------------------------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|--------|------|
| Interesse                                                  | 3       | 100% | 3       | 100% | 6       | 100% | 5       | 100% | 17     | 100% |
| No Interesse                                               | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0      | 0%   |
| Non hanno valutato                                         | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0       | 0%   | 0      | 0%   |

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 4.22. – *Le aziende interrogate articolate per provincia e vantaggi riconosciuti alle forme alternative di finanziamento*

| Provincia     | Nuovi capitali<br>per finanziare lo<br>sviluppo |            | Nuove competenze<br>gestionali<br>dall'esterno |            | Maggiore visibilità<br>sul mercato |            | Più trasparenza<br>nei rapporti con<br>l'esterno |            |
|---------------|-------------------------------------------------|------------|------------------------------------------------|------------|------------------------------------|------------|--------------------------------------------------|------------|
| Mantova       | 3                                               | 19%        | 1                                              | 14%        | 2                                  | 18%        | 2                                                | 18%        |
| Cremona       | 3                                               | 19%        | 1                                              | 14%        | 2                                  | 18%        | 2                                                | 18%        |
| Brescia       | 6                                               | 38%        | 2                                              | 29%        | 4                                  | 36%        | 4                                                | 36%        |
| Bergamo       | 4                                               | 25%        | 3                                              | 43%        | 3                                  | 27%        | 3                                                | 27%        |
| <b>Totale</b> | <b>16</b>                                       | <b>57%</b> | <b>7</b>                                       | <b>25%</b> | <b>11</b>                          | <b>39%</b> | <b>11</b>                                        | <b>39%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Tra i limiti o gli svantaggi, sono ricordati la richiesta di standard troppo elevati (Tabella 4.23) in relazione alle caratteristiche economico-patrimoniali e finanziarie dell'impresa, i costi eccessivi la complessità burocratica e le carenze organizzative dell'impresa per poter accedere agli strumenti.

Tabella 4.23. – *Le aziende interrogate articolate per provincia e svantaggi delle forme alternative di finanziamento*

| <i>Provincia</i> | <i>Standard troppo elevati</i> |            | <i>Costi eccessivi</i> |            | <i>Complessità burocratica</i> |            | <i>Mancanza di supporto nell'operazione</i> |           | <i>Carenze organizzative interne</i> |            |
|------------------|--------------------------------|------------|------------------------|------------|--------------------------------|------------|---------------------------------------------|-----------|--------------------------------------|------------|
| Mantova          | 4                              | 19%        | 4                      | 19%        | 4                              | 19%        | 0                                           | 0%        | 1                                    | 20%        |
| Cremona          | 4                              | 19%        | 4                      | 19%        | 4                              | 19%        | 0                                           | 0%        | 1                                    | 20%        |
| Brescia          | 8                              | 38%        | 8                      | 38%        | 8                              | 38%        | 0                                           | 0%        | 2                                    | 40%        |
| Bergamo          | 5                              | 24%        | 5                      | 24%        | 5                              | 24%        | 0                                           | 0%        | 1                                    | 20%        |
| <b>Totale</b>    | <b>21</b>                      | <b>75%</b> | <b>21</b>              | <b>75%</b> | <b>21</b>                      | <b>75%</b> | <b>0</b>                                    | <b>0%</b> | <b>5</b>                             | <b>18%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

*Le aziende interrogate articolate per provincia e caratteristiche che rendono attrattivi gli strumenti alternativi.*

| <i>Provincia</i> | <i>Costo</i> |           | <i>Durata</i> |           | <i>Piano di ammortamento</i> |           | <i>Velocità di emissione</i> |           | <i>Impatto di organizzazione</i> |           | <i>Soluzione a problemi specifici</i> |             |
|------------------|--------------|-----------|---------------|-----------|------------------------------|-----------|------------------------------|-----------|----------------------------------|-----------|---------------------------------------|-------------|
| Mantova          | 0            | 0%        | 0             | 0%        | 0                            | 0%        | 0                            | 0%        | 0                                | 0%        | 4                                     | 19%         |
| Cremona          | 0            | 0%        | 0             | 0%        | 0                            | 0%        | 0                            | 0%        | 0                                | 0%        | 4                                     | 19%         |
| Brescia          | 0            | 0%        | 0             | 0%        | 0                            | 0%        | 0                            | 0%        | 0                                | 0%        | 8                                     | 38%         |
| Bergamo          | 0            | 0%        | 0             | 0%        | 0                            | 0%        | 0                            | 0%        | 0                                | 0%        | 5                                     | 24%         |
| <b>Totale</b>    | <b>0</b>     | <b>0%</b> | <b>0</b>      | <b>0%</b> | <b>0</b>                     | <b>0%</b> | <b>0</b>                     | <b>0%</b> | <b>0</b>                         | <b>0%</b> | <b>21</b>                             | <b>100%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

#### 4.4.1.3. *Le imprese lombarde in avvio di declino*

La Tabella 4.24 illustra il numero di imprese lombarde per *cluster* di fatturato ed evidenzia per ciascun *cluster* i valori medi di Ebitda, CAGR calcolato sul valore della produzione, rapporto d'indebitamento complessivo, calcolato come

rapporto tra mezzi di terzi e patrimonio netto, e rapporto d'indebitamento finanziario, come debiti finanziari su Ebitda.

Tabella 4.24. – *Lombardia: valori medi 2018 delle imprese in avvio di declino*

| <i>Cluster fatturato</i>  | <i>N. imprese</i> | <i>Ebitda</i> | <i>CAGR<br/>Valore della<br/>Produzione</i> | <i>MT/PN</i> | <i>Deb. Fin./<br/>Ebitda</i> |
|---------------------------|-------------------|---------------|---------------------------------------------|--------------|------------------------------|
| 5-10 Mln                  | 548               | 260           | – 7,10%                                     | 3,63         | 7,58                         |
| 10-50 Mln                 | 553               | 870           | – 1,21%                                     | 3,47         | 6,89                         |
| 50-100 Mln                | 86                | 2.482         | – 2,41%                                     | 2,56         | 7,58                         |
| 100-200 Mln               | 32                | 5.222         | – 2,55%                                     | 2,64         | 6,95                         |
| 200 Mln-250 Mln           | 9                 | 8.348         | 7,57%                                       | 3,41         | 9,00                         |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>1.228</b>      | <b>879</b>    | <b>– 1,96%</b>                              | <b>3,14</b>  | <b>7,27</b>                  |

*Fonte:* elaborazione personale.

Dall'analisi della seguente tabella emerge che circa il 90% delle 1.228 aziende lombarde che si collocano nel terzo quadrante ha registrato, nel 2018, un fatturato compreso tra 5 e 50 milioni di euro. In particolare 548 aziende (45%), con fatturato 2018 compreso tra 5 e 10 milioni di euro, nel 2018 hanno in media registrato un Ebitda pari a 260 migliaia di euro, con una crescita molto negativa, pari a – 7,1%, e rapporti d'indebitamento elevati, sia a livello complessivo con valori in media di 3,63, sia a livello finanziario con valori medi di 7,58. Le 553 (45%) con fatturato compreso tra 10 e 50 milioni di euro hanno registrato in media nel 2018 un Ebitda superiore rispetto alle precedenti, pari a 870.000 euro, una crescita negativa pari a – 1,21%, un rapporto d'indebitamento complessivo di 3,47 e finanziario pari a 6,89.

86 aziende lombarde del terzo quadrante hanno sviluppato nell'anno 2018 un fatturato compreso tra 50 e 100 milioni di euro, con un Ebitda medio di 2.482.000 euro, una crescita negativa di – 2,41 punti percentuali, un rapporto d'indebitamento complessivo pari a 2,56 e finanziario di 7,58.

Le restanti 41 imprese hanno registrato nel 2018 un fatturato compreso fra 100 e 250 milioni di euro e in particolare si osserva che le 9 imprese con fatturato compreso tra 200 e 250 milioni di euro sono le uniche tra le 1.228 imprese collocate nel terzo quadrante che hanno in media registrato una crescita positiva, pari a 7,57%.

A livello complessivo le 1.228 aziende lombarde in avvio di declino nel 2018 hanno in media registrato un Ebitda pari a 879.000 euro, una crescita ne-

gativa di circa – 2 punti percentuali, un rapporto tra mezzi di terzi e patrimonio netto pari a 3,14 e un rapporto d'indebitamento finanziario di 7,27.

La Tabella 4.25 mette in evidenza, per ogni *cluster* di fatturato, il valore della produzione, l'Ebitda e i debiti finanziari mediamente prodotti dalle 1.231 aziende del terzo quadrante negli anni 2016, 2017 e 2018.

Tabella 4.25. – *Lombardia: dimensione, fatturato, Ebitda e debiti finanziari delle aziende in avvio di declino (dati 2016-2018 in migliaia di euro)*

| Cluster fatturato         | N. imprese   | Valore della Produzione | Ebitda           | Debiti finanziari |
|---------------------------|--------------|-------------------------|------------------|-------------------|
| 5-10 Mln                  | 548          | 4.102.472               | 155.413          | 1.100.828         |
| 10-50 Mln                 | 553          | 12.031.973              | 469.818          | 3.350.211         |
| 50-100 Mln                | 86           | 6.372.745               | 223.615          | 1.586.645         |
| 100-200 Mln               | 32           | 4.618.341               | 159.969          | 1.205.733         |
| 200 Mln-250 Mln           | 9            | 1.958.505               | 76.478           | 644.583           |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>1.228</b> | <b>29.084.035</b>       | <b>1.085.292</b> | <b>7.887.999</b>  |

Fonte: elaborazione personale.

A livello complessivo le 1.228 aziende del terzo quadrante hanno sviluppato in media, nel corso del triennio considerato, un valore della produzione pari a circa 29,1 miliardi di euro, con un Ebitda di 1.085.292 euro e debiti finanziari per un importo complessivo di circa 7,9 miliardi di euro.

In particolare i *cluster* di fatturato maggiormente popolati hanno registrato i seguenti valori: le 548 imprese appartenenti al *cluster* di fatturato 5-10 milioni di euro hanno un valore della produzione di 4.102.472 migliaia di euro, un Ebitda di 155.413.000 euro e debiti finanziari per 1.100.828 migliaia di euro; le 553 imprese del secondo *cluster* hanno sviluppato un valore della produzione pari a 12.031.973 migliaia di euro, un Ebitda di 469.818.000 e debiti finanziari pari a 3,35 miliardi di euro.

Infine, la Tabella 4.26 rappresenta la distribuzione settoriale delle 1.228 aziende lombarde in avvio di declino.

Dall'esame della tabella emerge che la maggior parte delle aziende lombarde del terzo quadrante (41,8%) sono attive nel settore del commercio, producendo, nel triennio 2016-2018, circa il 42% del valore della produzione complessivo delle aziende in analisi.

Un ulteriore 10,3% opera invece nel settore metalmeccanico e sviluppa circa l'11,13% del totale della produzione.

Tabella 4.26. – Lombardia: distribuzione settoriale delle aziende in avvio di declino  
(valore della produzione in migliaia di euro)

| Settore                   | Imprese      |             | Valore produzione 2016-2018 |             |
|---------------------------|--------------|-------------|-----------------------------|-------------|
|                           | N.           | %           |                             | %           |
| Commercio                 | 513          | 41,8%       | 12.213.809                  | 41,99%      |
| Metalmeccanico            | 127          | 10,3%       | 3.237.063                   | 11,13%      |
| Macchinari                | 103          | 8,4%        | 2.195.423                   | 7,55%       |
| Costruzioni               | 75           | 6,1%        | 928.608                     | 3,19%       |
| Manifattura-Altro         | 67           | 5,5%        | 1.045.963                   | 3,60%       |
| Tessile                   | 55           | 4,5%        | 866.489                     | 2,98%       |
| Alimentare                | 49           | 4,0%        | 1.808.228                   | 6,22%       |
| Petrol-Chimico            | 44           | 3,6%        | 1.913.073                   | 6,58%       |
| Gomma-Plastica            | 42           | 3,4%        | 1.269.282                   | 4,36%       |
| Trasporto e Magazzinaggio | 42           | 3,4%        | 784.696                     | 2,70%       |
| Attività professionali    | 27           | 2,2%        | 686.375                     | 2,36%       |
| Servizi alle imprese      | 27           | 2,2%        | 769.208                     | 2,64%       |
| ICT                       | 20           | 1,6%        | 389.970                     | 1,34%       |
| Immobiliare               | 11           | 0,9%        | 168.697                     | 0,58%       |
| Automotive                | 10           | 0,8%        | 100.560                     | 0,35%       |
| Farmaceutico              | 6            | 0,5%        | 93.475                      | 0,32%       |
| Alloggio e ristorazione   | 4            | 0,3%        | 120.183                     | 0,41%       |
| Attività Finanziarie      | 3            | 0,2%        | 259.447                     | 0,89%       |
| Attività culturali        | 2            | 0,2%        | 226.956                     | 0,78%       |
| Agricoltura               | 1            | 0,1%        | 6.531                       | 0,02%       |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>1.228</b> | <b>100%</b> | <b>29.084.035</b>           | <b>100%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

103 imprese (8,4%) sono attive nel settore dei macchinari e apportano un valore della produzione di circa 2,2 miliardi di euro (7,55% sul totale di 29.084.035 migliaia di euro).

Le restanti 485 imprese (39,5%) operano negli altri 17 settori analizzati, nei quali il più popolato è quello delle costruzioni con 75 imprese (6,1% del totale di 1.228 imprese). Tali imprese sviluppano il restante 39,33% dei 29,08 miliardi di euro complessivamente prodotti dalle 1.228 imprese, in particolare,

tra i 17 settori rimanenti, quelli maggiormente produttivi sono il settore alimentare (6,22%) e il settore petrol-chimico (6,58%).

#### 4.4.1.4. Le imprese lombarde in crisi

Come illustrato nella Tabella 4.27, le 1.073 imprese in crisi sono state suddivise per *cluster* di fatturato e per ogni *cluster* di fatturato sono rappresentati i valori medi dell'anno 2018 di Ebitda, CAGR calcolato sul valore della produzione, rapporto d'indebitamento complessivo e rapporto tra debiti finanziari ed Ebitda.

Tabella 4.27. – Lombardia: valori medi 2018 delle aziende in crisi (Ebitda e CAGR in migliaia di euro)

| Cluster fatturato         | N. imprese   | Ebitda     | CAGR<br>Valore della<br>Produzione | MT/PN       | Deb. Fin./<br>Ebitda |
|---------------------------|--------------|------------|------------------------------------|-------------|----------------------|
| 5-10 Mln                  | 478          | 146        | – 11,86%                           | 3,23        | 28,17                |
| 10-50 Mln                 | 459          | 611        | – 3,90%                            | 3,07        | 17,21                |
| 50-100 Mln                | 94           | 1.137      | – 3,05%                            | 3,75        | 29,65                |
| 100-200 Mln               | 36           | 2.571      | 1,40%                              | 4,02        | 19,41                |
| 200 Mln-250 Mln           | 6            | 8.166      | 16,98%                             | 2,69        | 10,90                |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>1.073</b> | <b>558</b> | <b>– 2,83%</b>                     | <b>3,33</b> | <b>20,53</b>         |

Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi della tabella emerge che complessivamente le 1.073 imprese in crisi hanno sviluppato in media, nell'anno 2018, un Ebitda pari a 558.000 euro, una crescita negativa di – 2,83punti percentuali, un rapporto d'indebitamento complessivo pari a 3,33 e una capacità di rimborsare i debiti finanziari di poco superiore ai 20.

In particolare si osserva che la maggior parte delle imprese in crisi (478 imprese, 44,5% sul totale di 1.073) hanno un fatturato 2018 compreso tra 5 e 10 milioni di euro e registrano in media un Ebitda pari a 146.000 euro, hanno una crescita negativa elevata (– 11,86%), un rapporto d'indebitamento complessivo di 3,23 e finanziario di 28,17, che risulta essere il più elevato rispetto agli altri quadranti.

Il secondo *cluster* è quello con fatturato compreso tra 10 e 50, rappresentato da 459 imprese (42,8% sul totale) che registrano un Ebitda di 611.000 euro,

una crescita di - 3,9 punti percentuali, un rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri pari a 3,07 e un rapporto d'indebitamento finanziario di 17,21.

I restanti tre *cluster* sono invece popolati da 136 imprese ed è interessante notare come 6 di queste, con fatturato compreso tra 200 e 250 milioni di euro, hanno registrato una crescita pari a 16,98% con un rapporto d'indebitamento complessivo sostanzialmente basso, pari a 2,69, e una capacità di rimborsare i debiti finanziari di poco superiore al parametro di 10 utilizzato per delimitare il quadrante in oggetto.

Nella Tabella 4.28 sono illustrati, per ogni *cluster* di fatturato, il valore della produzione, l'Ebitda e i debiti finanziari mediamente prodotti nel triennio 2016-2018 dalle 1.102 imprese in crisi.

Tabella 4.28. – Lombardia: dimensione, fatturato, Ebitda e debiti finanziari

| Cluster fatturato         | N. imprese   | Valore della Produzione | Ebitda         | Debiti finanziari |
|---------------------------|--------------|-------------------------|----------------|-------------------|
| 5-10 Mln                  | 478          | 3.653.642               | 93.704         | 2.036.638         |
| 10-50 Mln                 | 459          | 10.600.505              | 279.316        | 5.331.471         |
| 50-100 Mln                | 94           | 6.999.939               | 151.461        | 3.275.405         |
| 1100-200 Mln              | 36           | 5.064.829               | 99.127         | 1.672.044         |
| 200 Mln-250 Mln           | 6            | 1.349.160               | 37.925         | 502.295           |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>1.073</b> | <b>27.668.074</b>       | <b>661.533</b> | <b>12.817.853</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi della tabella emerge che complessivamente, nei tre anni in oggetto, le 1.073 imprese hanno registrato in media un valore della produzione pari a circa 27,7 miliardi di euro, un Ebitda di 661.533.000 euro e debiti finanziari per circa 12,8 miliardi di euro.

In particolare i *cluster* maggiormente popolati, ovvero quello 5-10 milioni di euro e quello 10-50 milioni, hanno sviluppato, rispettivamente, una produzione di circa 3,6 e 10,6 miliardi di euro, Ebitda di 93.704.000 e 279.316.000 euro e debiti finanziari per 2,04 e 5,33 miliardi di euro.

Nella Tabella 4.29 si illustra la distribuzione per settori delle 1.102 imprese in crisi e, in media per ogni settore, il valore della produzione registrato negli anni 2016, 2017 e 2018.

Tabella 4.29. – *Lombardia: distribuzione settoriale delle imprese in crisi*

| Settore                   | Imprese      |             | Valore produzione 2016-2018 |             |
|---------------------------|--------------|-------------|-----------------------------|-------------|
|                           | N.           | %           |                             | %           |
| Commercio                 | 460          | 42,9%       | 12.744.867                  | 46,06%      |
| Metalmeccanico            | 88           | 8,2%        | 3.089.543                   | 11,17%      |
| Costruzioni               | 74           | 6,9%        | 960.829                     | 3,47%       |
| Macchinari                | 70           | 6,5%        | 1.591.100                   | 5,75%       |
| Manifattura-Altro         | 63           | 5,9%        | 1.265.186                   | 4,57%       |
| Tessile                   | 52           | 4,8%        | 1.235.068                   | 4,46%       |
| Gomma-Plastica            | 48           | 4,5%        | 1.023.381                   | 3,70%       |
| Alimentare                | 42           | 3,9%        | 1.057.971                   | 3,82%       |
| Attività professionali    | 40           | 3,7%        | 1.045.846                   | 3,78%       |
| Trasporto e Magazzinaggio | 29           | 2,7%        | 846.734                     | 3,06%       |
| Petrol-Chimico            | 28           | 2,6%        | 516.383                     | 1,87%       |
| Immobiliare               | 18           | 1,7%        | 562.571                     | 2,03%       |
| Servizi alle imprese      | 16           | 1,5%        | 297.898                     | 1,08%       |
| ICT                       | 12           | 1,1%        | 145.479                     | 0,53%       |
| Agricoltura               | 9            | 0,8%        | 116.282                     | 0,42%       |
| Attività Finanziarie      | 8            | 0,7%        | 162.058                     | 0,59%       |
| Automotive                | 6            | 0,6%        | 281.129                     | 1,02%       |
| Alloggio e ristorazione   | 4            | 0,4%        | 214.959                     | 0,78%       |
| Farmaceutico              | 4            | 0,4%        | 302.658                     | 1,09%       |
| Attività culturali        | 2            | 0,2%        | 208.133                     | 0,75%       |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>1.073</b> | <b>100%</b> | <b>27.668.074</b>           | <b>100%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi della tabella emerge che la maggior parte delle 1.073 imprese (42,9%) opera nel settore del commercio, sviluppando una produzione pari a circa 12,7 miliardi di euro, ovvero circa il 46% del valore della produzione complessivo delle imprese in crisi.

Nei settori metalmeccanico e delle costruzioni operano complessivamente 162 imprese (88 e 74 rispettivamente), ma sviluppano un valore della produzione differente: 0,96 miliardi di euro per quanto riguarda il settore delle costruzioni, ovvero il 3,47% del valore della produzione complessivo di 27,7 mi-

liardi di euro; ben 3,09 miliardi di euro per il settore metalmeccanico, che rappresenta l'11,17% del valore della produzione totale.

Il restante 42% delle aziende in crisi sono invece attive nei rimanenti settori analizzati e sviluppano complessivamente il 39,30% del valore della produzione totale. Tra i seguenti settori quello maggiormente popolato è il settore dei macchinari con 70 imprese (6,5% delle 1.073 totali) che sviluppano un valore della produzione pari a 1,6 miliardi di euro, ovvero il 5,75% della produzione totale delle aziende in analisi.

#### 4.4.2. *Italia*

Infine le analisi effettuate sulle aziende lombarde (illustrata nei paragrafi precedenti) sono state svolte anche a livello nazionale, su un campione significativo di aziende italiane. Sono state prese in considerazione 642.308 imprese operanti sul territorio nazionale, così suddivise per settori d'attività (Tabella 4.30).

Le 642.308 società di capitali operanti in Italia sono state censite dalla banca dati Aida-Bureau van Dijk alla data di riferimento dell'analisi. Nell'anno 2018 queste aziende sviluppano una produzione complessiva pari a 1.693.451 milioni di euro.

Dall'analisi della tabella emerge che circa l'80,56% delle aziende italiane è concentrato nei settori d'attività commerciale (18,88%), costruzioni (17,00%), manifattura (15,50%), attività immobiliari (14,57%), attività professionali e scientifiche (5,80%), alloggi e ristorazione (4,47%) e ICT (4,34%). Si osserva come il settore di attività manifatturiere, pur essendo il terzo in termini di numero di imprese operanti, dopo commercio e costruzioni, sia quello che, nel 2018, ha registrato il maggiore valore della produzione, pari a 588.865 milioni di euro (34,77% del valore complessivo delle 642.308 imprese italiane). Il settore commerciale, maggiormente popolato, ha invece sviluppato nel 2018 il 27,83% del valore della produzione complessiva. Il restante 37,40% del valore della produzione 2018 complessivo delle aziende italiane è sviluppato dai rimanenti 17 settori, tra i quali è interessante notare come il settore energetico, nel quale operano solo 6.424 aziende (1% delle 642.308 aziende italiane), ha registrato nel 2018 un valore della produzione di 94.798 milioni di euro (5,60% del valore complessivo), di poco inferiore a quello fatto registrare dal settore delle costruzioni, che conta però ben 109.192 aziende. Per carenze informative della banca dati utilizzata, non è stato possibile ricondurre a nessuno dei settori evidenziati 745 aziende.

Tabella 4.30. – Italia: composizione settoriale del campione complessivo

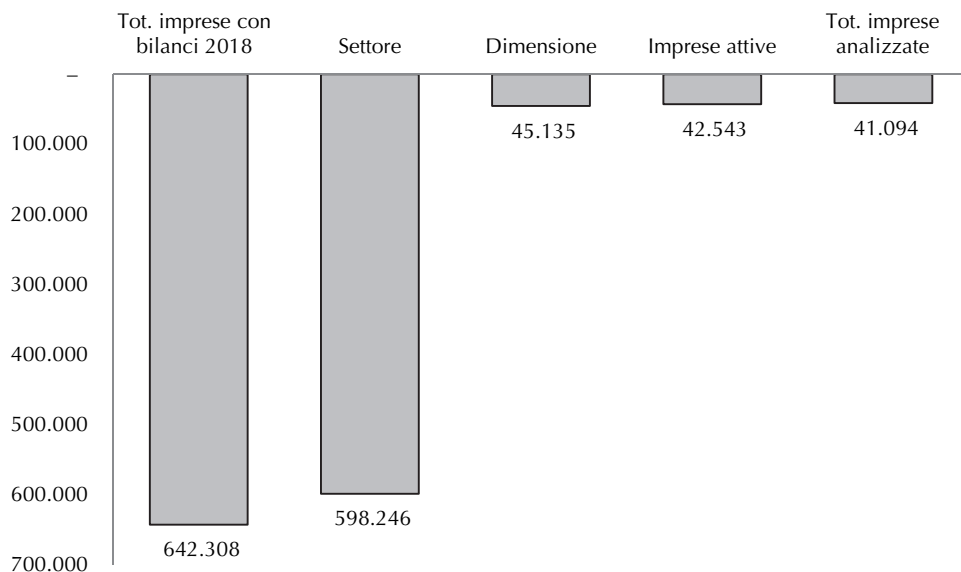
| Settore                               | Imprese        |                | Valore della produzione<br>2018 (Mln €) |                |
|---------------------------------------|----------------|----------------|-----------------------------------------|----------------|
|                                       | N.             | % cumulative   | Valore                                  | % cumulative   |
| Commercio                             | 121.267        | 18,88%         | 471.298                                 | 27,83%         |
| Costruzioni                           | 109.192        | 35,88%         | 102.105                                 | 33,86%         |
| Manifattura                           | 99.558         | 51,38%         | 588.865                                 | 68,63%         |
| Attività immobiliari                  | 93.565         | 65,95%         | 37.446                                  | 70,84%         |
| Attività professionali e scientifiche | 37.253         | 71,75%         | 74.524                                  | 75,25%         |
| Alloggi e Ristorazione                | 28.729         | 76,22%         | 27.448                                  | 76,87%         |
| ICT                                   | 27.852         | 80,56%         | 51.504                                  | 79,91%         |
| Servizi alle imprese                  | 33.849         | 85,83%         | 55.356                                  | 83,18%         |
| Logistica e Trasporto                 | 19.698         | 88,89%         | 82.003                                  | 88,02%         |
| Agricoltura                           | 12.486         | 90,84%         | 24.087                                  | 89,44%         |
| Attività sanitaria                    | 12.436         | 92,77%         | 22.549                                  | 90,77%         |
| Attività culturali                    | 10.703         | 94,44%         | 13.696                                  | 91,58%         |
| Attività finanziarie e assicurative   | 8.350          | 95,74%         | 9.113                                   | 92,12%         |
| Altre attività e servizi              | 6.482          | 96,75%         | 5.958                                   | 92,47%         |
| Energia                               | 6.424          | 97,75%         | 94.798                                  | 98,07%         |
| Istruzione                            | 6.346          | 98,74%         | 3.242                                   | 98,26%         |
| Utilities                             | 5.523          | 99,60%         | 23.063                                  | 99,62%         |
| Estrattive                            | 1.511          | 99,83%         | 6.277                                   | 99,99%         |
| N.D.                                  | 745            | 99,95%         | 43                                      | 100,00%        |
| Amministrazione Pubblica              | 339            | 100,00%        | 75                                      | 100,00%        |
| <b>Totale complessivo</b>             | <b>642.308</b> | <b>100,00%</b> | <b>1.693.451</b>                        | <b>100,00%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Nel Grafico 4.15 si rappresenta il processo di individuazione del campione di imprese italiane analizzato, applicando i criteri elencati nel paragrafo 3.1.1.

Dall'analisi del grafico emerge che 598.246 aziende su un totale di 642.308 appartengono ai settori d'attività economicamente rilevanti considerati e di queste 45.135 hanno realizzato nel 2018 un valore della produzione compreso fra 5 e 250 milioni di euro.

Grafico 4.15. – Italia: applicazione dei criteri selettivi



Fonte: elaborazione personale.

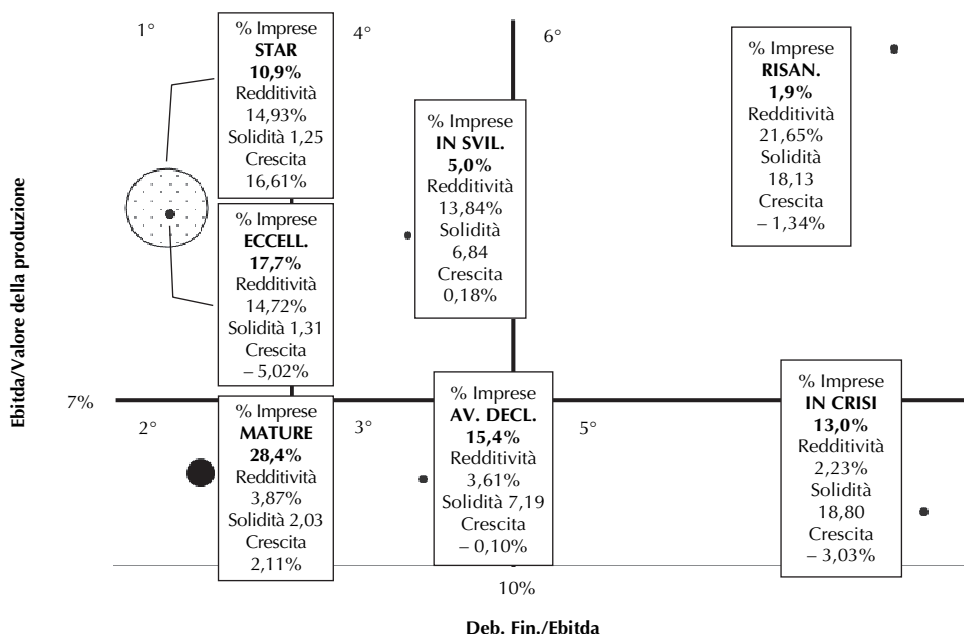
Delle 45.135 imprese con la dimensione considerata, 42.543 sono imprese attive e non in liquidazione. Di tali aziende quelle effettivamente analizzate sono pari a 41.094, circa il 6,4% del campione di partenza. L'esclusione di ulteriori 1.449 imprese, rispetto al campione di imprese attive, avviene per mancanza di dettaglio sui debiti finanziari rappresentati in bilancio.

Nel Grafico 4.16 viene rappresentata la collocazione delle aziende analizzate nella matrice informativa. La rappresentazione grafica permette di svolgere un'analisi tridimensionale su ciascun quadrante, in particolare la posizione della bolla individua i valori medi di redditività e d'indebitamento delle aziende che si collocano nel singolo quadrante, mentre la dimensione della stessa tiene conto della crescita media del quadrante.

Dall'analisi grafica emerge che nel primo quadrante della matrice ricadono il 28,50% delle aziende del campione italiano analizzato, di queste 4.462 (10,9% sul totale di 41.094 aziende italiane analizzate) hanno una crescita nel triennio 2016-2018 superiore al 5%, classificandosi quindi come aziende star, mentre le restanti 7.268 imprese (17,70% sul totale di 41.094) sono contraddistinte da una crescita minore di 5%, addirittura negativa (pari a -5,02%). Le 4.462 aziende star sono caratterizzate da una redditività media elevata, pari a 16,61%, ed evidenziano una capacità media di rimborso dei debiti finanziari contenuta,

pari a 1,25. Invece le restanti 7.268 imprese appartenenti al primo quadrante hanno una redditività media annua di poco inferiore rispetto alle precedenti, pari a 14,72%, e un rapporto medio d'indebitamento finanziario leggermente superiore, pari a 1,31.

Grafico 4.16. – Italia: matrice informativa



Fonte: elaborazione personale.

Grossa parte delle imprese italiane analizzate (28,4% sul totale di 41.094) si colloca nel secondo quadrante, caratterizzandosi quindi per una redditività media inferiore al 7%, precisamente pari a 3,87%, per una capacità media di rimborso dei debiti finanziari inferiore a 5 (2,03) e per una crescita media annua positiva, pari a 2,11 punti percentuali.

6.334 aziende italiane del campione analizzato (15,4%) si collocano, invece, nel terzo quadrante con un rapporto Ebitda su valore della produzione in media pari a 3,61% e un rapporto medio d'indebitamento finanziario di 7,19. Tali aziende registrano inoltre una crescita media annua di poco sotto lo zero, pari a - 0,10%.

Un ulteriore 5% delle aziende italiane analizzate (2.066 imprese) si colloca

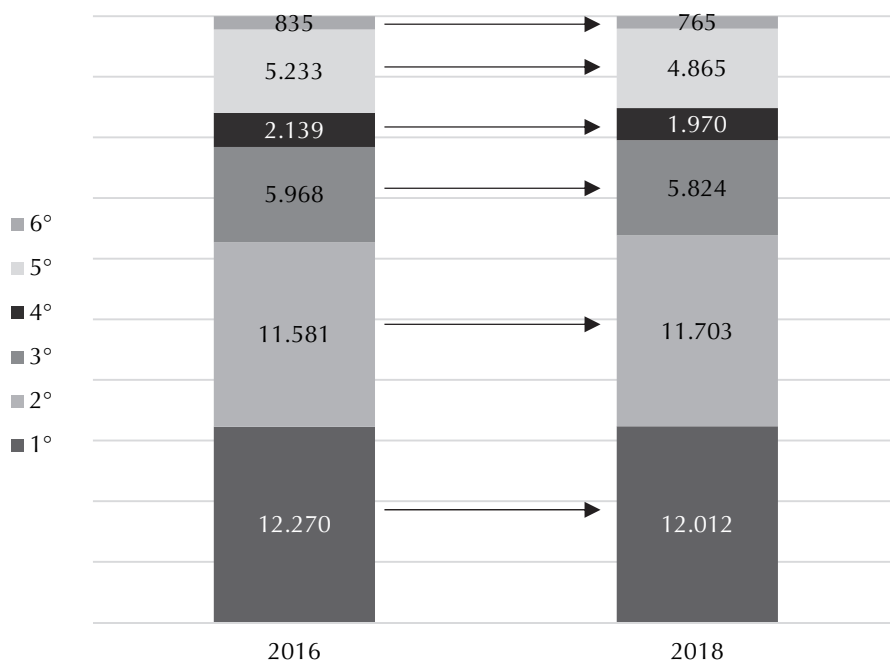
nel quarto quadrante registrando una redditività media abbastanza elevata, pari a 13,84%, ma ha un rapporto d'indebitamento finanziario medio superiore a 5, esattamente pari a 6,84. Tali aziende hanno inoltre una crescita media annua quasi nulla (0,18%).

Nel quinto quadrante si collocano 5.347 delle aziende italiane analizzate, caratterizzate dalla redditività peggiore rispetto agli altri quadranti (2,23%), dal più alto rapporto d'indebitamento finanziario medio (18,80) e da una crescita negativa pari a - 3,03 punti percentuali.

Il quadrante meno popolato è il sesto, dove si collocano 779 imprese del campione italiano. Tali aziende sono caratterizzate dalla redditività più elevata rispetto agli altri quadranti (21,65%), ma hanno un rapporto d'indebitamento medio finanziario molto elevato (18,13) e una crescita media annua negativa (- 1,34%).

Non sono rappresentate nel grafico le restanti 3.162 aziende che registrano un Ebitda negativo e di conseguenza non generano risorse necessarie a rimborsare i debiti finanziari contratti.

Grafico 4.17. – Italia: collocazione negli anni 2016 e 2018



Fonte: elaborazione personale.

Come descritto nel paragrafo 3.2.3, una volta collocate le imprese italiane analizzate nella matrice informativa, è stata esaminata la loro collocazione negli anni 2016 e 2018 (Grafico 4.17) per individuare l'evoluzione del loro posizionamento nella matrice stessa nel corso del triennio 2016-2018. I risultati sono in seguito illustrati e dettagliati per singolo quadrante.

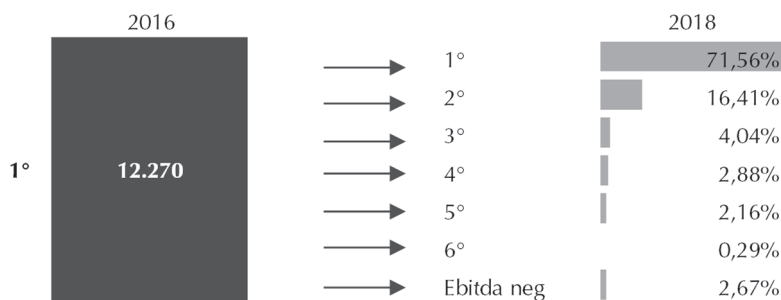
Dall'analisi del Grafico 4.17 emerge che negli anni 2016 e 2018 la collocazione nella matrice informativa era la seguente:

- 1° quadrante – imprese star ed eccellenti. Nel 2016 12.270 imprese (29,86%% delle 41.094 totali), nel 2018 12.012 imprese (29,23%);
- 2° quadrante – imprese mature. Nel 2016 11.581 imprese (28,18%), nel 2018 11.703 imprese (28,48%);
- 3° quadrante – imprese in avvio di declino. Nel 2016 5.968 imprese (14,52%), nel 2018 5.824 imprese (14,17%);
- 4° quadrante – imprese in sviluppo. Nel 2016 2.139 imprese (5,21%), nel 2018 1.970 imprese (4,79%);
- 5° quadrante – imprese in crisi. Nel 2016 5.233 imprese (12,73%), nel 2018 4.865 imprese (11,84%);
- 6° quadrante – imprese in risanamento. Nel 2016 835 imprese (2,03%), nel 2018 765 imprese (1,86%).

Sia per l'anno 2016 sia per il 2018 non sono rappresentate le aziende con redditività negativa, rispettivamente 3.068 e 3.955 imprese.

Dall'analisi del Grafico 4.18 emerge che il 71,56% delle imprese che nel 2016 si collocavano nel primo quadrante, nel 2018 hanno mantenuto lo stesso collocamento e quindi in media gli stessi livelli di redditività e indebitamento finanziario. Il restante 28,44% delle aziende si è invece movimentato verso altri quadranti.

Grafico 4.18. – Italia: analisi del primo quadrante



Fonte: elaborazione personale.

In particolare la maggior parte di queste ultime (16,41%), nel 2018 si è ricollocata nel secondo quadrante, evidenziando quindi un peggioramento della redditività (passata a livelli inferiori al 7%) e mantenendo un rapporto d'indebitamento finanziario inferiore a 5.

Un ulteriore 4,04% di imprese che nel 2016 si collocavano nel primo quadrante si è invece movimentato verso il terzo quadrante, peggiorando quindi sia in termini di redditività sia in termini di solidità finanziaria (la redditività si è abbassata a livelli compresi fra 0 e 7%, l'indebitamento finanziario si è alzato a livelli compresi tra 5 e 10).

Le aziende maggiormente peggiorate sono però le 265 (2,19%) che, nel 2018, si sono riposizionate nel quinto quadrante, registrando quindi un forte peggioramento dell'indebitamento finanziario a valori superiori a 10, con un abbassamento della redditività a valori compresi fra 0 e 7%.

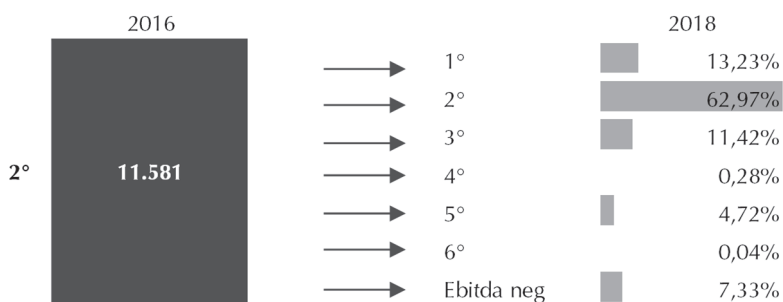
Il 2,67% delle 12.270 aziende in analisi ha registrato nel 2018 un Ebitda inferiore a zero.

Il restante 3,16% si è infine ricollocato nei quadranti rimanenti, in particolare il 2,88% nel quarto e lo 0,29% nel sesto quadrante.

Dall'analisi del Grafico 4.19 si evince che il 62,97% delle 11.581 imprese che nel 2016 si collocavano nel secondo quadrante, nel 2018 ha mantenuto gli stessi livelli di redditività e di indebitamento finanziario, collocandosi quindi sempre nel secondo quadrante. Il 37,03%, invece, dal 2016 al 2018 ha modificato la propria collocazione nella matrice informativa.

In particolare la maggior parte del 37,03% di aziende che si sono movimentate (1.532 imprese, 13,23% del totale di 11.581) ha migliorato la propria redditività al di sopra del 7% mantenendo un rapporto d'indebitamento finanziario minore di 5, passando quindi nel primo quadrante.

Grafico 4.19. – Italia: analisi del secondo quadrante



Fonte: elaborazione personale.

Un ulteriore 11,42% delle aziende in analisi ha invece peggiorato la propria situazione collocandosi nel 2018 come imprese in avvio di declino, ovvero mantenendo bassi livelli di redditività (al di sotto del 7%) e peggiorando il proprio rapporto d'indebitamento finanziario, passato a valori compresi tra 5 e 10.

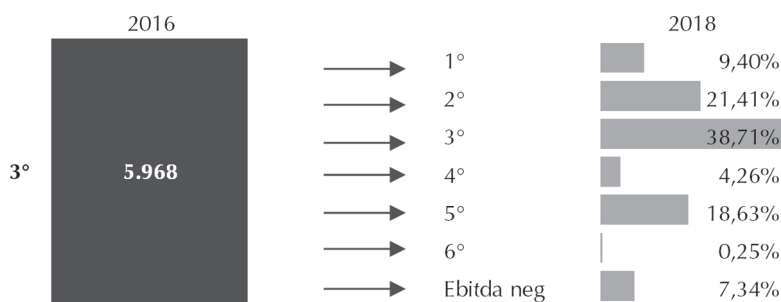
Il 7,33% delle aziende in analisi ha ulteriormente peggiorato la propria redditività, assumendo, nel 2018, valori negativi.

547 aziende (4,72%) nel 2018 hanno notevolmente peggiorato il loro rapporto d'indebitamento finanziario, registrando valori al di sopra di 10, ed hanno mantenuto una redditività contenuta inferiore al 7%.

Il restante 0,33% delle aziende si è infine movimentato verso il quarto e sesto quadrante.

Dall'analisi del Grafico 4.20 emerge che le 5.968 aziende che nel 2016 si collocavano nel terzo quadrante sono tra quelle che si sono movimentate maggiormente, infatti solo 2.310 (38,71%) di esse nel 2018 sono rimaste nella stessa difficile situazione nella quale si trovavano nel 2016, ovvero una bassa redditività (al di sotto del 7%) e un medio-alto rapporto di indebitamento finanziario (compreso tra 5 e 10).

Grafico 4.20. – Italia: analisi del terzo quadrante



Fonte: elaborazione personale.

In particolare la maggior parte (21,41%) delle aziende in analisi che si sono movimentate, nel 2018 si colloca nel secondo quadrante, quindi in parte migliorando la propria situazione: ha mantenuto bassi valori di redditività ma ha migliorato il proprio rapporto d'indebitamento finanziario, abbassandolo a valori inferiori a 5.

Una grossa parte delle 5.968 aziende (18,63%) ha invece peggiorato ulteriormente la propria già difficile situazione ricollocandosi nel quinto quadrante, in particolare ha quindi ulteriormente aggravato la propria capacità di rimborso dei debiti finanziari a valori superiori a 10, nello stesso tempo mantenendo una bassa redditività.

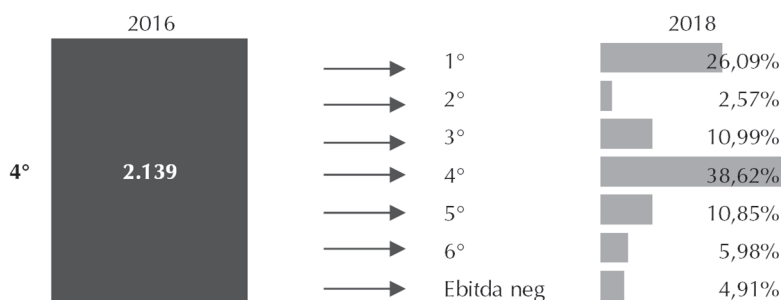
Si osserva come invece il 9,40% delle aziende che nel 2016 si collocavano nel terzo quadrante, nel 2018 si è collocato nel primo quadrante, riuscendo quindi a migliorare sia in termini di redditività (valori sopra al 7%), sia in termini di rapporto d'indebitamento finanziario (valori inferiori a 5).

Il 7,34% delle aziende che nel 2016 registravano un rapporto d'indebitamento finanziario compreso tra 5 e 10 e una redditività inferiore a 7%, nel 2018 ha peggiorato ulteriormente la loro redditività, registrando un Ebitda negativo.

Infine il restante 4,51% delle 5.968 aziende in analisi, nel 2018 si è ricollocato nel quarto quadrante (4,26%) e nel sesto quadrante (0,25%).

Dall'analisi del Grafico 4.21 emerge che le 2.139 aziende che nel 2016 si collocavano nel quarto quadrante sono quelle che si sono maggiormente movimentate, infatti solo il 38,62% di esse nel 2018 presenta gli stessi livelli di valori sia in termini di redditività sia in quelli di rapporto d'indebitamento finanziario.

Grafico 4.21. – Italia: analisi del quarto quadrante



Fonte: elaborazione personale.

Tra il 61,38% delle 2.139 aziende che presentano una diversa collocazione nel 2018, la maggior parte (26,09%) si è riposizionata nel primo quadrante, migliorando quindi in termini di indebitamento finanziario, ovvero scendendo a valori inferiori al 5 e mantenendo gli stessi livelli di redditività (superiore a 7%).

Il 10,99% delle aziende in analisi ha invece peggiorato la propria situazione, ricollocandosi nel terzo quadrante e quindi registrando una redditività più bassa (inferiore al 7%) e mantenendo un rapporto di indebitamento finanziario a valori compresi tra 5 e 10.

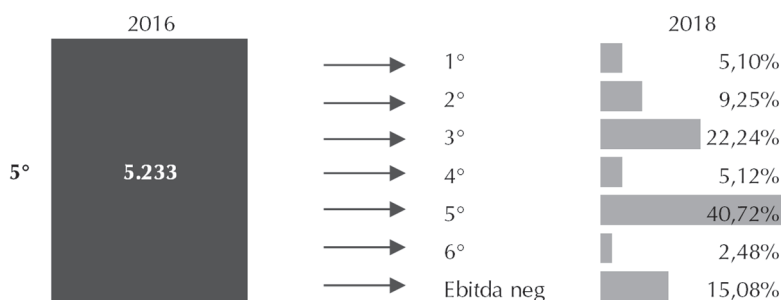
232 aziende (10,85%) nel 2018 si sono collocate nel quinto quadrante, quindi peggiorando sia in termini di redditività (valori compresi tra 0 e 7%) sia in termini di capacità di rimborso dei debiti finanziari, assumendo valori superiori a 10.

Un ulteriore 5,98% di tali aziende nel 2018 ha registrato un indebitamento

finanziario peggiore (valori superiori a 10) ma ha mantenuto una redditività elevata (valori superiori a 7%), posizionandosi quindi nel sesto quadrante.

Infine le restanti 160 (7,48%) imprese in analisi nel 2018 si sono posizionate nel secondo quadrante (2,57%) ed hanno registrato un Ebitda negativo (4,91%).

Grafico 4.22. – Italia: analisi del quinto quadrante



Fonte: elaborazione personale.

Le 5.233 aziende che nel 2016 si collocavano nel quinto quadrante, valutato come il peggiore per il mix di redditività bassa (valori compresi tra 0 e 7%) e rapporto d'indebitamento finanziario alto (valori superiori a 10), nel 2018 sono riuscite, nella maggior parte dei casi, a modificare il proprio posizionamento nella matrice informativa, infatti solo il 40,72% di esse nel 2018 hanno registrato gli stessi livelli di redditività e d'indebitamento finanziario.

La maggior parte delle aziende (22,24%) che nel 2018 hanno modificato la propria posizione nella matrice informativa si è riposizionata nel terzo quadrante, riuscendo a migliorare il proprio rapporto d'indebitamento finanziario solo in parte, portandolo a livelli compresi tra 5 e 10, mantenendo però valori di redditività inferiori a 7%.

Un'altra grossa parte delle 5.233 aziende in analisi (15,08%) nel 2018, rispetto al 2016, ha ulteriormente peggiorato la propria redditività registrando un Ebitda negativo.

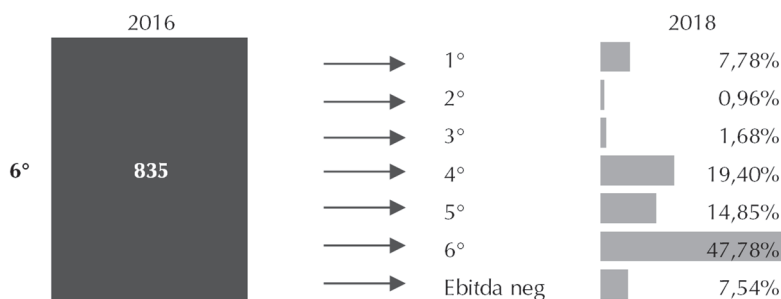
Il 9,25% delle aziende in oggetto, invece, nel 2018, pur mantenendo valori di redditività bassi (inferiori a 7%), è riuscito a migliorare notevolmente il proprio indebitamento finanziario portandolo a valori inferiori a 5, ovvero riposizionandosi nel secondo quadrante.

È importante evidenziare come 267 delle 5.233 imprese italiane in analisi (5,10%) siano riuscite in tre anni a passare dal quinto quadrante, valutato come peggiore, al primo quadrante, il migliore, grazie quindi a una redditività salita a valori superiori a 7% e un indebitamento finanziario sceso al di sotto del 5.

Infine il restante 7,61% delle aziende in oggetto nel 2018 si è riposizionato nel quarto quadrante (5,12%) e nel sesto quadrante (2,48%).

Dall'analisi del Grafico 4.23 emerge che il 47,78% delle 835 aziende che nel 2016 si posizionavano nel sesto quadrante, nel 2018 ha mantenuto gli stessi livelli di redditività (valori superiori a 7%) e di indebitamento finanziario (valori superiori a 10).

Grafico 4.23. – Italia: analisi del sesto quadrante



Fonte: elaborazione personale.

Le 436 aziende che nel 2018 hanno modificato il proprio posizionamento nella matrice informativa (52,22%), nella maggior parte dei casi (19,40%) si sono riposizionate nel quarto quadrante, registrando quindi un migliore indebitamento finanziario (passato a valori compresi tra 5 e 10) e mantenendo una redditività alta (valori superiori a 7%).

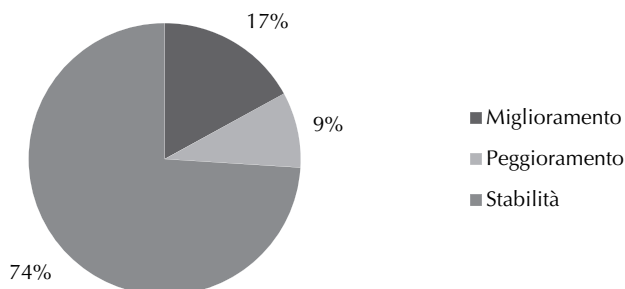
Il 22,40% delle 835 aziende in analisi invece ha peggiorato la propria situazione, in particolare 7,54% ha registrando nel 2018 un Ebitda negativo e il 14,85% ha mantenuto lo stesso elevato rapporto d'indebitamento finanziario ed ha inoltre peggiorato la propria redditività passando a valori compresi tra 0 e 7%, riposizionandosi di conseguenza nel quinto quadrante.

Nel triennio in analisi 65 imprese (7,78%) si sono invece riposizionate nel primo quadrante, riuscendo a mantenere alta la redditività a valori superiori al 7% e a contemporaneamente migliorare la loro capacità di rimborso dei debiti finanziari, scendendo a valori inferiori a 5.

Infine il restante 2,63% delle 835 aziende in analisi, nel 2018 si è riposizionato nel terzo quadrante (1,68%) e nel secondo quadrante (0,96%).

In generale, dal Grafico 4.24 emerge che il 74% delle aziende italiane analizzate, nel triennio considerato, non subisce alcun incremento/decremento di redditività tale da permettere la classificazione in un altro quadrante. Il 17% delle aziende evidenzia un miglioramento della redditività, mentre il 9% un peggioramento.

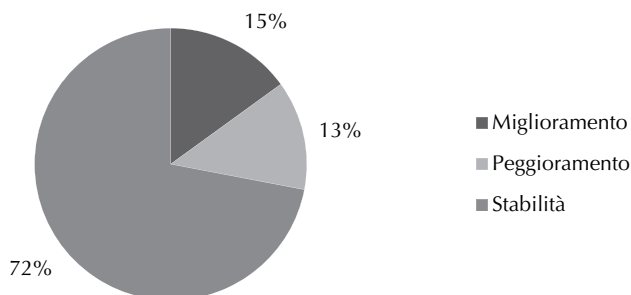
Grafico 4.24. – Italia: Andamento redditività 2016-2018



Fonte: elaborazione personale.

Infine, sempre a livello generale, dal Grafico 4.25 si osserva che il 72% del campione di aziende operanti nel territorio nazionale, nel corso del triennio, non registra variazioni di valori in termini d'indebitamento finanziario tali da classificarsi nel 2018 in un diverso quadrante. Il 15% invece registra un miglioramento d'indebitamento finanziario, il 13% un peggioramento.

Grafico 4.25. – Italia: andamento indebitamento finanziario 2016-2018



Fonte: elaborazione personale.

#### 4.4.2.1. Le imprese italiane star

La Tabella 4.31 mette in evidenza la distribuzione per *cluster* di fatturato delle aziende italiane che, secondo l'analisi effettuata in precedenza, risultano essere le imprese star, ovvero quelle con una redditività elevata, superiore a 7%, con un rapporto d'indebitamento finanziario basso, inferiore a 5 e una crescita media annua superiore a 5%.

Tabella 4.31. – Italia: valori medi 2018 (in migliaia di euro)

| Cluster fatturato         | N. imprese   | Ebitda       | CAGR<br>Valore della<br>Produzione | MT/PN       | Deb. Fin./<br>Ebitda |
|---------------------------|--------------|--------------|------------------------------------|-------------|----------------------|
| 5-10 Mln                  | 2.054        | 1.168        | 19,05%                             | 1,34        | 0,97                 |
| 10-50 Mln                 | 2.017        | 3.349        | 16,65%                             | 1,31        | 1,03                 |
| 50-100 Mln                | 264          | 11.090       | 15,66%                             | 1,42        | 1,24                 |
| 100-200 Mln               | 115          | 20.457       | 16,20%                             | 1,20        | 1,09                 |
| 200 Mln-250 Mln           | 12           | 31.301       | 12,00%                             | 1,32        | 0,41                 |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>4.462</b> | <b>3.324</b> | <b>16,61%</b>                      | <b>1,32</b> | <b>1,06</b>          |

Fonte: elaborazione personale.

Per ciascun *cluster* di fatturato sono stati individuati i valori medi di Ebitda, CAGR calcolato sul valore della produzione, rapporto di indebitamento complessivo (MT/PN) e finanziario (Deb. Fin./Ebitda).

Dall'analisi della seguente tabella emerge che il 91% delle aziende italiane analizzate ha un fatturato 2018 compreso tra 5 e 50 milioni di euro, in particolare 2.054 si collocano nel *cluster* di fatturato 5-10 milioni di euro e 2.017 in quello 10-50 milioni di euro.

Il *cluster* di fatturato maggiormente popolato, 5-10 milioni di euro, ha fatto registrare in media nell'esercizio 2018 un Ebitda di 1.168 migliaia di euro, una crescita media parecchio elevata (19,05%) e rapporti d'indebitamento complessivo e finanziario bassi (rispettivamente 1,34 e 0,97). Le imprese con fatturato 2018 compreso tra 10 e 50 milioni di euro hanno registrato un Ebitda di 3,35 milioni di euro, una crescita in termini di valore della produzione pari a 16,65%, un indebitamento finanziario di 1,31 e una capacità di rimborso dei debiti finanziari di poco superiore a 1 (1,03).

Il restante 9% del campione di aziende italiane analizzato ha sviluppato nel 2018 un fatturato compreso tra 50 e 250 milioni di euro. In particolare le 12 aziende appartenenti al *cluster* di fatturato 200-250 milioni di euro hanno registrato l'Ebitda maggiore rispetto agli altri *cluster* (31,3 milioni di euro), la migliore capacità di rimborso dei debiti finanziari, pari a 0,41, ma la peggiore crescita, comunque positiva, di 12 punti percentuali.

In media e complessivamente, le 4.462 imprese italiane star sviluppano nel 2018 un Ebitda pari a 3,32 milioni di euro, un CAGR sul valore della produzione di molto superiore rispetto al parametro del 5% utilizzato per l'analisi (16,61%), un rapporto d'indebitamento complessivo basso, pari a 1,33, e infi-

ne una capacità di rimborsare i debiti finanziari in poco più di un anno (1,06).

La Tabella 4.32 che segue permette invece di evidenziare, sempre relativamente alle 4.462 imprese italiane star suddivise per *cluster* di fatturato, il valore della produzione, l'Ebitda e i debiti finanziari mediamente prodotti negli anni 2016, 2017 e 2018.

Tabella 4.32. – *Italia: dimensione, fatturato, Ebitda e debiti finanziari (dati 2016-2018 in migliaia di euro)*

| <i>Cluster fatturato</i>  | <i>N. imprese</i> | <i>Valore della Produzione</i> | <i>Ebitda</i>     | <i>Debiti finanziari</i> |
|---------------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|--------------------------|
| 5-10 Mln                  | 2.054             | 12.715.335                     | 1.933.631         | 2.345.644                |
| 10-50 Mln                 | 2.017             | 36.773.876                     | 5.542.552         | 6.907.385                |
| 50-100 Mln                | 264               | 16.246.736                     | 2.456.963         | 3.496.665                |
| 100-200 Mln               | 115               | 13.952.768                     | 1.990.130         | 2.450.462                |
| 200 Mln-250 Mln           | 12                | 2.382.929                      | 328.066           | 146.363                  |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>4.462</b>      | <b>82.071.644</b>              | <b>12.251.342</b> | <b>15.346.518</b>        |

*Fonte:* elaborazione personale.

Il *cluster* di fatturato più popolato con 2.054 imprese (5-50 milioni di euro) registra nei tre anni considerati un valore della produzione pari a 12.715.335 migliaia di euro, un Ebitda di 1.933.631 euro e debiti finanziari per 2.345.644 migliaia di euro.

L'altro *cluster* di fatturato con un numero consistente di imprese (2.017) registra un valore della produzione superiore di più del doppio rispetto al *cluster* precedente, pari a 36,77 miliardi di euro, un Ebitda anch'esso notevolmente superiore (5,54 miliardi di euro) e debiti finanziari per 6,90 miliardi di euro.

Le restanti 391 imprese con fatturato compreso tra 50 e 250 milioni di euro hanno sviluppato il residuo valore della produzione, pari a circa 32,58 miliardi di euro.

Complessivamente le 4.462 imprese star operanti sul territorio nazionale sviluppano, negli anni 2016, 2017 e 2018, una produzione pari a 82,07 miliardi di euro, con un Ebitda di 12.251.342 euro e debiti finanziari per 15,35 miliardi di euro.

Tabella 4.33. – *Italia: Distribuzione settoriale delle aziende star (valore della produzione in migliaia di euro)*

| Settore                   | Imprese      |             | Valore produzione media<br>2016-2018 |             |
|---------------------------|--------------|-------------|--------------------------------------|-------------|
|                           | N.           | %           |                                      | %           |
| Commercio                 | 724          | 16,2%       | 12.570.719                           | 15,32%      |
| Macchinari                | 642          | 14,4%       | 13.037.733                           | 15,89%      |
| Metalmeccanico            | 431          | 9,7%        | 6.674.605                            | 8,13%       |
| Manifattura-Altro         | 353          | 7,9%        | 5.709.849                            | 6,96%       |
| Tessile                   | 305          | 6,8%        | 6.132.695                            | 7,47%       |
| Costruzioni               | 290          | 6,5%        | 4.261.907                            | 5,19%       |
| Attività professionali    | 250          | 5,6%        | 4.091.515                            | 4,99%       |
| Alimentare                | 241          | 5,4%        | 5.514.351                            | 6,72%       |
| Gomma-Plastica            | 238          | 5,3%        | 4.932.536                            | 6,01%       |
| Trasporto e Magazzinaggio | 192          | 4,3%        | 3.166.764                            | 3,86%       |
| ICT                       | 176          | 3,9%        | 3.132.263                            | 3,82%       |
| Petrol-Chimico            | 155          | 3,5%        | 3.552.744                            | 4,33%       |
| Servizi alle imprese      | 120          | 2,7%        | 1.839.024                            | 2,24%       |
| Alloggio e ristorazione   | 76           | 1,7%        | 1.153.492                            | 1,41%       |
| Immobiliare               | 62           | 1,4%        | 2.572.250                            | 3,13%       |
| Farmaceutico              | 59           | 1,3%        | 673.677                              | 0,82%       |
| Automotive                | 53           | 1,2%        | 954.667                              | 1,16%       |
| Attività Finanziarie      | 40           | 0,9%        | 711.901                              | 0,87%       |
| Agricoltura               | 36           | 0,8%        | 717.720                              | 0,87%       |
| Attività culturali        | 19           | 0,4%        | 671.232                              | 0,82%       |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>4.462</b> | <b>100%</b> | <b>82.071.644</b>                    | <b>100%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

La Tabella 4.33 evidenzia la distribuzione settoriale delle 4.466 aziende italiane star. Dall'analisi della stessa è possibile osservare che:

- 724 aziende (16,2%) appartengono al settore commerciale;
- 642 aziende (14,4%) appartengono al settore dei macchinari;
- 431 aziende (9,7%) appartengono al settore metalmeccanico;
- 353 aziende (7,9%) appartengono ai settori manifatturieri residuali;

- 305 aziende (6,8%) appartengono al settore tessile;
- 290 aziende (6,5%) appartengono al settore delle costruzioni;
- le restanti 1.717 (38,5%) operano nei rimanenti 14 settori.

Si osserva inoltre che il settore del commercio, pur essendo quello più popolato, non è il settore che sviluppa il valore della produzione più elevato, viene infatti di poco superato dal settore dei macchinari (12,57 miliardi di euro del settore commerciale contro i 13,03 miliardi del settore macchinari).

È inoltre interessante notare come, anche a livello nazionale, il settore farmaceutico, pur essendo rappresentato da solo 62 imprese star, sviluppi 2,57 miliardi di euro, ovvero circa il 3,13% del valore della produzione complessivo.

L'analisi svolta sulle imprese star illustrata in questo paragrafo è stata effettuata anche per le imprese italiane che si sono posizionate nel terzo e nel quinto quadrante, valutati come i quadranti peggiori sia in termini di redditività che in termini d'indebitamento finanziario. Tale analisi viene illustrata nei due paragrafi successivi.

#### 4.4.2.2. *Le imprese italiane in avvio di declino*

La Tabella 4.34 illustra il numero di imprese operanti nel territorio nazionale suddivise per *cluster* di fatturato ed evidenzia per ciascun *cluster* i valori medi di Ebitda, CAGR calcolato sul valore della produzione, rapporto d'indebitamento complessivo, calcolato come rapporto tra mezzi di terzi e patrimonio netto, e rapporto d'indebitamento finanziario, come debiti finanziari su Ebitda.

Tabella 4.34. – *Italia: valori medi 2018 imprese in avvio di declino*

| Cluster fatturato         | N. imprese   | Ebitda     | CAGR<br>Valore della<br>Produzione | MT/PN       | Deb. Fin./<br>Ebitda |
|---------------------------|--------------|------------|------------------------------------|-------------|----------------------|
| 5-10 Mln                  | 2.843        | 271        | – 2,00%                            | 3,76        | 7,07                 |
| 10-50 Mln                 | 2.946        | 782        | 0,17%                              | 3,20        | 6,93                 |
| 50-100 Mln                | 370          | 2.436      | 0,21%                              | 3,21        | 7,21                 |
| 100-200 Mln               | 147          | 4.490      | – 0,18%                            | 3,06        | 7,23                 |
| 200 Mln-250 Mln           | 28           | 7.783      | 2,53%                              | 2,52        | 7,75                 |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>6.334</b> | <b>766</b> | <b>– 0,10%</b>                     | <b>3,23</b> | <b>7,08</b>          |

Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi della seguente tabella emerge che circa il 91% delle 6.334 aziende italiane che si collocano nel terzo quadrante ha registrato, nel 2018, un fatturato compreso tra 5 e 50 milioni di euro. In particolare 2.843 aziende (45%), con fatturato 2018 compreso tra 5 e 10 milioni di euro, nel 2018 hanno in media registrato un Ebitda pari a 271 migliaia di euro, con una crescita negativa, pari a - 2,00%, e rapporti d'indebitamento elevati, sia a livello complessivo con valori in media di 3,76, sia a livello finanziario con valori medi di 7,07. Le 2.946 (47%) con fatturato compreso tra 10 e 50 milioni di euro hanno registrato in media nel 2018 un Ebitda superiore rispetto alle precedenti, pari a 782.000 euro, un'ulteriore crescita di poco positiva pari a 0,17%, un rapporto d'indebitamento complessivo di 3,20 e finanziario pari a 6,93 (valore minore rispetto agli altri *cluster*).

Le restanti 545 imprese hanno registrato nel 2018 un fatturato compreso fra 50 e 250 milioni di euro e in particolare si osserva che le 28 imprese con fatturato compreso tra 200 e 250 milioni di euro hanno registrato un rapporto d'indebitamento complessivo contenuto, pari a 2,52, ma la peggiore capacità di rimborso dei debiti finanziari tra le 6.334 imprese italiane del terzo quadrante (7,75).

A livello complessivo le 6.334 aziende italiane in avvio di declino, nel 2018 hanno in media registrato un Ebitda pari a 766.000 euro, una crescita di poco negativa di circa - 0,10 punti percentuali, un rapporto tra mezzi di terzi e patrimonio netto pari a 3,23 e un rapporto d'indebitamento finanziario di 7,08.

La Tabella 4.35 mette in evidenza, per ogni *cluster* di fatturato, il valore della produzione, l'Ebitda e i debiti finanziari mediamente prodotti dalle 6.334 aziende del terzo quadrante negli anni 2016, 2017 e 2018.

Tabella 4.35. – *Italia: dimensione, fatturato, Ebitda e debiti finanziari delle aziende in avvio di declino (dati 2016-2018 in migliaia di euro)*

| Cluster fatturato         | N. imprese   | Valore della produzione | Ebitda           | Debiti finanziari |
|---------------------------|--------------|-------------------------|------------------|-------------------|
| 5-10 Mln                  | 2.843        | 20.246.253              | 768.581          | 5.489.951         |
| 10-50 Mln                 | 2.946        | 61.044.118              | 2.242.088        | 16.065.964        |
| 50-100 Mln                | 370          | 25.783.335              | 915.624          | 6.504.828         |
| 100-200 Mln               | 147          | 20.162.372              | 669.611          | 4.881.294         |
| 200 Mln-250 Mln           | 28           | 6.219.916               | 223.183          | 1.726.723         |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>6.334</b> | <b>133.455.994</b>      | <b>4.819.088</b> | <b>34.668.760</b> |

Fonte: elaborazione personale.

A livello complessivo le 6.334 aziende in avvio di declino hanno registrato, nel corso del triennio considerato, un valore della produzione pari a circa 133,46 miliardi di euro, con un Ebitda di 4.819.088.000 euro e debiti finanziari per un importo complessivo di circa 34,67 miliardi di euro.

In particolare i *cluster* di fatturato maggiormente popolati hanno registrato i seguenti valori: le 2.843 imprese appartenenti al *cluster* di fatturato 5-10 milioni di euro hanno un valore della produzione di 20,25 miliardi di euro, un Ebitda di 768.581.000 euro e debiti finanziari per 5,49 miliardi di euro; le 2.946 imprese del secondo *cluster* hanno invece sviluppato un valore della produzione molto superiore rispetto alle precedenti, pari a circa 61 miliardi di euro, un Ebitda di 2,24 miliardi e debiti finanziari pari a 16,06 miliardi di euro.

Infine, la Tabella 4.36 rappresenta la distribuzione settoriale delle 6.334 aziende italiane collocate nel terzo quadrante.

Tabella 4.36. – Italia: distribuzione settoriale delle aziende in avvio di declino (valore della produzione in migliaia di euro)

| Settore                   | Imprese |       | Valore produzione media<br>2016-2018 |        |
|---------------------------|---------|-------|--------------------------------------|--------|
|                           | N.      | %     |                                      | %      |
| Commercio                 | 2.549   | 40,2% | 54.635.915                           | 40,94% |
| Metalmeccanico            | 469     | 7,4%  | 9.982.961                            | 7,48%  |
| Macchinari                | 463     | 7,3%  | 10.162.951                           | 7,62%  |
| Alimentare                | 445     | 7,0%  | 13.026.085                           | 9,76%  |
| Manifattura-Altro         | 418     | 6,6%  | 7.778.285                            | 5,83%  |
| Costruzioni               | 391     | 6,2%  | 6.443.824                            | 4,83%  |
| Tessile                   | 338     | 5,3%  | 5.804.215                            | 4,35%  |
| Trasporto e Magazzinaggio | 302     | 4,8%  | 5.246.458                            | 3,93%  |
| Gomma-Plastica            | 272     | 4,3%  | 5.315.933                            | 3,98%  |
| Petrol-Chimico            | 157     | 2,5%  | 5.047.475                            | 3,78%  |
| Agricoltura               | 130     | 2,1%  | 2.368.333                            | 1,77%  |
| Attività professionali    | 106     | 1,7%  | 1.674.684                            | 1,25%  |
| Servizi alle imprese      | 88      | 1,4%  | 1.845.729                            | 1,38%  |
| Automotive                | 61      | 1,0%  | 1.386.055                            | 1,04%  |
| ICT                       | 57      | 0,9%  | 1.215.710                            | 0,91%  |
| Alloggio e ristorazione   | 34      | 0,5%  | 566.273                              | 0,42%  |
| Immobiliare               | 29      | 0,5%  | 476.029                              | 0,36%  |

*Segue*

| Settore                   | Imprese      |             | Valore produzione media<br>2016-2018 |             |
|---------------------------|--------------|-------------|--------------------------------------|-------------|
|                           | N.           | %           |                                      | %           |
| Farmaceutico              | 11           | 0,2%        | 174.247                              | 0,13%       |
| Attività culturali        | 9            | 0,1%        | 86.594                               | 0,06%       |
| Attività Finanziarie      | 5            | 0,1%        | 218.241                              | 0,16%       |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>6.334</b> | <b>100%</b> | <b>133.455.994</b>                   | <b>100%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi della tabella emerge che la maggior parte delle aziende italiane del terzo quadrante (40,2%) sono attive nel settore del commercio, producendo, nel triennio 2016-2018, circa il 40,94% del valore della produzione complessivo delle aziende in analisi.

Un ulteriore 39,8% delle aziende in avvio di declino opera nei settori metalmeccanico (7,4%), macchinari (7,3%), alimentare (7%), manifattura residuale (6,6%), costruzioni (6,2%) e tessile (5,3%) e sviluppa complessivamente il 39,86% della produzione totale delle 6.334 aziende in analisi.

Le restanti 1.261 imprese (20%) sono attive nei rimanenti 13 settori e apportano un valore della produzione di circa 25,6 miliardi di euro (19,20% sul totale di 133,5 miliardi di euro).

#### 4.4.2.3. Le imprese italiane in crisi

Come illustrato nella Tabella 4.37, le 5.436 imprese in crisi sono state suddivise per *cluster* di fatturato e per ogni *cluster* di fatturato sono rappresentati i valori medi dell'anno 2018 di Ebitda, CAGR calcolato sul valore della produzione, rapporto d'indebitamento complessivo e rapporto tra debiti finanziari ed Ebitda.

Dall'analisi della seguente tabella emerge che complessivamente le 5.347 imprese in crisi hanno sviluppato in media, nell'anno 2018, un Ebitda pari a 464.000 euro, una crescita negativa di - 3,03 punti percentuali, un rapporto d'indebitamento complessivo pari a 3,95 e una capacità di rimborsare i debiti finanziari di poco superiore a 20.

In particolare si osserva che la maggior parte delle imprese in crisi (2.407 imprese, 45% sul totale di 5.347) ha un fatturato 2018 compreso tra 5 e 10 milioni di euro e registra in media un Ebitda pari a 170.000 euro, ha una crescita negativa (- 4,69%), un rapporto d'indebitamento complessivo di 3,95 e finanziario di 23,26, che risulta essere il più elevato rispetto agli altri quadranti.

Tabella 4.37. – Italia: valori medi 2018 delle aziende in crisi (Ebitda e CAGR in migliaia di euro)

| Cluster fatturato         | N. imprese   | Ebitda     | CAGR<br>Valore della<br>Produzione | MT/PN       | Deb. Fin./<br>Ebitda |
|---------------------------|--------------|------------|------------------------------------|-------------|----------------------|
| 5-10 Mln                  | 2.407        | 170        | – 4,69%                            | 3,95        | 23,26                |
| 10-50 Mln                 | 2.417        | 469        | – 4,39%                            | 3,72        | 19,68                |
| 50-100 Mln                | 338          | 1.330      | – 1,31%                            | 3,70        | 20,90                |
| 100-200 Mln               | 152          | 2.355      | – 1,35%                            | 4,97        | 19,90                |
| 200 Mln-250 Mln           | 33           | 3.959      | 0,81%                              | 5,16        | 14,76                |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>5.347</b> | <b>464</b> | <b>– 3,03%</b>                     | <b>3,95</b> | <b>20,26</b>         |

Fonte: elaborazione personale.

Il secondo *cluster* più popolato è quello con fatturato compreso tra 10 e 50, rappresentato da 2.417 imprese (45% sul totale) che registrano un Ebitda di 469.000 euro, una crescita di circa – 4,4 punti percentuali, un rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri pari a 3,72 e un rapporto d’indebitamento finanziario di 19,68.

I restanti tre *cluster* sono invece popolati da 523 imprese ed è interessante notare come 33 di queste, con fatturato compreso tra 200 e 250 milioni di euro, hanno registrato una crescita di poco positiva, 0,81% con un rapporto d’indebitamento complessivo sostanzialmente elevato rispetto agli altri *cluster*, pari a 5,16, e una capacità di rimborsare i debiti finanziari invece migliore rispetto agli altri *cluster*, 14,76.

Nella Tabella 4.38 sono illustrati, per ogni *cluster* di fatturato, il valore della produzione, l’Ebitda e i debiti finanziari mediamente prodotti nel triennio 2016-2018 dalle 5.347 imprese in crisi.

Dall’analisi della tabella emerge che complessivamente, nei tre anni in oggetto, le 5.347 imprese hanno registrato un valore della produzione pari a circa 122 miliardi di euro, un Ebitda di 2.722.862 euro e debiti finanziari per circa 51,19 miliardi di euro.

In particolare i *cluster* maggiormente popolati, ovvero quello 5-10 milioni di euro e quello 10-50 milioni, hanno sviluppato, rispettivamente, una produzione di circa 18,12 e 52,29 miliardi di euro, Ebitda di 448.426.000 e 1.229.942 euro e debiti finanziari per 9,6 e 22,9 miliardi di euro.

Nella Tabella 4.39 si illustra la distribuzione per settori delle 5.347 imprese in crisi e, in media per ogni settore, il valore della produzione registrato negli anni 2016, 2017 e 2018.

Tabella 4.38. – *Italia: dimensione, fatturato, Ebitda e debiti finanziari (dati 2016-2018 in migliaia di euro)*

| Cluster fatturato         | N. imprese   | Valore della Produzione | Ebitda           | Debiti finanziari |
|---------------------------|--------------|-------------------------|------------------|-------------------|
| 5-10 Mln                  | 2.407        | 18.123.978              | 448.426          | 9.605.485         |
| 10-50 Mln                 | 2.417        | 52.295.747              | 1.229.942        | 22.908.994        |
| 50-100 Mln                | 338          | 23.769.817              | 532.423          | 9.718.291         |
| 100-200 Mln               | 152          | 20.978.210              | 398.011          | 7.096.592         |
| 200 Mln-250 Mln           | 33           | 6.943.322               | 114.060          | 1.858.867         |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>5.347</b> | <b>122.111.075</b>      | <b>2.722.862</b> | <b>51.188.229</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 4.39. – *Italia: distribuzione settoriale delle imprese in crisi*

| Settore                   | Imprese |       | Valore produzione media 2016/2018 |        |
|---------------------------|---------|-------|-----------------------------------|--------|
|                           | N.      | %     |                                   | %      |
| Commercio                 | 2.153   | 40,3% | 51.510.035                        | 42,18% |
| Costruzioni               | 439     | 8,2%  | 8.184.659                         | 6,70%  |
| Alimentare                | 380     | 7,1%  | 9.811.603                         | 8,03%  |
| Metalmeccanico            | 318     | 5,9%  | 8.223.017                         | 6,73%  |
| Manifattura-Altro         | 293     | 5,5%  | 6.205.629                         | 5,08%  |
| Macchinari                | 292     | 5,5%  | 6.770.873                         | 5,54%  |
| Tessile                   | 262     | 4,9%  | 4.780.501                         | 3,91%  |
| Trasporto e Magazzinaggio | 243     | 4,5%  | 5.070.550                         | 4,15%  |
| Gomma-Plastica            | 227     | 4,2%  | 5.003.212                         | 4,10%  |
| Agricoltura               | 204     | 3,8%  | 3.953.521                         | 3,24%  |
| Attività professionali    | 137     | 2,6%  | 2.735.620                         | 2,24%  |
| Immobiliare               | 85      | 1,6%  | 2.540.051                         | 2,08%  |
| Petrol-Chimico            | 83      | 1,6%  | 2.354.399                         | 1,93%  |
| Servizi alle imprese      | 70      | 1,3%  | 1.127.888                         | 0,92%  |
| Automotive                | 54      | 1,0%  | 1.743.834                         | 1,43%  |
| ICT                       | 53      | 1,0%  | 875.810                           | 0,72%  |
| Alloggio e ristorazione   | 24      | 0,4%  | 473.451                           | 0,39%  |

Segue

| <i>Settore</i>            | <i>Imprese</i> |             | <i>Valore produzione media<br/>2016/2018</i> |             |
|---------------------------|----------------|-------------|----------------------------------------------|-------------|
|                           | <i>N.</i>      | <i>%</i>    |                                              | <i>%</i>    |
| Attività Finanziarie      | 13             | 0,2%        | 275.885                                      | 0,23%       |
| Farmaceutico              | 10             | 0,2%        | 416.788                                      | 0,34%       |
| Attività culturali        | 7              | 0,1%        | 53.748                                       | 0,04%       |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>5.347</b>   | <b>100%</b> | <b>122.111.075</b>                           | <b>100%</b> |

*Fonte:* elaborazione personale.

Dall'analisi della tabella emerge che la maggior parte delle 5.347 imprese (40,27%) opera nel settore del commercio, sviluppando una produzione pari a circa 51,51 miliardi di euro, ovvero quasi il 42% del valore della produzione complessiva delle imprese italiane in crisi.

Il restante 59,73% delle aziende in crisi è invece attivo nei rimanenti settori analizzati e sviluppa complessivamente il 57,82% del valore della produzione totale. Tra i seguenti settori quello maggiormente popolato è il settore delle costruzioni con 439 imprese (8,21% delle 5.347 totali) che sviluppano un valore della produzione pari a 8,18 miliardi di euro, ovvero il 6,70% della produzione totale delle aziende in analisi.

#### *4.4.3. Le imprese tedesche con particolare riferimento alla regione della Ruhr*

La stessa analisi svolta sul campione di aziende italiane, descritta nei paragrafi precedenti, è stata svolta su un campione di aziende tedesche, con l'obiettivo di confrontare il diverso contesto economico italiano e tedesco. L'analisi delle imprese tedesche è stata poi estesa da un contesto particolarmente significativo per composizione, tipologia di attività e dimensioni ovvero quelle operanti nella regione della Ruhr<sup>4</sup>.

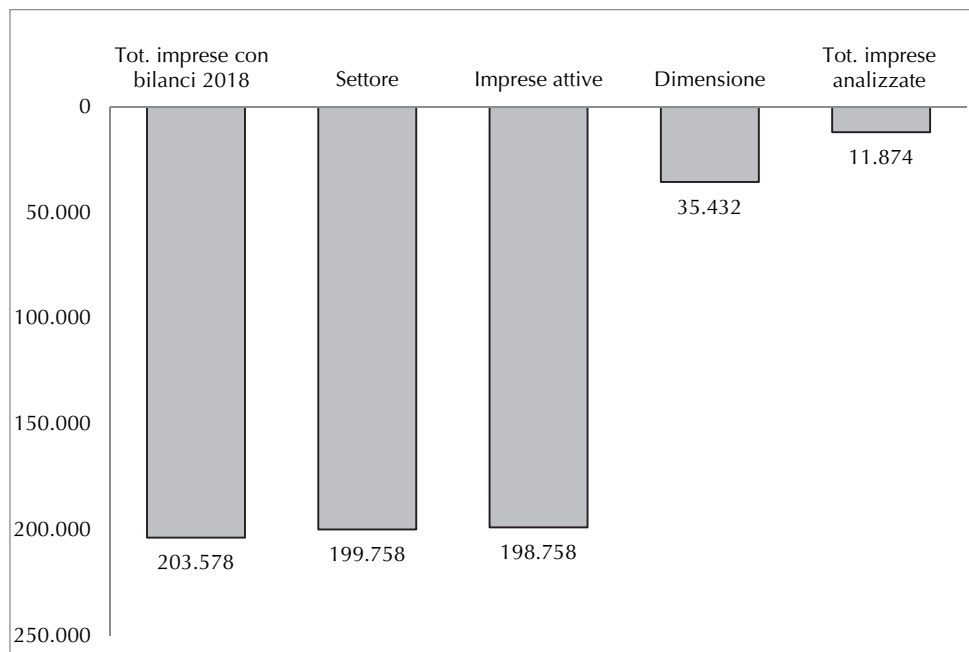
L'analisi è stata quindi condotta seguendo gli stessi criteri e usando gli stessi parametri descritti nei paragrafi "Il Campione" e "La metodologia di ricerca".

Nel grafico seguente si riporta il processo di selezione e individuazione delle imprese analizzate.

---

<sup>4</sup> La regione della Ruhr è una regione tedesca nella Renania Settentrionale-Vestfalia. È una delle più grandi aree urbane europee con una superficie di 4.535 km<sup>2</sup>. Ha una forte tradizione di produzione di acciaio. Essa è stata caratterizzata da una profonda ristrutturazione e specializzazione nell'economia circolare.

Grafico 4.26. – Germania: applicazione dei criteri selettivi



Fonte: elaborazione personale.

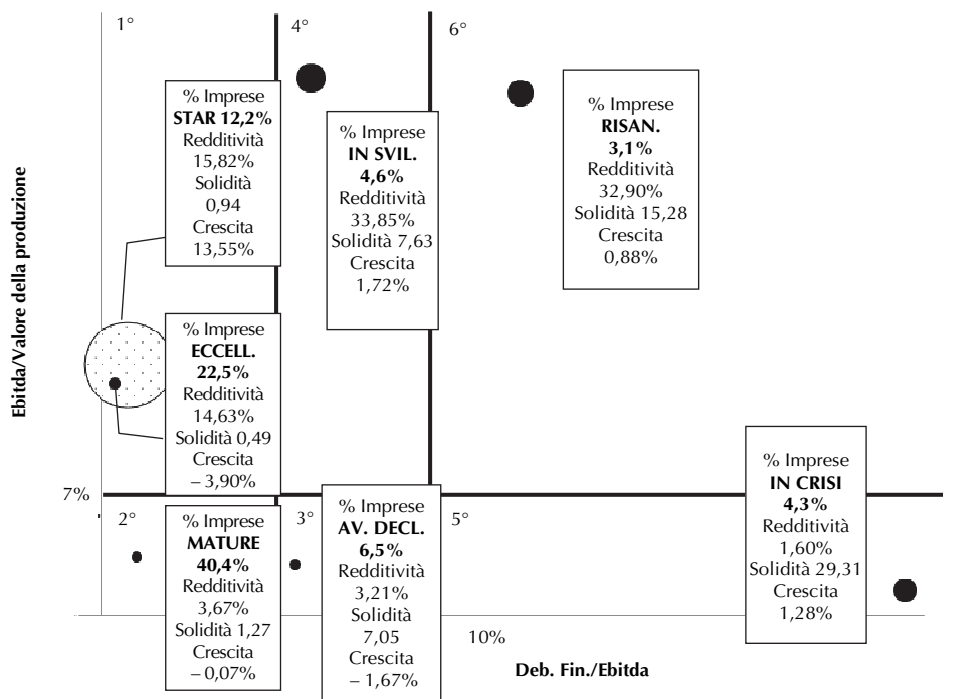
Il Grafico 4.26 illustra come 199.758 imprese su un totale di 203.578 appartengano ai settori di attività considerati rilevanti per l'analisi empirica effettuata e di queste 198.715 sono imprese attive e non in stato di liquidazione al 31/12/2018.

Sul totale delle imprese attive circa il 18% (35.432) realizzano nel corso dell'esercizio 2018 un valore della produzione compreso tra 5 e 250 milioni di euro. Le imprese effettivamente analizzate nella nostra indagine sono pari a 11.874 (circa il 6% del totale delle imprese che hanno presentato il bilancio nel 2018). L'esclusione di ulteriori 23.558 aziende è dovuta alla mancanza di dettaglio e di informazioni in merito ai debiti finanziari.

Anche con riferimento alle imprese tedesche si è voluto procedere con la loro rappresentazione grafica nella matrice informativa, come illustrato nel Grafico 4.27. Di seguito all'analisi delle imprese tedesche viene fornito un focus specifico su quelle operanti nel bacino della Ruhr.

Dall'analisi è emerso che la maggioranza delle imprese tedesche analizzate (40,4%) si colloca nel secondo quadrante, ovvero imprese in fase di maturità, con un basso livello di redditività, che in media raggiunge valori pari a 3,65%, e una buona solidità finanziaria, pari mediamente a 1,27.

Grafico 4.27. – Germania: matrice informativa



Fonte: elaborazione personale.

L'altro quadrante maggiormente rappresentato è il primo, dove si collocano 4.087 aziende analizzate (34,7% del totale) e in particolare 1.448 (12,2%) di esse sono considerate dal nostro modello come imprese star, quindi caratterizzate da una crescita media pari al 13,55% (superiore al 5%), una redditività a valori medi elevati, di 15,82% e un rapporto d'indebitamento molto basso, pari a 0,94.

Le restanti 2.197 imprese tedesche analizzate si sono collocate nei restanti quadranti (terzo, quarto, quinto e sesto). In particolare è rilevante notare come le aziende che si sono collocate nel quarto e nel sesto quadrante abbiano registrato in media una redditività molto elevata, rispettivamente 32,85% e 33,90%, a testimonianza del fatto che sono imprese in via di sviluppo e in fase di risanamento. Invece le imprese del quinto quadrante hanno avuto un rapporto d'indebitamento medio molto elevato, pari a 29,31, dato che riflette significativamente il loro status di imprese in forte crisi finanziaria.

In ultima analisi dal Grafico 4.27 emerge che le imprese tedesche, a parte quelle definite star, nel triennio analizzato hanno avuto una crescita media limitata, con valori che vanno dal - 3,90% registrato dalle imprese eccellenti all'1,72% delle imprese in via di sviluppo.

Il 6,5% delle imprese tedesche analizzate ha registrato in media, nel triennio considerato, un Ebitda negativo e per tale motivo non trova rappresentazione nel grafico.

Passando all'analisi delle imprese operanti nella Ruhr è possibile evidenziare che la maggioranza delle stesse (48,4%) si colloca nel secondo quadrante, ovvero imprese in fase di maturità, con un basso livello di redditività, che in media raggiunge valori pari a 4,65%, e una buona solidità finanziaria, pari mediamente a 1,47.

L'altro quadrante maggiormente rappresentato è il primo, dove si collocano il 24,7% del totale) e in particolare il 11,2% di esse sono considerate dal nostro modello come imprese star, quindi caratterizzate da una crescita media pari al 17,55% (superiore al 5%), una redditività a valori medi elevati, di 18,82% e un rapporto d'indebitamento molto basso, pari a 0,74.

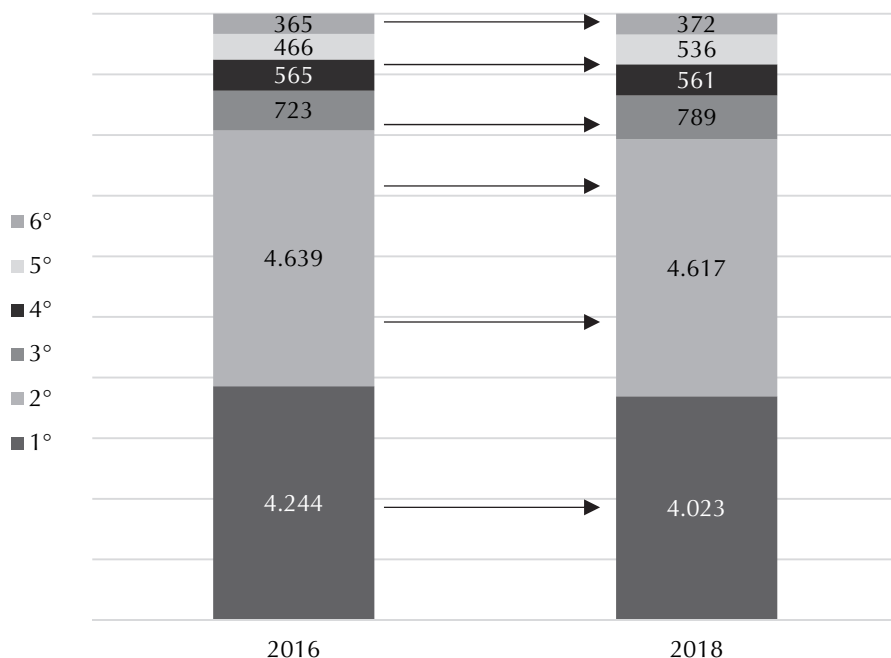
Le restanti imprese operanti nella Ruhr tedesche analizzate si sono collocate nei restanti quadranti (terzo, quarto, quinto e sesto). Le aziende che si sono collocate nel quarto e nel sesto quadrante abbiano registrato in media una redditività molto elevata, rispettivamente 37,85% e 31,94%. Invece le imprese del quinto quadrante hanno avuto un rapporto d'indebitamento medio molto elevato, pari a 27,31, dato che riflette lo status di imprese in crisi finanziaria.

Le imprese analizzate, a parte quelle definite star, hanno avuto una crescita media limitata, con valori che vanno dal - 2,94% registrato dalle imprese eccellenti all'1,22% delle imprese in via di sviluppo.

Il 3,5% delle imprese analizzate ha registrato in media, nel triennio considerato, un Ebitda negativo.

Le 11.874 imprese tedesche analizzate, una volta definita la loro collocazione nella matrice informativa illustrata nel Grafico 4.28, sono state inoltre esaminate con un'ottica dinamica, ovvero si è determinato il posizionamento delle aziende tedesche nella suddetta matrice nei singoli anni 2016 e 2018 con l'obiettivo d'individuare il loro percorso evolutivo o involutivo avvenuto nel triennio 2016-2018.

Grafico 4.28. – Germania: collocazione negli anni 2016 e 2018



Fonte: elaborazione personale.

Dal grafico sopra riportato è emerso che negli anni 2016 e 2018 la collocazione nella matrice informativa è stata la seguente:

- 1° quadrante – aziende eccellenti e top: nel 2016 4.449 aziende, nel 2018 4.226, quindi diminuendo la presenza di circa l'1% sul totale delle imprese tedesche analizzate;
- 2° quadrante – aziende mature: nel 2016 4.914, nel 2018 4.904, collocazione nel quadrante rimasta sostanzialmente invariata nel corso del triennio;
- 3° quadrante – aziende in avvio di declino: nel 2016 659, nel 2018 708 imprese, anche in questo caso il collocamento in tale quadrante è rimasto pressoché invariato;
- 4° quadrante – aziende in sviluppo: nel 2016 561, nel 2018 558 imprese, anche in questo quadrante una collocazione rimasta invariata;
- 5° quadrante – aziende in crisi: 383 nel 2016 e 454 nel 2018, purtroppo nel corso del triennio sono aumentate di quasi un punto percentuale le imprese che registrano dati sintomo di una forte crisi finanziaria;
- 6° quadrante – aziende in risanamento: nel 2016 374, nel 2018 382 imprese.

Sia per l'anno 2016 sia per il 2018 non sono state rappresentate le aziende che hanno registrato una redditività inferiore allo zero, che quantitativamente sono 879 nell'anno 2016 e 987 nel 2018, a testimonianza di un aumento maggiore dell'1%.

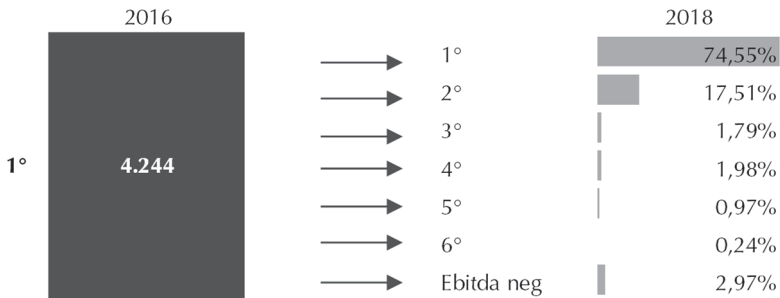
L'analisi delle imprese operanti nella Ruhr negli anni 2016 e 2018 hanno evidenziato la seguente situazione:

- 1° quadrante – aziende eccellenti e top: riduzione della presenza di circa l'1% sul totale delle imprese;
- 2° quadrante – aziende mature: la collocazione nel quadrante rimasta sostanzialmente invariata nel corso del triennio;
- 3° quadrante – aziende in avvio di declino: anche in questo caso il collocamento in tale quadrante è rimasto pressoché invariato;
- 4° quadrante – aziende in sviluppo: anche in questo quadrante una collocazione rimasta invariata;
- 5° quadrante – aziende in crisi: purtroppo nel corso del triennio sono aumentate di quasi un punto percentuale le imprese che registrano dati sintomo di una forte crisi finanziaria;
- 6° quadrante – aziende in risanamento: sono leggermente aumentate le imprese che hanno avviato un percorso di risanamento.

Sia per l'anno 2016 sia per il 2018 non sono state rappresentate le aziende che hanno registrato una redditività inferiore allo zero.

L'analisi sul percorso evolutivo o involutivo seguito nel corso del triennio dalle aziende tedesche in oggetto è stato esaminato nel particolare per ogni singolo quadrante.

Grafico 4.29. – Germania: analisi del primo quadrante



Fonte: elaborazione personale.

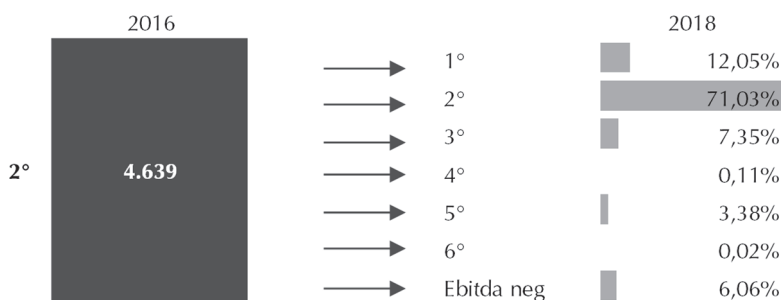
Circa il 75% delle 4.244 aziende che nel 2016 si collocavano nel primo quadrante hanno mantenuto gli stessi livelli di redditività superiori al 7% e di indebitamento finanziario inferiore a 5.

Il restante 25% delle aziende del primo quadrante in oggetto che nel corso del triennio si sono movimentate, in maggioranza (17,51%) si è ricollocato nel secondo quadrante, ovvero peggiorando, nel triennio in analisi, la propria redditività a livelli inferiori al 7%, ma mantenendo una solidità finanziaria più che accettabile, al di sotto del parametro di riferimento pari a 5.

Inoltre è opportuno segnalare come circa 126 imprese in analisi (2,81% delle 4.244 totali) nel corso del triennio hanno di molto peggiorato la propria redditività, con un Ebitda nel 2018 inferiore alle zero.

Dal Grafico 4.30 emerge che, come nel caso del primo quadrante, anche la la maggioranza delle imprese che nel 2016 si collocavano nel secondo quadrante, hanno mantenuto la stessa collocazione nel 2018 (71,03%).

Grafico 4.30. – *Germania: analisi del secondo quadrante*



Fonte: elaborazione personale.

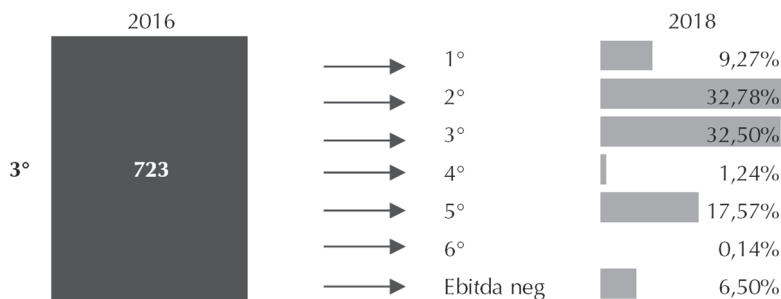
La minoranza di imprese che si sono movimentate, invece, in gran parte (12,05%) sono riuscite a migliorare la propria redditività portandola a valori superiori al parametro del 7% al contempo mantenendo una capacità di ripagare i debiti finanziari in meno di 5 anni.

Una limitata ma significativa percentuale delle 4.639 imprese in analisi (7,35%) ha invece peggiorato la propria situazione, mantenendo bassi livelli di redditività e peggiorando il rapporto d'indebitamento finanziario a valori compresi fra 5 e 10.

Il 6,306% delle aziende che nel 2016 si collocavano nel secondo quadrante, nel 2018, ha registrato una redditività negativa.

Il Grafico 4.31 mostra una forte movimentazione delle 723 imprese che nel 2016 si collocavano nel terzo quadrante, infatti circa il 67,50% di esse nel 2018 si è ricollocato in un quadrante diverso.

Grafico 4.31. – Germania: analisi del terzo quadrante



Fonte: elaborazione personale.

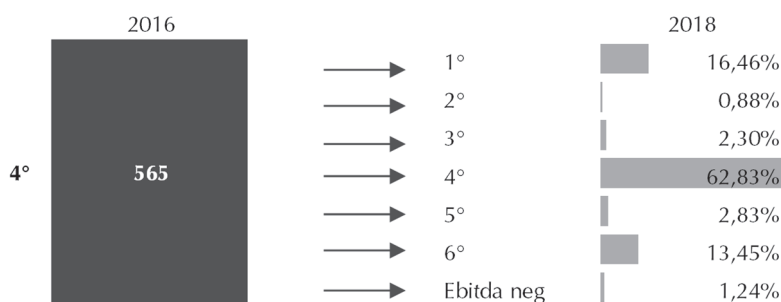
In particolare la maggioranza di tali aziende ha migliorato la propria posizione, collocandosi nel secondo quadrante, ovvero registrando comunque una redditività inferiore al 7%, ma migliorando la propria capacità di rimborsare i debiti finanziari, a valori al di sotto di 5 anni.

Il 17,57% delle 723 imprese invece ha peggiorato il proprio rapporto d'indebitamento finanziario a livelli superiori a 10, mantenendo una redditività bassa e riclassificandosi quindi tra le imprese in crisi.

Un significativo 9,27% delle aziende in analisi sono addirittura migliorate sia in termini di redditività sia d'indebitamento finanziario, collocandosi in tre anni tra le imprese eccellenti.

Dal Grafico 4.32 emerge che il quarto quadrante, a differenza del terzo, nel triennio oggetto d'analisi è caratterizzato da stabilità, ovvero il 62,83% delle 565 imprese che nel 2016 si collocavano in tale quadrante ha mantenuto la stessa collocazione anche nel 2018, quindi lo stesso livello di redditività superiore al 7% e d'indebitamento finanziario compreso fra 5 e 10.

Grafico 4.32. – Germania: analisi del quarto quadrante



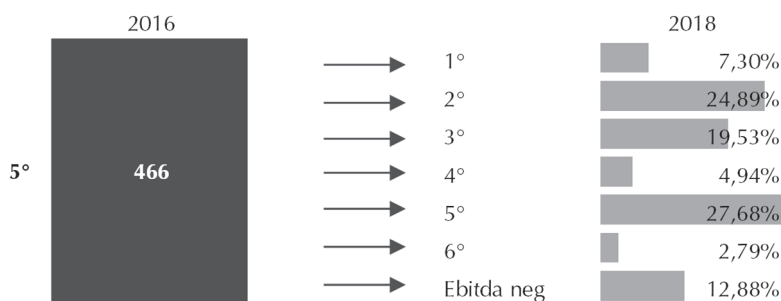
Fonte: elaborazione personale.

Tra le restanti 210 imprese che, rispetto al 2016, si sono ricollocate nella matrice informativa, la maggior parte (16,46%) ha aumentato la propria capacità di rimborso dei debiti finanziari, ricollocandosi nel primo quadrante.

Il 13,45% delle 565 imprese in analisi invece ha da una parte mantenuto una redditività elevata, ma ha peggiorato il rapporto d'indebitamento finanziario a valori superiori a 10.

Il Grafico 4.33 mostra, come nel caso del terzo quadrante, una forte movimentazione, pari a il circa 72,3% delle aziende che nel 2016 si collocavano nel quadrante in analisi.

Grafico 4.33. – *Germania: analisi del quinto quadrante*



Fonte: elaborazione personale.

È significativo sottolineare come il complessivo 42% delle 466 aziende, pur mantenendo una redditività inferiore al 7%, sia riuscito in tre anni a migliorare la propria capacità di rimborso dei debiti finanziari. In particolare, il 24,89% è addirittura riuscito a portare tale capacità al di sotto dei 5 anni.

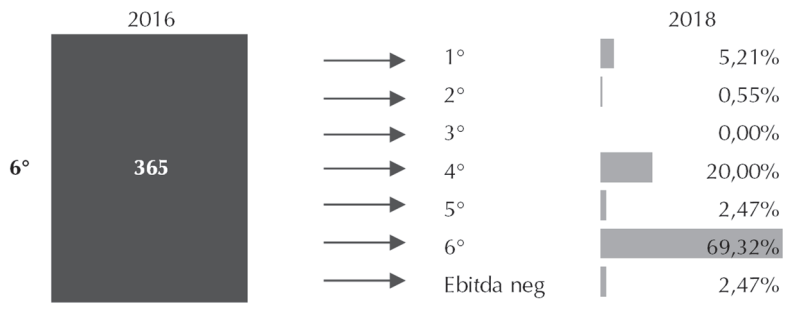
Il 7,30% delle imprese in analisi, oltre ad aver migliorato notevolmente il rapporto d'indebitamento finanziario portandolo a valori inferiori a 5, ha migliorato anche la propria redditività alzandola a livelli superiori al 7%.

Invece circa il 13% di tali imprese ha peggiorato ulteriormente la propria situazione, registrando nel 2018 un Ebitda negativo.

Dal Grafico 4.34 emerge che quasi il 70% delle 365 imprese che nel 2016 si collocavano nel sesto quadrante, nel 2018 ha mantenuto gli stessi livelli di redditività e di indebitamento finanziario.

Invece la grande maggioranza di quelle che si sono ricollocate (20,00%), è riuscita in parte a migliorare il proprio rapporto d'indebitamento finanziario, portandolo a valori compresi fra 5 e 10 e mantenendo una redditività superiore al 7%.

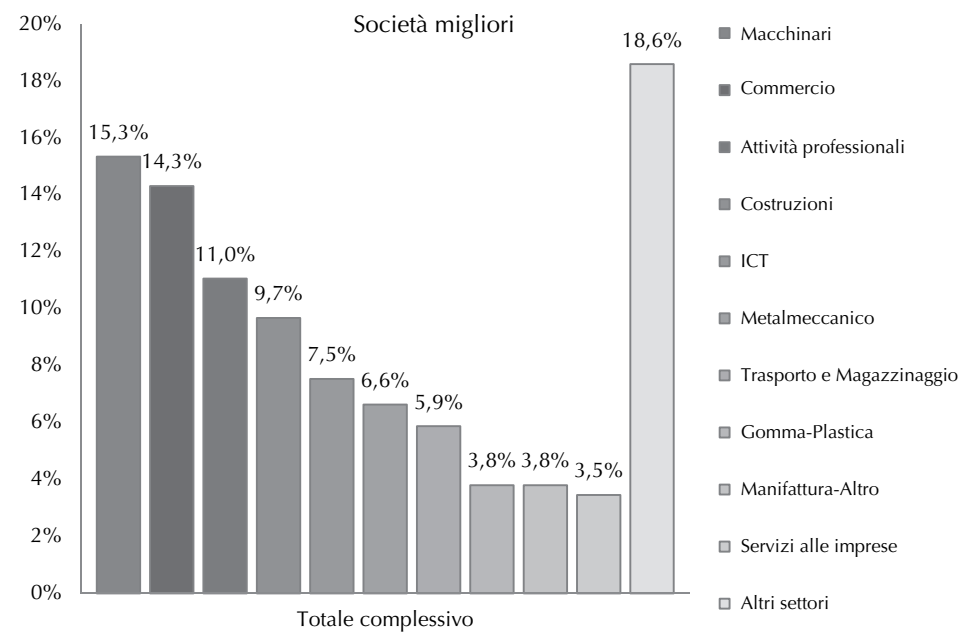
Grafico 4.34. – Germania: analisi del sesto quadrante



Fonte: elaborazione personale.

Focalizzandosi sulle imprese star, ovvero che si sono collocate in media nei tre anni nel primo quadrante con una crescita media superiore al 5%, e sulle imprese in crisi, cioè classificate nel quinto quadrante, si è proceduto con l’analisi dei settori d’appartenenza di tali imprese.

Grafico 4.35. – Germania: distribuzione settoriale delle imprese star



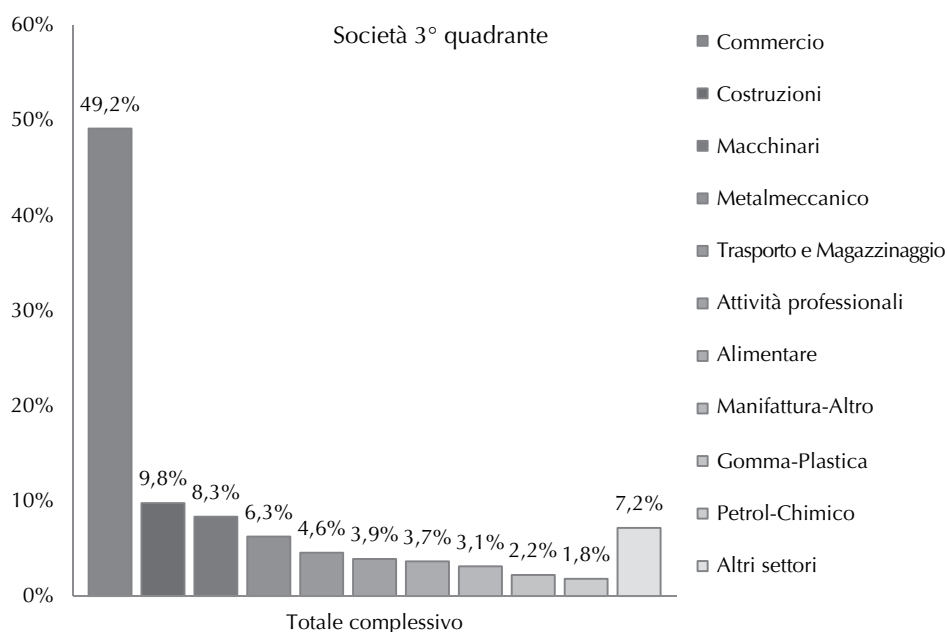
Fonte: elaborazione personale.

Il Grafico 4.35 mostra che le imprese con redditività superiore al 7%, rapporto d'indebitamento finanziario inferiore a 5 e crescita superiore al 5%, sono in maggioranza occupate (15,3%) nel settore dei macchinari e nel settore del commercio (14,3%).

Le imprese della Ruhr che hanno registrato parametri uguali a quelli di cui al precedente capoverso sono in maggioranza occupate (18,3%) nel settore della gomma plastica e nel settore dei macchinari (17,7%).

Dal Grafico 4.36 emerge che anche le aziende in crisi sono per la maggior parte operanti nel settore del commercio (49,2%). Il dato conferma la grande presenza di imprese impiegate in tale settore.

Grafico 4.36. – *Germania: distribuzione settoriale delle imprese in crisi*



Fonte: elaborazione personale.

Rispetto alle imprese star, la percentuale di aziende operanti nel settore delle costruzioni rimane pressoché costante (9,8%) a testimonianza di come le imprese operanti nel settore abbiano superato le difficoltà riscontrate in seguito alla crisi finanziaria che, negli ultimi anni, ha duramente colpito tale settore.

#### 4.4.3.1. Confronto Italia-Germania

Sulla base dell'analisi svolta per le imprese tedesche e sul campione italiano è stato possibile effettuare una serie di confronti con l'obiettivo di mettere in evidenza le differenze tra i due Stati analizzati.

Nella Tabella 4.40 si evidenziano, a livello nazionale Italia e Germania, il numero e la percentuale di aziende appartenenti ai diversi quadranti della matrice informativa.

Tabella 4.40. – *Confronto Italia-Germania: posizionamento delle aziende analizzate nella matrice informativa*

|                 | <i>Italia</i>     |             | <i>Germania</i>   |             |
|-----------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
|                 | <i>N. imprese</i> | <i>%</i>    | <i>N. imprese</i> | <i>%</i>    |
| Star            | 4.462             | 11%         | 1.448             | 12%         |
| Eccellenti      | 7.268             | 18%         | 2.667             | 22%         |
| Mature          | 11.676            | 28%         | 4.796             | 40%         |
| Avvio declino   | 6.334             | 15%         | 767               | 6%          |
| Sviluppo        | 2.066             | 5%          | 551               | 5%          |
| Crisi           | 5.347             | 13%         | 510               | 4%          |
| Risanamento     | 779               | 2%          | 369               | 3%          |
| Ebitda negativo | 3.162             | 8%          | 766               | 6%          |
| <b>Totale</b>   | <b>41.094</b>     | <b>100%</b> | <b>11.874</b>     | <b>100%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Da tale confronto emerge che a livello complessivo la situazione economico-finanziaria delle imprese in Germania è migliore rispetto alla stessa in Italia. Il 74% circa delle imprese tedesche è collocato nei quadranti con livelli di redditività e d'indebitamento finanziario migliori (star, eccellenti e mature), a differenza del 57% in Italia.

In particolare il 12% delle imprese analizzate in Germania, contro l'11% di quelle italiane, si sono classificate come imprese star, con redditività superiore al 7%, rapporto d'indebitamento inferiore a 5 e crescita superiore al 5%; il 22% delle imprese tedesche, contro il 18% di quelle italiane, si sono collocate sempre nel primo quadrante ma con crescita inferiore al 5% (imprese eccellenti); il 40% delle aziende tedesche, a differenza del 28% in Italia, si sono classificate come imprese mature, con redditività bassa ma buona capacità di rimborso dei debiti finanziari.

Ad ulteriore dimostrazione delle difficoltà economiche e finanziarie delle imprese italiane rispetto a quelle tedesche è possibile notare come la percentuale di aziende in avvio di declino e in crisi in Italia (rispettivamente 15% e 13%) sia molto superiore rispetto a quella registrata in Germania (rispettivamente 6% e 4%)

Il confronto sviluppato nelle pagine precedenti diventa ancora significativo restringendo l'analisi al confronto tra le regioni Italiane e Tedesche maggiormente industrializzate e con una struttura imprenditoriale simile ovvero la Lombardia per l'Italia e la regione della Ruhr.

Dall'analisi dei dati sotto riportati si evince che il gap esistente nel confronto tra valori nazionali si riduce o addirittura si inverte se si considerano i valori regionali.

Tabella 4.41. – *Confronto Lombardia-Ruhr: posizionamento delle aziende analizzate nella matrice informativa*

|                 | <i>Lombardia</i>  |             | <i>Rhur</i>       |             |
|-----------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
|                 | <i>N. imprese</i> | <i>%</i>    | <i>N. imprese</i> | <i>%</i>    |
| Star            | 550               | 13%         | 142               | 10%         |
| Eccellenti      | 931               | 22%         | 270               | 20%         |
| Mature          | 1.436             | 34%         | 407               | 30%         |
| Avvio declino   | 220               | 5%          | 203               | 15%         |
| Sviluppo        | 338               | 8%          | 95                | 7%          |
| Crisi           | 423               | 10%         | 95                | 7%          |
| Risanamento     | 41                | 1%          | 27                | 2%          |
| Ebitda negativo | 294               | 7%          | 118               | 9%          |
| <b>Totale</b>   | <b>4.233</b>      | <b>100%</b> | <b>1.357</b>      | <b>100%</b> |

*Fonte:* elaborazione personale.

Come è possibile notare dalla tabella la Lombardia può contare su un numero superiore di imprese collocate nei settori Star, Eccellenti, Mature ed inferiore per quanto riguarda le imprese in avvio di declino. Di converso la Lombardia registra una percentuale maggiore di imprese in crisi.

Nella Tabella 4.42 si mette in evidenza, per ogni singola categoria d'azienda della matrice informativa, il confronto degli indicatori rilevanti registrati dalle aziende tedesche e italiane analizzate.

Tabella 4.42. – *Confronto Italia-Germania: redditività, indebitamento finanziario e crescita delle aziende analizzate*

|                          | Redditività  |              | Indebitamento |             | Crescita       |              |
|--------------------------|--------------|--------------|---------------|-------------|----------------|--------------|
|                          | Italia       | Germania     | Italia        | Germania    | Italia         | Germania     |
| Star                     | 14,97%       | 15,82%       | 0,94          | 0,87        | 16,65%         | 13,40%       |
| Eccellenti               | 14,72%       | 14,63%       | 0,49          | 0,46        | – 5,02%        | – 3,74%      |
| Mature                   | 3,87%        | 3,67%        | 1,27          | 1,22        | 2,11%          | – 0,06%      |
| Avvio declino            | 3,61%        | 3,21%        | 7,05          | 6,89        | – 0,10%        | – 0,66%      |
| Sviluppo                 | 13,84%       | 33,85%       | 7,63          | 7,63        | 0,18%          | 1,37%        |
| Crisi                    | 2,23%        | 1,60%        | 29,31         | 25,29       | – 3,03%        | 0,65%        |
| Risanamento              | 21,65%       | 32,90%       | 15,28         | 15,03       | – 1,34%        | 1,12%        |
| Ebitda negativo          | – 6,10%      | – 8,68%      | – 9,50        | – 5,56      | – 7,64%        | – 1,01%      |
| <b>Media complessiva</b> | <b>6,65%</b> | <b>8,26%</b> | <b>4,59</b>   | <b>4,10</b> | <b>– 0,12%</b> | <b>0,37%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

In termini di redditività emerge che complessivamente le 11.874 aziende tedesche analizzate, nel triennio considerato, hanno registrato in media una redditività superiore di 1,61% rispetto a quelle italiane. In particolare la grande differenza si può notare nelle imprese in via di sviluppo, che in Italia hanno una redditività media pari a 13,84%, contro il 33,85% rilevato dalle imprese tedesche.

Le imprese tedesche hanno una capacità di rimborsare i debiti finanziari sensibilmente migliore rispetto a quelle italiane, ma comunque superiore ai 4 anni. Si nota come nel primo quadrante, che comprende le imprese star ed eccellenti, sia le imprese tedesche che italiane hanno una capacità di rimborso dei debiti finanziari in meno di un anno, dato molto gradito dal sistema creditizio, soprattutto bancario.

Per quanto riguarda la crescita, in termini di valore della produzione medio del triennio analizzato, invece, visti i dati, si può affermare che le imprese tedesche crescono in media più di quelle italiane (0,37% le imprese tedesche contro una crescita negativa pari a 0,12% di quelle italiane).

Sorprendente appare, invece, il confronto tra la Lombardia e la Ruhr da cui è possibile desumere il vantaggio della regione italiana rispetto a quella tedesca sia confrontando la redditività sia confrontando l'indebitamento.

Tabella 4.43. – *Confronto Lombardia-Ruhr: redditività ed indebitamento delle aziende analizzate*

|                          | Redditività  |              | Indebitamento |             |
|--------------------------|--------------|--------------|---------------|-------------|
|                          | Lombardia    | Ruhr         | Lombardia     | Ruhr        |
| Star                     | 18,00%       | 16,00%       | 0,54          | 0,99        |
| Eccellenti               | 15,00%       | 14,00%       | 0,65          | 0,20        |
| Mature                   | 3,30%        | 3,20%        | 2,00          | 1,90        |
| Avvio declino            | 2,86%        | 2,22%        | 5,50          | 6,00        |
| Sviluppo                 | 13,00%       | 12,00%       | 4,90          | 6,00        |
| Crisi                    | 2,40%        | 2,20%        | 18,43         | 22,00       |
| Risanamento              | 20,00%       | 18,00%       | 16,00         | 18,00       |
| Ebitda negativo          | – 6,50%      | – 5,90%      | 5,90          | 3,90        |
| <b>Media complessiva</b> | <b>8,00%</b> | <b>7,00%</b> | <b>4,10</b>   | <b>4,80</b> |

Fonte: elaborazione personale.

Nel Grafico 4.37 è stato messo a confronto l’evoluzione, dall’anno 2016 all’anno 2018, del collocamento delle aziende italiane e tedesche nella matrice informativa.

Dal confronto è emerso che le sostanziali differenze nel percorso evolutivo o involutivo delle imprese tedesche e italiane risiedono soprattutto nel quarto, quinto e sesto quadrante.

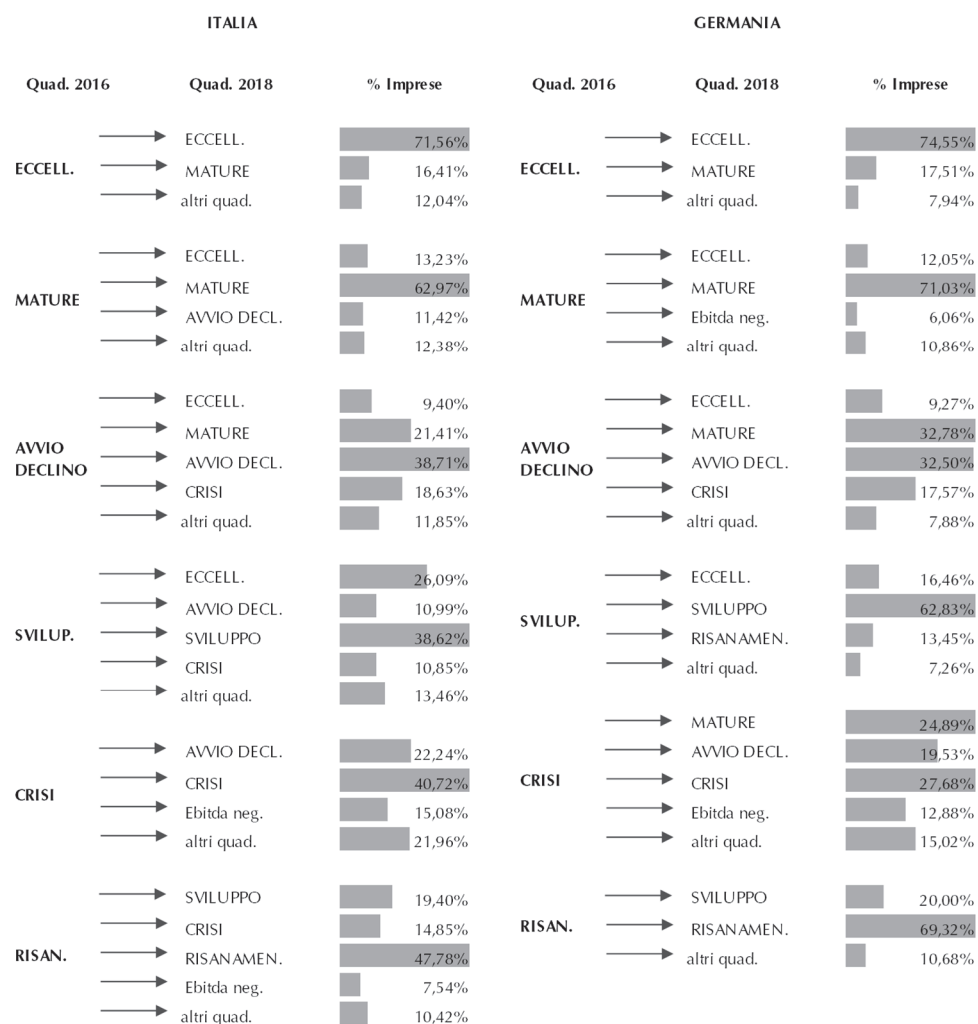
Nel quarto quadrante, rappresentato dalle imprese in via di sviluppo, in Germania il 62,83% delle aziende che nel 2016 si collocavano in tale quadrante, nel 2018 hanno mantenuto gli stessi livelli di redditività e d’indebitamento finanziario, percentuale di molto superiore rispetto al 38, 625% delle stesse imprese italiane, le quali invece si sono molto movimentate.

Nel quinto quadrante invece la situazione è opposta rispetto a quella descritta nel quarto quadrante, ovvero in questo caso la movimentazione delle imprese tedesche è maggiore rispetto a quella italiana, 72,6% contro il 59,3%. Ciò sta a significare che le aziende tedesche in crisi tendono maggiormente a migliorare la propria situazione, infatti è possibile notare come addirittura il 24,9% di esse siano riuscite in tre anni a migliorare notevolmente il proprio rapporto d’indebitamento finanziario ricollocandosi nel secondo quadrante.

Infine, il sesto quadrante, che rappresenta le imprese in risanamento, denota una maggiore movimentazione in Italia rispetto alla Germania, dove circa il 70% delle aziende con redditività superiore al 7% e un rapporto d’indebita-

mento finanziario superiore a 10, in tre anni, hanno mantenuto gli stessi indicatori.

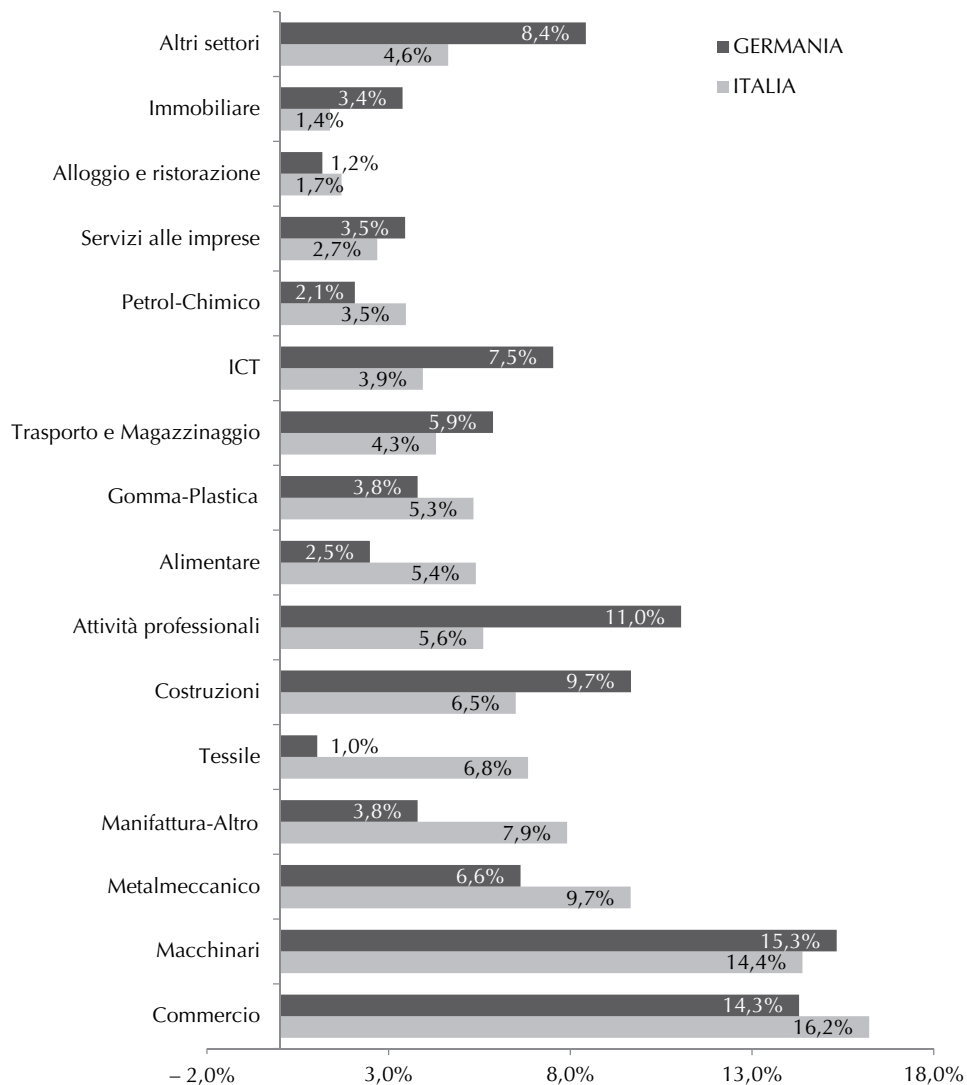
Grafico 4.37. – *Confronto Italia-Germania: evoluzione del collocamento nella matrice informativa delle aziende analizzate*



Fonte: elaborazione personale.

Nel Grafico 4.38 è rappresentata la distribuzione settoriale delle aziende star tedesche e italiane.

Grafico 4.38. – *Confronto Italia-Germania: distribuzione settoriale delle aziende star*



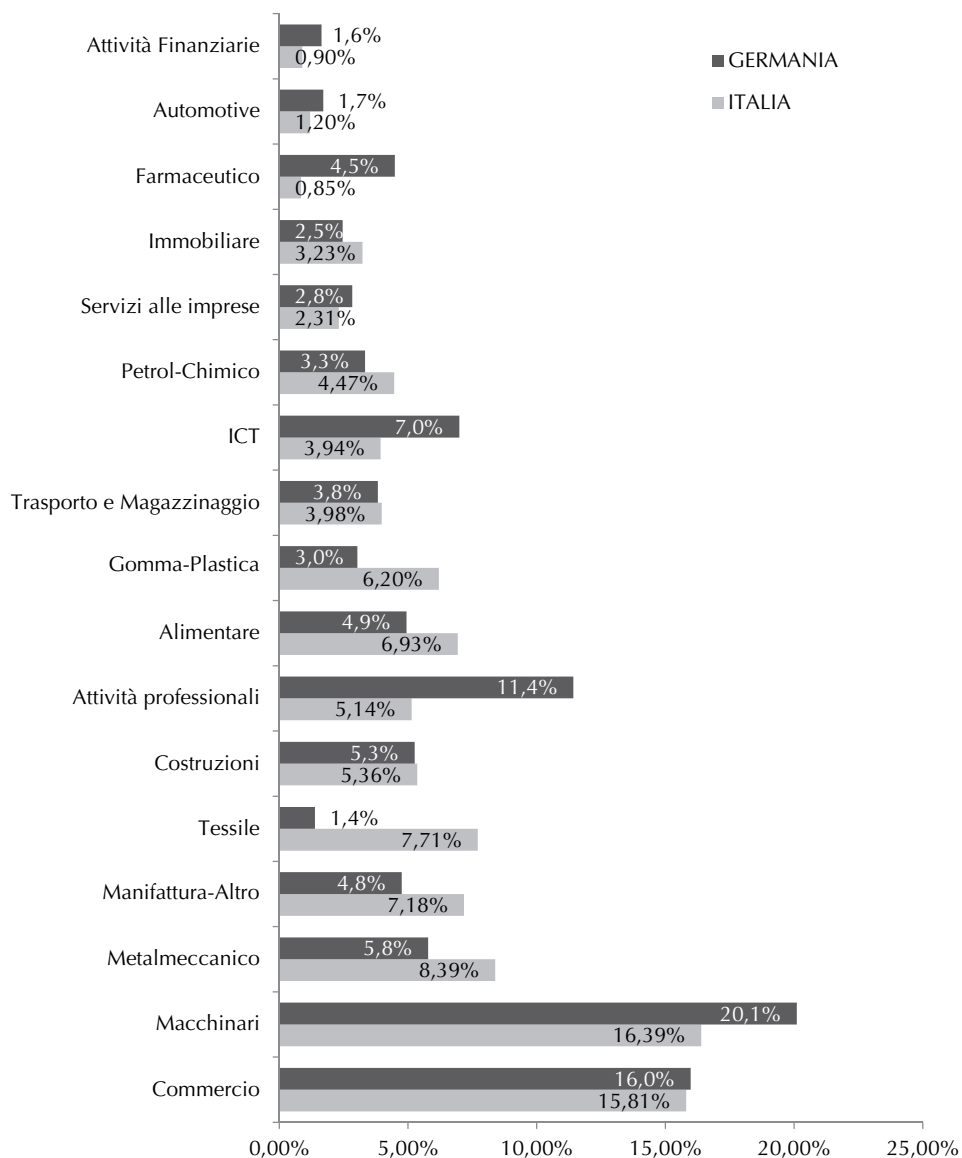
Fonte: elaborazione personale.

Dal grafico emerge che i settori nei quali le imprese star sono maggiormente presenti in Italia rispetto alla Germania sono quello manifatturiero residuale, metalmeccanico, tessile e degli alimentari.

Di converso in Germania nei settori delle attività professionali, delle costruzioni e dell'ICT sono maggiormente presenti imprese star rispetto all'Italia.

Lo stesso grafico di distribuzione settoriale delle imprese star è stato riprodotto anche con riferimento al valore della produzione media registrata nel triennio 2016-2018 per ogni singolo settore.

Grafico 4.39. – *Confronto Italia-Germania: distribuzione settoriale della percentuale di valore della produzione generato dalle imprese star nel triennio 2016-2018*



Fonte: elaborazione personale.

Dal grafico emergono differenze nei settori metalmeccanico, manifatturiero altro, tessile, alimentare e gomma-plastica, nei quali le imprese star italiane producono in percentuale un valore della produzione maggiore rispetto alle aziende star tedesche analizzate.

Diversamente nel settore meccanico, delle attività professionali, nell'ICT e nel farmaceutico, le aziende star tedesche hanno registrato una percentuale di valore della produzione maggiore rispetto alle stesse italiane.

#### 4.4.4. *Le aziende che hanno emesso mini-bond al 31/12/2018*

L'analisi empirica sviluppata nei paragrafi precedenti ha permesso, osservando un campione composto da un elevato numero di aziende, di classificare le stesse nella "matrice informativa" e poter distinguere quelle che, in astratto, hanno la possibilità di ricorrere ai mercati finanziari (del debito o dei capitali) come strumento alternativo al canale bancario.

Nel presente e nel prossimo paragrafo vengono, invece, analizzate le imprese che a dicembre 2018 hanno effettivamente raccolto risorse sui mercati finanziari. Vengono infatti approfondite le caratteristiche delle aziende che al termine del 2018 hanno emesso un mini-bond o hanno quotato le proprie azioni presso mercati regolamentati.

L'analisi è stata sviluppata al fine di verificare la coerenza tra il modello teorico, proposto nel Capitolo 2 sulla base delle analisi di cui al Capitolo 3, con il comportamento concretamente adottato dalle imprese.

Alla data del 31/12/2018 hanno emesso mini-bond 121 imprese, per un totale di 140 emissioni<sup>5</sup>.

Alcune delle aziende emittenti, in particolare 64 di esse, sono PMI, ovvero hanno un organico inferiore a 250 persone e un fatturato che non supera i 50 milioni di euro o un totale di bilancio annuale che non supera i 43 milioni di euro<sup>6</sup>.

12 delle 86 imprese, al momento dell'emissione di mini-bond, erano inoltre quotate in mercati regolamentati, in particolare 7 di esse erano quotate sul mercato telematico azionario di Borsa Italiana (MTA), 1 sul Mercato degli *Investment Vehicles* (MIV), 3 su AIM Italia e 1 su un listino estero di Hong Kong.

Di questi 121 casi sono state analizzate 49 aziende<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> La differenza tra i due numeri è dovuta al fatto che alcune imprese hanno emesso mini-bond più volte, in date diverse.

<sup>6</sup> Raccomandazione 2003/361/CE.

<sup>7</sup> Nella banca dati Aida-Bureau van Dijk (utilizzata per l'analisi), le restanti 37 imprese hanno presentato bilanci 2016, 2017 e 2018 non dettagliati e per questo motivo non è stato possibile procedere con l'analisi.

Dalla Tabella 4.44 emerge che le 49 aziende analizzate, che al 31/12/2014 hanno emesso mini-bond, hanno in maggioranza sviluppato un fatturato 2018 compreso tra 10 e 50 milioni di euro (22 imprese, il 45% delle 49 totali).

Tabella 4.44. – *Aziende che hanno emesso mini-bond: distribuzione per fatturato 2018*

| Cluster fatturato         | N. imprese | %           |
|---------------------------|------------|-------------|
| 5-10 Mln                  | 9          | 18%         |
| 10-50 Mln                 | 22         | 45%         |
| 50-100 Mln                | 5          | 10%         |
| 100-200 Mln               | 6          | 12%         |
| Superiore a 200 Mln       | 7          | 14%         |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>49</b>  | <b>100%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

È possibile notare come il secondo *cluster* di fatturato in termini di numerosità sia quello tra 5 e 10 milioni di euro (18% del totale di aziende analizzate).

Ciò dimostra come lo strumento dei mini-bond sia utilizzabile e accessibile anche da parte di imprese con fatturato inferiore a 50 milioni di euro.

Il restante 36% delle 49 aziende in analisi ha registrato nel 2018 un fatturato superiore a 50 milioni di euro, in particolare la maggior parte di quest'ultime (14%) ha sviluppato fatturati superiori a 200 milioni di euro.

Di seguito si riporta la distribuzione settoriale delle 49 imprese che hanno fatto ricorso a mini-bond.

Dalla Tabella 4.45 si evidenzia come la maggior parte delle imprese analizzate sia operativa nel settore d'attività manifatturiere residuali (26,5% del totale), ma complessivamente sviluppi solo il 6,62% del valore della produzione totale delle 49 imprese.

Il settore maggiormente produttivo, tra le 49 aziende che hanno emesso mini-bond, è quello dell'automotive, nel quale 2 imprese sviluppano un valore della produzione pari a 2,1 miliardi di euro, 26,06% del totale.

Tabella 4.45. – Aziende che hanno emesso mini-bond: distribuzione per settore e valore della produzione medio degli anni 2016, 2017 e 2018

| Settore                   | Imprese   |             | Valore produzione |             |
|---------------------------|-----------|-------------|-------------------|-------------|
|                           | N.        | %           |                   | %           |
| Manifattura-Altro         | 13        | 26,5%       | 539.219           | 6,62%       |
| Costruzioni               | 5         | 10,2%       | 1.017.066         | 12,49%      |
| Attività professionali    | 4         | 8,2%        | 119.818           | 1,47%       |
| Commercio                 | 4         | 8,2%        | 1.963.508         | 24,11%      |
| Gomma-Plastica            | 4         | 8,2%        | 347.962           | 4,27%       |
| Servizi alle imprese      | 3         | 6,1%        | 617.306           | 7,58%       |
| ICT                       | 3         | 6,1%        | 51.858            | 0,64%       |
| Automotive                | 2         | 4,1%        | 2.121.852         | 26,06%      |
| Immobiliare               | 2         | 4,1%        | 791.973           | 9,73%       |
| Macchinari                | 2         | 4,1%        | 188.212           | 2,31%       |
| Metalmeccanico            | 2         | 4,1%        | 195.754           | 2,40%       |
| Agricoltura               | 1         | 2,0%        | 46.693            | 0,57%       |
| Trasporto e Magazzinaggio | 1         | 2,0%        | 17.773            | 0,22%       |
| Alloggio e ristorazione   | 1         | 2,0%        | 1.839             | 0,02%       |
| Alimentare                | 1         | 2,0%        | 44.628            | 0,55%       |
| Petrol-Chimico            | 1         | 2,0%        | 77.500            | 0,95%       |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>49</b> | <b>100%</b> | <b>8.142.962</b>  | <b>100%</b> |

Fonte: elaborazione personale.

La localizzazione di tali imprese è illustrata nella tabella seguente.

Tabella 4.46. – Aziende che hanno emesso mini-bond: distribuzione per regione

| Regione             | Imprese |       |
|---------------------|---------|-------|
|                     | N.      | %     |
| Lombardia           | 16      | 32,7% |
| Veneto              | 10      | 20,4% |
| Emilia-Romagna      | 8       | 16,3% |
| Trentino-Alto Adige | 3       | 6,1%  |

*Segue*

| <i>Regione</i>            | <i>Imprese</i> |             |
|---------------------------|----------------|-------------|
|                           | <i>N.</i>      | <i>%</i>    |
| Piemonte                  | 3              | 6,1%        |
| Friuli-Venezia Giulia     | 2              | 4,1%        |
| Liguria                   | 2              | 4,1%        |
| Lazio                     | 2              | 4,1%        |
| Umbria                    | 1              | 2,0%        |
| Sicilia                   | 1              | 2,0%        |
| Toscana                   | 1              | 2,0%        |
| <b>Totale complessivo</b> | <b>49</b>      | <b>100%</b> |

*Fonte:* elaborazione personale.

Dalla Tabella 4.46 si evidenzia l'assoluta preponderanza delle regioni del Nord Italia, soprattutto la Lombardia con 16 aziende (32,7% delle 49 imprese) e il Veneto, dove operano 10 imprese (20,4%).

Nel Sud Italia invece le aziende analizzate che hanno fatto ricorso ai mini-bond sono 3, 2 in Lazio e 1 in Sicilia.

Le motivazioni che hanno spinto tali imprese ad emettere mini-bond sono state indicate come segue:

1. il finanziamento della crescita "interna", ovvero raccogliere nuove risorse finanziarie realizzando una diversificazione delle proprie fonti di finanziamento e riducendo l'eccessiva dipendenza dai finanziamenti erogati dal canale bancario. Tale raccolta è soprattutto finalizzata al sostenimento di investimenti in ricerca e sviluppo, in nuovi prodotti o nuovi mercati;
2. il finanziamento della crescita "esterna", ovvero sostenere le eventuali acquisizioni di altre imprese o attività;
3. la ristrutturazione del passivo dell'azienda, con la finalità di rimodulare il mix di finanziamenti da terzi per rimborsare i debiti in scadenza (anche di natura bancaria);
4. il finanziamento del ciclo di cassa operativo dell'impresa, ovvero assicurare l'equilibrio tra incassi dei crediti e pagamenti dei debiti<sup>8</sup>.

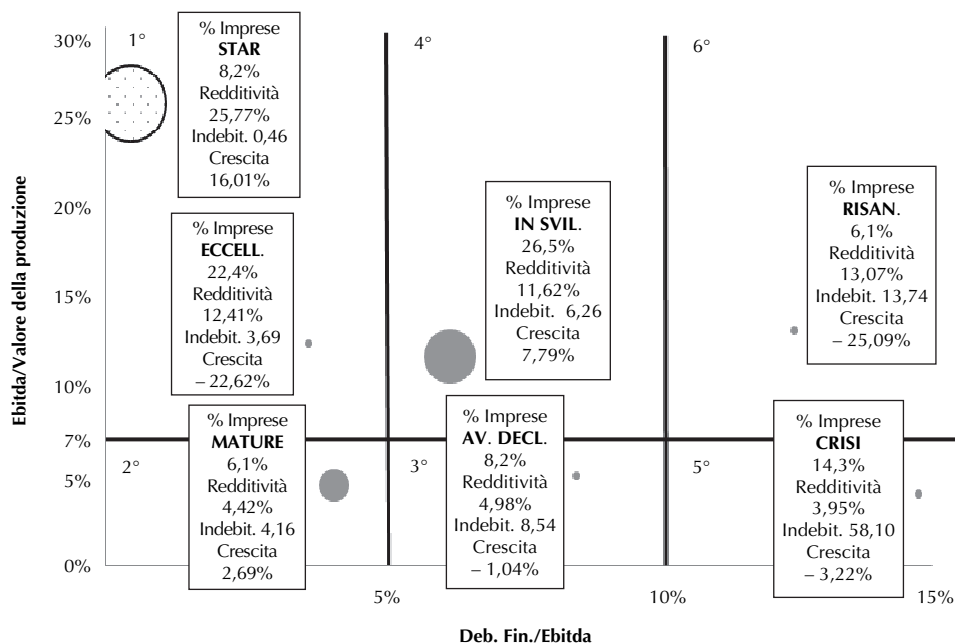
---

<sup>8</sup> Tali motivazioni sono state analizzate dal MIP-Politecnico di Milano ed illustrate nel *1° Report italiano sui mini-bond* (febbraio 2015), sulla base di documenti pubblicamente disponibili, in particolare regolamenti dei prestiti ed articoli della stampa specializzati.

Le imprese analizzate sono state collocate nella matrice informativa al fine di riscontrare il modello elaborato nel capitolo 2.

Nel Grafico 4.40 si illustra il posizionamento delle 49 aziende in analisi nella matrice informativa.

Grafico 4.40. – *Imprese che hanno emesso mini-bond: posizionamento nella matrice informativa*



Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi del grafico emerge che, come era prevedibile attendersi, la maggior parte (30,6%, 15 imprese che al 31/12/2014 hanno emesso mini-bond) si sono posizionate nel primo quadrante. In particolare 4 di esse (8,2%), oltre ad aver sviluppato, in media nel triennio considerato, una reddittività superiore a 7% e un rapporto d'indebitamento finanziario inferiore a 5, hanno anche registrato una crescita parecchio superiore al parametro di 5 utilizzato per l'analisi, ovvero pari a 16 punti percentuali.

Una consistente parte delle 49 imprese in analisi si sono invece posizionate come imprese in sviluppo, ovvero hanno registrato, in media nel triennio considerato, una reddittività superiore a 7%, pari a 11,62%, un rapporto d'indebitamento finanziario a valori compresi tra 5 e 10 (6,26) e una crescita significativa, pari a 7,79 punti percentuali.

Inoltre è interessante notare come 11 imprese siano riuscite ad emettere mini-bond pur avendo indicatori bassi. In particolare 7 di esse (14,3% del campione analizzato) hanno in media registrato una redditività relativamente bassa, pari a 3,95% ed un rapporto d'indebitamento molto elevato, di 58,10<sup>9</sup>.

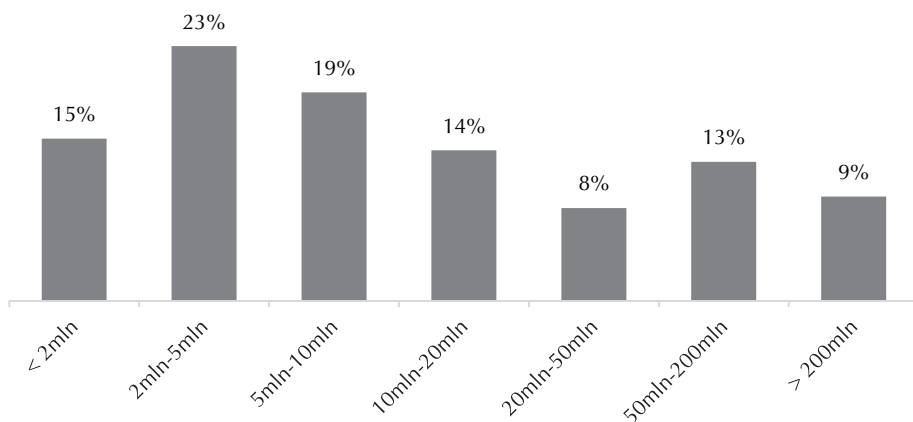
4 imprese, 8,2% del campione analizzato, non trovano rappresentazione nel grafico in quanto hanno registrato addirittura un Ebitda inferiore allo zero e di conseguenza non sarebbero in grado di generare risorse necessarie a rimborsare i debiti finanziari contratti.

Dopo aver classificato le imprese che hanno emesso mini-bond nella “matrice informativa” può essere interessante fornire alcune informazioni in relazione alle caratteristiche delle emissioni.

Dopo una prima fase caratterizzata da emissioni sporadiche, i primi segnali di crescita dello strumento sono arrivati nella seconda metà del 2016, in particolare ad agosto con 6 emissioni, e soprattutto nella seconda metà del 2017, quando a luglio si è toccato il picco più alto con la registrazione di 18 nuove emissioni. In totale le emissioni fatte da PMI sono 43, contro le 53 fatte da grandi imprese.

Il valore nominale totale raggiunto dalle 96 emissioni è stato pari a 5,7 miliardi di euro, di cui 336,5 milioni di euro sono emissioni effettuate da piccolo-medie imprese. In maggioranza le emissioni hanno un importo inferiore ai 50 milioni di euro.

Grafico 4.41. – *Controvalore delle singole emissioni (€)*



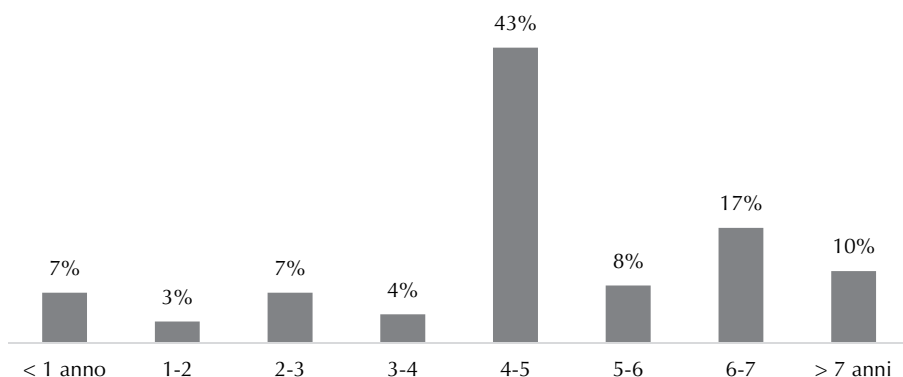
Fonte: adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

<sup>9</sup> Il valore medio è sensibilmente influenzato dal rapporto d'indebitamento di due imprese in crisi. Togliendo tali imprese, il valore medio si abbassa a 18,06.

Dal Grafico 4.41 si evince che le emissioni si distribuiscono equamente fra le fasce individuate, concentrandosi soprattutto nelle fasce 2-5 milioni di euro (23%) e 5-10 milioni di euro (19%). 86 delle 96 emissioni (circa il 90%) sono state quotate sul segmento ExtraMOT PRO<sup>10</sup>. Dei restanti 10 titoli, 5 si sono quotati un listino estero in europa (Lussemburgo, Germania o Irlanda), 1 si è quotato anche su ExtraMOT<sup>11</sup> e EuroTLX<sup>12</sup> e gli altri 4 non risultano quotati su alcun mercato borsistico<sup>13</sup>.

Per quanto riguarda la scadenza (Grafico 4.42) dei 96 mini-bond emessi, è possibile notare che la grande maggioranza degli strumenti di debito emessi prevede una scadenza compresa tra 4 e 5 anni (43%, ovvero 41 emissioni).

Grafico 4.42. – *Scadenza delle emissioni*



Fonte: adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

<sup>10</sup> Segmento di mercato di Borsa Italiana dedicato alla quotazione di obbligazioni, cambiali finanziarie, mini-bond, strumenti partecipativi e *project bond*. Diversamente dal segmento classico ExtraMOT è consentita la negoziazione solo ad investitori professionali. Per approfondimenti si rimanda al paragrafo 0.

<sup>11</sup> Segmento di mercato di Borsa Italiana principalmente dedicato agli strumenti obbligazionari con requisiti d'ammissione ed informativi definiti da apposito regolamento al fine di consentire l'accesso al mercato anche da parte di investitori non professionali.

<sup>12</sup> È un sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito dalla società EuroTLX SIM s.p.a. dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari.

<sup>13</sup> L'art. 32 del D.L. n. 83/2012 non prevede la quotazione obbligatoria dei mini-bond su un mercato regolamentato, ma, nel caso di mancata quotazione, obbliga lo sponsor a dare una valutazione periodica del valore dei titoli emessi.

Un ulteriore 17% (16 emissioni) ha una scadenza compresa tra i 6 e i 7 anni. 7 emissioni sono a breve termine (scadenza inferiore ad 1 anno) ed invece 10 sono a lungo termine con una scadenza superiore ai 7 anni.

Se si analizzano e distinguono le emissioni effettuate da PMI da quelle effettuate da grandi imprese emerge che le PMI hanno emesso mini-bond con scadenza più a breve termine, contrariamente a quanto effettuato dalle grandi imprese, le quali hanno in maggioranza collocato mini-bond con scadenza superiore ai 5 anni.

Se infine si prendono in considerazione i valori nominali delle singole emissioni, si evince che le 21 emissioni con valore nominale superiore a 50 milioni di euro hanno tutte scadenza maggiore o uguale a 5 anni. Questo è prevedibile se si pensa al fatto che emissioni di ampio taglio, nella maggioranza dei casi, sono finalizzate al consolido del debito nel lungo periodo o al finanziamento di progetti di maggiori dimensioni, che generano risultati operativi a lungo termine.

Nelle 96 emissioni non sempre la scadenza del titolo coincide con il rimborso del capitale (modalità *bullet*). Nel caso dei mini-bond è abbastanza diffusa anche la modalità di rimborso del capitale progressivamente nel corso del tempo (modalità *amortizing*).

Tabella 4.47. – *Modalità di rimborso bullet o amortizing*

|                                                 | <i>Bullet</i> |     | <i>Amortizing</i> |     | <i>Totale</i> |
|-------------------------------------------------|---------------|-----|-------------------|-----|---------------|
| PMI (43 emissioni)                              | 23            | 53% | 20                | 47% | 43            |
| Grandi imprese (53)                             | 37            | 70% | 16                | 30% | 53            |
| Mini-bond con scadenza inferiore ai 5 anni (62) | 45            | 73% | 17                | 27% | 62            |
| Mini-bond con scadenza superiore ai 5 anni (34) | 15            | 44% | 19                | 56% | 34            |
| <b>Totale delle 96 emissioni</b>                | 60            | 63% | 36                | 38% | 96            |

*Fonte:* adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

Dalla Tabella 4.47 emerge che, a livello complessivo, le 96 emissioni prevedono, nel 63% dei casi, il rimborso del capitale in modalità *bullet* e nel restante 38% in modalità *amortizing*.

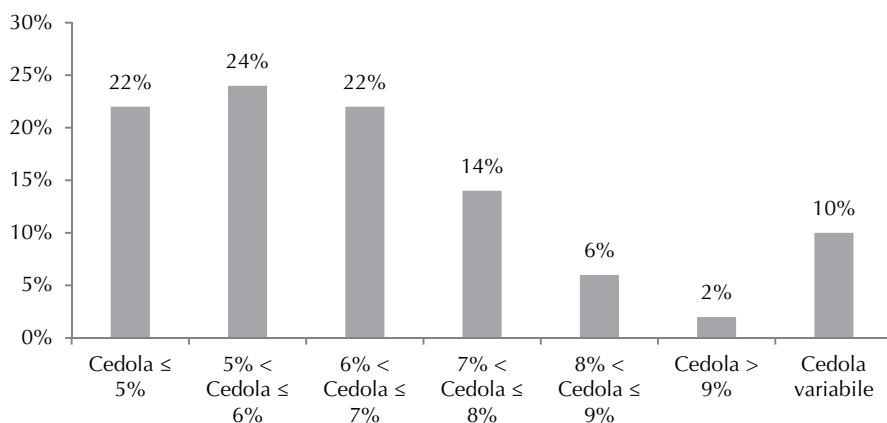
In particolare suddividendo le emissioni delle PMI (43) e delle grandi imprese (53) si nota che nel caso di PMI la percentuale di emissioni *amortizing* aumenta notevolmente passando al 47%, contro il 30% di emissioni *amortizing* delle grandi imprese.

Con riferimento alle emissioni con durata superiore ai 5 anni la percentuale di emissioni in modalità *amortizing* è addirittura superiore rispetto a quelle *bullet*. Ciò è dovuto al fatto che aumentando la durata e di conseguenza aumentando il rischio e la volatilità del valore del titolo, le imprese hanno optato per la modalità di rimborso *amortizing* in modo da attrarre anche investitori che potrebbero essere “preoccupati” dalla più elevata rischiosità del titolo stesso.

La remunerazione del mini-bond avviene attraverso il pagamento di una cedola periodica, definita in percentuale rispetto al valore nominale del titolo. La cedola può essere fissa o variabile, indicizzandola ad un parametro osservabile di mercato (in genere vengono utilizzati come parametri i tassi di interesse interbancari, quali Euribor<sup>14</sup> o Libor<sup>15</sup>).

Dal Grafico 4.43 emerge che la quasi totalità dei mini-bond paga una cedola fissa, infatti solo il 10% delle emissioni sono a cedola variabile. Inoltre la maggior parte delle cedole fisse ha un valore inferiore al 7% del valore nominale del titolo.

Grafico 4.43. – *Valore percentuale delle cedole*



Fonte: adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

<sup>14</sup> Euro Inter Bank Offered Rate è un tasso di riferimento, calcolato giornalmente, che indica il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in euro tra le principali banche europee.

<sup>15</sup> London Interbank Offered Rate è un tasso variabile, calcolato giornalmente in base ai tassi d'interesse richiesti per cedere a prestito depositi, da parte delle principali banche operanti sul mercato interbancario londinese.

Un fattore rilevante che incide sulla remunerazione offerta dai mini-bond è la presenza di eventuali opzioni, *covenant* e garanzie stabilite dal regolamento d'emissione.

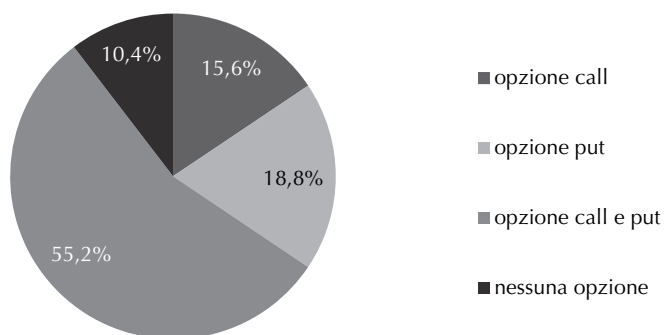
I mini-bond possono essere integrati da due diverse opzioni:

- *callable*: la società emittente può prevedere il rimborso anticipato del titolo, ovvero, a discrezione dell'impresa, il titolo può essere rimborsato prima della naturale scadenza. Tale opzione può essere opportuna se l'emittente prevede di disporre della liquidità sufficiente per procedere al rimborso. È un'opzione che avvantaggia l'impresa emittente poiché può essere esercitata quando ad essa conviene;
- *putable*: il possessore del titolo può prevedere la possibilità di rimborso anticipato del titolo stesso. Quindi in questo caso, diversamente dalla precedente opzione, si offre un vantaggio all'investitore dandogli l'opportunità di smobilizzare l'investimento anche prima della naturale scadenza.

Le 96 emissioni di mini-bond effettuate al 31/12/2018 contengono una, entrambe o nessuna delle opzioni indicate.

Nel Grafico 4.44 si evidenzia che oltre la metà delle 96 emissioni di mini-bond prevede entrambe le opzioni. 10 titoli invece, pari al 10,4% del campione, non prevedono alcuna opzione. Infine è possibile notare che, seppur in modo non significativo, prevale la presenza dell'opzione *putable* a vantaggio dell'investitore.

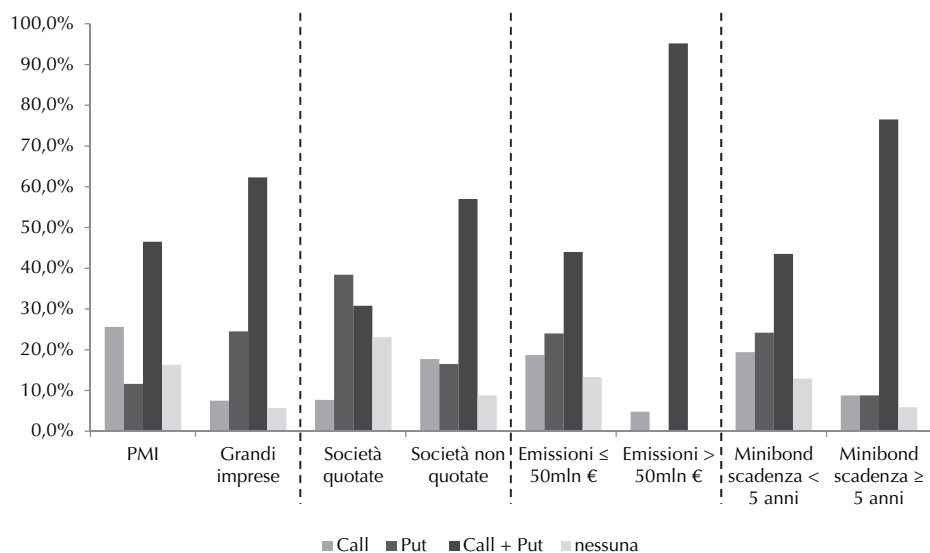
Grafico 4.44. – Presenza di opzione callable o putable sull'intero campione di 96 emissioni



Fonte: adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

È stato interessante disaggregare il campione per verificare l'utilizzo delle due opzioni a seconda delle qualità della società emittente e delle caratteristiche dell'emissione. I risultati sono esposti nel Grafico 4.45.

Grafico 4.45. – Presenza di opzione callable o putable disaggregata per tipologia di società e d'emissione



Fonte: adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

Dal grafico emerge che la presenza di entrambe le opzioni è la strada, in generale, maggiormente percorsa, a parte nel caso di emissioni effettuate da società quotate, dove in percentuale l'opzione *putable* è quella maggiormente prevista. Ciò è ipotizzabile che sia dovuto al fatto che, essendo società quotate, si faccia particolare attenzione agli investitori, agevolandoli con mini-bond flessibili dal punto di vista del rimborso.

Inoltre è possibile notare come nel caso di emissioni da parte di PMI e società non quotate si prediliga l'opzione *callable* rispetto a quella *putable*. Infatti i possibili rimborsi anticipati richiesti dagli investitori potrebbero mettere a repentaglio i piani di una piccola impresa non quotata, mentre sarebbe maggiormente sostenibile per una società quotata in Borsa, la quale ha accesso al capitale a condizioni migliori, o per una grande società, che solitamente si interfaccia con investitori istituzionali con un rilevante potere contrattuale.

La quasi totalità (95%) di emissioni superiori a 50 milioni di euro prevede la presenza di entrambe le opzioni che, per importi tanto significativi, consente maggiore flessibilità sia da parte dell'emittente sia dell'investitore.

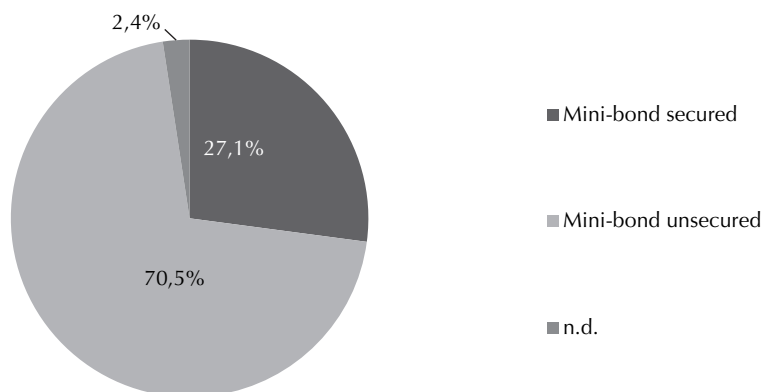
L'emittente può inoltre presentare una garanzia rispetto ad un'eventuale insolvenza con l'obiettivo di offrire maggiore protezione agli investitori. La presenza di una garanzia può dunque ridurre il costo del capitale per l'impresa

emittente, in quanto gli investitori sono maggiormente tutelati potendosi rivale-  
lere sulla garanzia stessa a tutela del proprio capitale.

Se il mini-bond viene emesso con garanzia si denomina *secured*, in caso  
contrario viene chiamato *unsecured*.

Dal Grafico 4.46 emerge che la presenza di una garanzia nelle emissioni ef-  
fettuate al 31/12/2018 è assai rara, solo nel 27% dei casi, ed in genere si tratta  
di ipoteche su beni immobili, pegni sui titoli azionari dell'emittente o fideius-  
sioni fornite da soggetti terzi.

Grafico 4.46. – Presenza di garanzie relative al rimborso sull'intero campione di 96  
emissioni



Fonte: adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

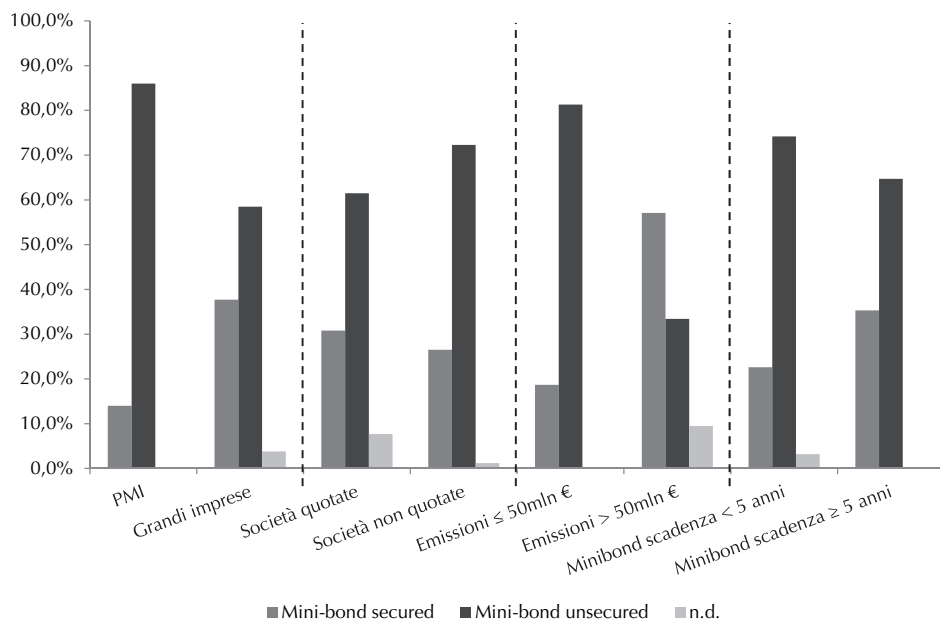
Sempre procedendo alla disaggregazione del campione si evidenziano i ri-  
sultati esposti nel Grafico 4.47.

Come era prevedibile, la presenza di una garanzia è soprattutto richiesta nel  
caso di emissioni superiori ai 50 milioni di euro, nelle quali l'investitore ri-  
chiede un elevato livello di tutela.

Inoltre la garanzia compare frequentemente anche in emissioni a lunga sca-  
denza, effettuate da grandi imprese e da società quotate. È facilmente ipotizzabi-  
le che le piccole-medie imprese trovino eccessivamente gravoso costituire una  
garanzia a favore degli investitori, oltre alla possibilità che non dispongano di  
risorse e competenze in materia. Le grandi imprese e quelle già quotate in Borsa  
sono invece più disposte a prevedere una garanzia al fine di ridurre il costo del  
capitale rispetto ad un'emissione *unsecured*.

Infine la società emittente può offrire eventuali *covenant* al fine di fornire  
agli investitori ulteriori incentivi alla sottoscrizione.

Grafico 4.47. – Presenza di garanzie relative al rimborso disaggregata per tipologia di società e d'emissione



Fonte: adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

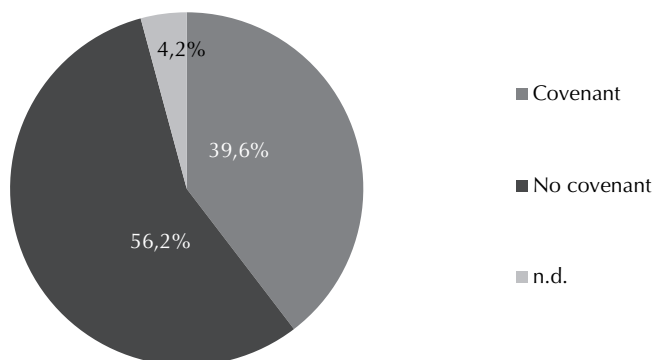
I *covenant* sono dei vincoli il cui mancato rispetto da parte dell'azienda emittente farà scattare uno o più eventi volti a salvaguardare l'interesse degli investitori. Di seguito vengono proposti alcuni esempi:

- rispetto di determinati *ratio* patrimoniali che dovranno sempre mantenersi sopra o sotto una determinata soglia. Può essere l'incidenza del debito finanziario, della posizione finanziaria netta rispetto al totale dell'attivo o al patrimonio netto, il rapporto tra margine operativo lordo e interessi sul debito;
- la conversione della struttura proprietaria dell'azienda;
- l'impossibilità di distribuire dividendi piuttosto che fare acquisizioni o altre operazioni di finanza straordinaria, se non si verificano determinate condizioni.

Il mancato rispetto dei *covenant* potrebbe far nascere automaticamente un diritto al rimborso anticipato degli investitori, oltre ad eventuali penali. Proprio per tale motivo i *covenant* devono fare riferimento a dati oggettivi, misurabili e non manipolabili.

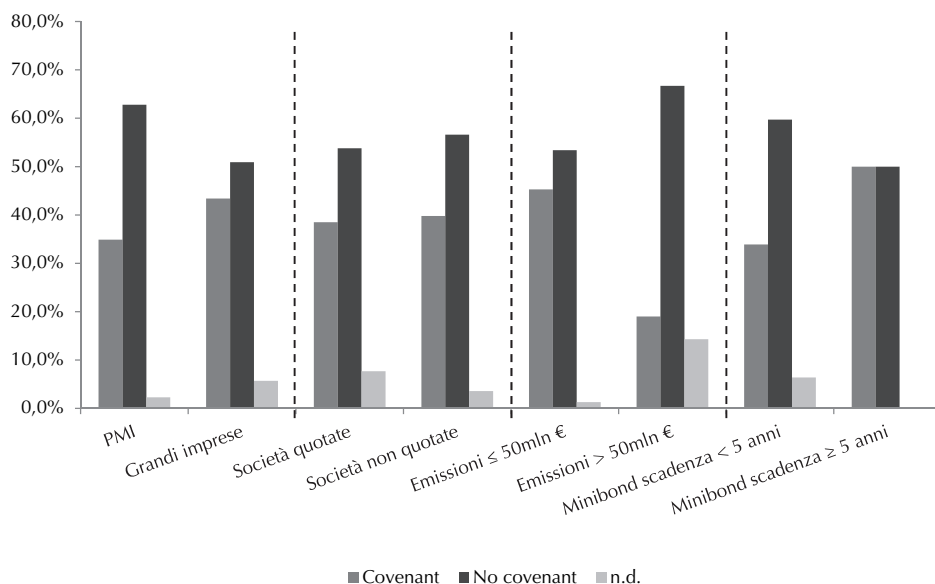
Come si evince dal Grafico 4.48 la presenza di *covenant* nella maggioranza dei casi rimane assente (56,2%), anche se è in percentuale maggiore rispetto alla presenza di garanzie.

Grafico 4.48. – *Presenza di covenant sull'intero campione di 96 emissioni*



Fonte: adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

Grafico 4.49. – *Presenza di covenant disaggregata per tipologia di società e d'emissione*



Fonte: adattamento dal 1° Report italiano sui mini-bond – Osservatorio mini-bond.

Disaggregando la presenza di *covenant* per tipologia di società e d'emissione (Grafico 4.49) non si notano particolari differenze. Si riscontra esclusivamente una presenza maggiore di *covenant* nel caso di emissioni al di sotto di 50 milioni di euro rispetto a quelle al di sopra, dovuta con ogni probabilità al fatto che, per collocamenti di piccola dimensione, il ricorso ai *covenant* sia più conveniente rispetto alle garanzie, per il minore costo d'incidenza.

Nella valutazione strategica della convenienza d'emissione dei mini-bond, inoltre, assumono fondamentale importanza i costi di collocamento di tali strumenti finanziari che l'impresa deve sostenere.

I costi in oggetto sono soprattutto legati agli adempimenti obbligatori e ad eventuali azioni, non obbligatorie, mirate a ridurre le asimmetrie informative fra mercato ed impresa, in modo tale da dare maggiori garanzie ai sottoscrittori.

Tali costi possono essere così riassunti:

- tasso d'interesse negoziato dall'emittente che dipende da diversi elementi, quali:
  - tassi di riferimento dell'economia (Euribor; Libor; ecc.);
  - rischiosità dell'emittente (*rating*);
  - spread delle obbligazioni corporate sui mercati principali;
  - tipologia di titolo emesso (senior, subordinato, ecc.);
  - garanzie eventuali (fidejussioni, pegni o privilegi, ecc.);
  - livello degli spread sui finanziamenti bancari a medio-lungo termine;
  - lo spread può variare in media da 3 a 7,5 punti percentuali, oltre ai tassi base.
- Richiesta del codice ISIN per la dematerializzazione e l'accentramento dei titoli presso un ente autorizzato.
- Certificazione del bilancio. La revisione dell'ultimo bilancio annuale (obbligatoria) ha un costo che può variare tra 5.000 e 15.000 euro a seconda della dimensione del fatturato. In alcuni casi, in fase di istruttoria, l'investitore potrebbe inoltre richiedere all'emittente una *limited review* specifica su alcune poste di bilancio, con un costo che può variare dai 2.000 ai 10.000 euro.
- *Advisor* finanziario. L'investitore potrebbe richiedere all'emittente un *business plan* che, nella maggior parte dei casi, richiede la collaborazione dell'*advisor* finanziario. Indicativamente il compenso richiesto dall'*advisor* si aggira tra il 2% e il 3% del capitale collocato.
- *Arranger*. Per l'individuazione degli investitori professionali che sottoscriveranno mini-bond, spesso è richiesto il supporto di un *arranger* (che può coincidere con l'*advisor*), il quale indicativamente richiede un compenso pari allo 0,5% del capitale collocato.
- Studio legale. Per la verifica ed il supporto nella predisposizione di contratti e documenti, si richiede spesso la collaborazione con uno studio legale, il

quale ha un costo circa compreso tra 0,50% e 0,75% del valore nominale dell'emissione.

- Eventuale quotazione su un listino borsistico. Per la quotazione sul mercato ExtraMOT PRO è richiesto un corrispettivo che può arrivare fino a 2.500 euro.
- Eventuale emissione del *rating*. Se l'investitore richiede all'emittente la valutazione del merito creditizio, tale adempimento ha un costo che può partire dai 1.500 euro, se si parla di *rating* interno, dai 15.000 se si vuole ricevere un *rating* ad uso esterno.
- Eventuali atti notarili e registrazioni di contratti.

#### 4.4.5. Le aziende che si sono quotate nel biennio 2017 e 2018

Dopo aver analizzato le imprese che hanno emesso mini-bond l'attenzione si è concentrata sulle imprese che si sono rivolte ai mercati finanziari quotando le loro azioni. Sono state collocate nella matrice informativa le imprese che nel 2017 e 2018 si sono quotate nel Mercato Telematico Azionario (MTA), Mercato degli Investment Vehicles (MIV) ed Alternative Investment Market (AIM Italia).

La nostra indagine è stata effettuata su 37 delle 48<sup>16</sup> aziende che nel biennio 2017 e 2018 si sono quotate nei mercati regolamentati. Le società non analizzate non possedevano i bilanci in forma dettagliata con evidenza delle informazioni necessarie per l'analisi.

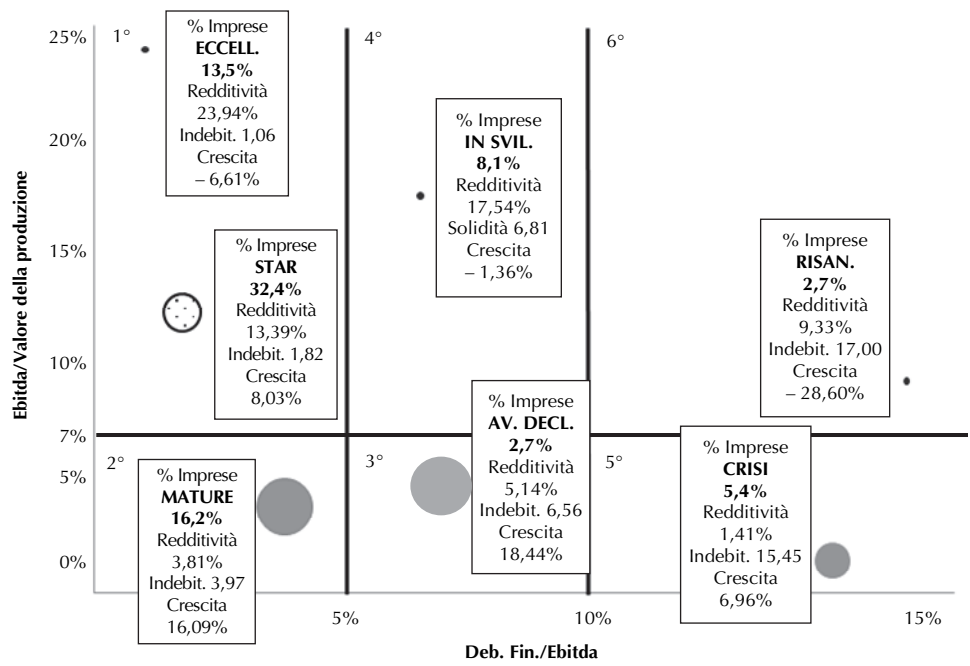
Per le imprese considerate sono stati analizzati i bilanci dal 2016 al 2018 al fine di calcolare gli indicatori necessari per la compilazione della matrice informativa.

Nel Grafico 4.50 si illustra il posizionamento delle 37 aziende in analisi nella matrice informativa.

---

<sup>16</sup> Nella banca dati Aida-Bureau van Dijk, le restanti imprese hanno presentato bilanci 2016, 2017 e 2018 non dettagliati e per questo motivo non sono state incluse nell'analisi.

Grafico 4.50. – Imprese che si sono quotate nei mercati regolamentati: posizionamento nella matrice informativa



Fonte: elaborazione personale.

Dall’analisi del grafico e dividendo le imprese tra *investment grade* ( $\text{Deb. Fin./Ebitda} \leq 5$ ), e *not investment grade*, ( $\text{Deb. Fin./Ebitda} \geq 5$ ), è possibile ottenere i risultati della seguente tabella (Tabella 4.48).

Tabella 4.48. – Modalità di rimborso bullet o amortizing

|                | IG | %   | NIG | %   |
|----------------|----|-----|-----|-----|
| Star           | 12 | 32% |     |     |
| Eccellenti     | 5  | 14% |     |     |
| Mature         | 6  | 16% |     |     |
| Avvio declino  |    |     | 1   | 3%  |
| In Sviluppo    |    |     | 3   | 8%  |
| In Declino     |    |     | 2   | 5%  |
| In Risanamento |    |     | 1   | 3%  |
| Totale         | 23 | 62% | 7   | 19% |

Fonte: elaborazione personale.

Dall'analisi del grafico e della tabella emerge che, come era prevedibile, la maggior parte delle imprese (ovvero 17 imprese che nel corso del biennio 2017-2018 si sono quotate sui mercati regolamentati) si sono posizionate come star ed eccellenti. In particolare 12 di esse, oltre ad aver sviluppato, in media nel triennio considerato, una redditività superiore a 7% e un rapporto d'indebitamento finanziario inferiore a 5, hanno anche registrato una crescita parecchio superiore al parametro di 5 utilizzato per l'analisi, ovvero pari a 16 punti percentuali.

6 imprese in analisi (16,2% del campione), invece, hanno sviluppato, in media nel triennio considerato, una redditività inferiore a 7%, pari a 3,81%, un rapporto d'indebitamento finanziario a valori inferiori a 5 (3,97) e una crescita parecchio elevata, pari a 16,09 punti percentuali, collocandosi quindi come imprese mature.

In questo caso, diversamente da quanto avviene per le aziende che hanno fatto ricorso ai mini-bond, solo 3 delle 37 aziende hanno registrato dati tali da collocarsi come imprese in avvio di declino o già in crisi.

7 imprese non sono rappresentate in tabella e nel grafico in quanto hanno registrato un Ebitda inferiore allo zero e di conseguenza non sarebbero in grado di generare risorse necessarie a rimborsare i debiti finanziari contratti.



## Conclusioni

Le scelte dell'azienda in termini di investimenti e di finanziamenti generano delle richieste finanziarie. È quindi indispensabile definire il cosiddetto “fabbisogno finanziario”, la cui identificazione rappresenta un passaggio prioritario nel processo di determinazione del binomio fonti/impieghi.

La collegata struttura finanziaria d'impresa può essere ricondotta a due elementi decisionali, uno oggettivo e l'altro soggettivo. L'elemento oggettivo è rappresentato dall'analisi della coerenza tra fonti ed impieghi di risorse finanziarie: gli investimenti a medio-lungo termine devono essere coperti da fonti di finanziamento stabili (ossia da mezzi propri o con scadenza a medio-lungo termine), mentre gli investimenti in capitale circolante è opportuno vengano coperti attraverso fonti a breve termine. Nella strutturazione del binomio fonti-impieghi, è dunque rilevante il mantenimento di un rapporto di dipendenza finanziaria nei confronti del sistema bancario (e, più in generale, nei confronti di soggetti terzi) coerente con la capacità di autofinanziamento dell'impresa. Infatti, mentre le fonti di finanziamento a breve termine dovrebbero essere “autoliquidanti” rispetto ai corrispondenti investimenti in attivo circolante, il rimborso dei debiti (finanziari) a medio/lungo termine non può che provenire dai flussi di cassa generati dalla gestione aziendale o, in alcuni casi, da operazioni straordinarie (dismissione di *asset*, operazioni di rifinanziamento, raccolta di capitali presso i mercati, ecc.).

L'elemento soggettivo è correlato alla scelta del soggetto esterno in grado di fornire risorse finanziarie coerenti, per quantità e costo, ai fabbisogni dell'azienda. Concentrando l'analisi sulle fonti di finanziamento diverse dai mezzi propri conferiti dagli attuali azionisti e dai debiti di fornitura, i soggetti finanziatori dell'impresa sono, attualmente in larga misura, la banca ed, in modo residuale almeno fino ad oggi, soggetti finanziatori diversi dalla banca. Il contesto italiano è caratterizzato, come noto, da un rapporto di dipendenza delle imprese verso soggetti terzi in genere elevato e, in buona parte, riconducibile al sistema bancario. La sovrabbondanza di credito offerto dal sistema bancario fino al 2008, la capacità delle banche di soddisfare tutte le necessità di investimento delle imprese e la limitata capacità di valutazione dei soggetti affidati

ha comportato un modesto sviluppo della cultura finanziaria all'interno dell'impresa e, quindi, una sostanziale impreparazione manageriale. La possibilità di reperire velocemente e per qualunque esigenza risorse finanziarie diverse dai mezzi propri è stata una delle concause della inadeguatezza patrimoniale di una parte significativa delle imprese italiane.

L'impresa, spesso, non è, nelle condizioni di poter identificare e selezionare in modo agevole i soggetti differenti dalla banca in grado di soddisfare le necessità di copertura dei fabbisogni finanziari, anche a causa della mancata disponibilità del sistema bancario. La difficoltà può essere sia di tipo culturale, ovvero legata alla ridotta dimestichezza nei confronti di strumenti di finanziamento innovativi e di natura non bancaria, sia correlata al fatto che la scelta di tali strumenti dipende, in modo considerevole, anche dalle caratteristiche dell'impresa.

In aggiunta, il fenomeno di crescita nelle piccole e medie imprese rappresenta un fenomeno di estrema rilevanza, anche a seguito della diffusione delle stesse nel tessuto economico italiano. Tale crescita può essere influenzata dalla struttura finanziaria dell'azienda poiché la difficoltà nel reperire le risorse finanziarie necessarie può costituirne un ostacolo.

Nel testo viene esposto un modello che, classificando le imprese in relazione ad alcuni indicatori economici e finanziari, consente di individuare sia il soggetto finanziatore a cui l'impresa si può rivolgere sia lo strumento di finanziamento alternativo al debito. Il modello, la cui proposizione teorica è stata sostenuta dall'analisi empirica di un numero consistente di imprese italiane e tedesche, potrebbe essere un punto di riferimento per l'impresa interessata a vagliare strumenti di copertura del debito differenti dalla banca.

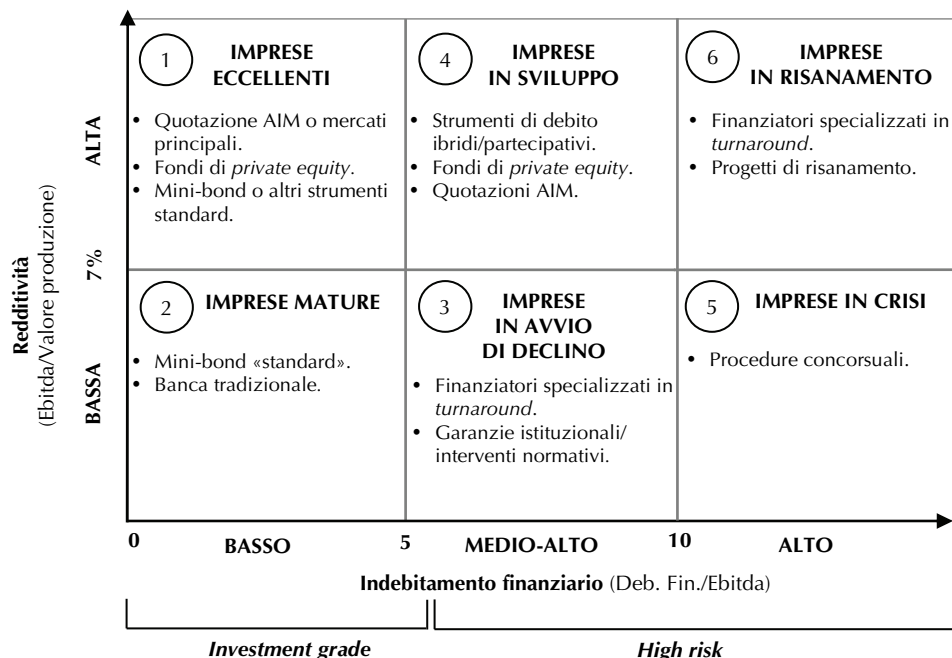
È stata quindi proposta una matrice informativa utile a classificare le imprese che ha permesso, altresì, di sottolineare la "mobilità" delle stesse durante il periodo interessato, fino a giungere ad un confronto tra le principali caratteristiche delle imprese italiane con quelle tedesche. L'analisi è stata poi affinata confrontando le imprese della Lombardia con quelle della regione tedesca della Ruhr.

Il modello proposto è costruito, utilizzando la metodologia spiegata nel terzo capitolo, suddividendo le aziende in sei quadranti, usando come discriminanti delle analisi riguardanti la redditività, l'indebitamento finanziario e la crescita <sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Il grafico indica come *high risk* le imprese che hanno una capacità di rimborso dei propri debiti finanziari in un periodo di 6 anni. Tale indicatore è stato mutuato dalla Banca Centrale Europea nell'ambito dell'attività di *asset quality review* effettuata sulle principali banche europee. Si rimanda a European Central Bank (marzo 2014), *Asset Quality Review. Phase 2 Manual*, p. 100 ss.

La dimensione soggettiva nelle scelte di finanziamento – matrice informativa.



Fonte: E. Giacosa, F. Culasso, A. Mazzoleni, M. Rossi (2016), “A Model for the Evaluation Trends Performance in Small and Medium Enterprises”, in *Corporate Ownership & Control*, 13(4), pp. 389-402.

Dalla matrice, è possibile distinguere imprese *investment grade* o *high risk*. Tra le prime si possono individuare:

- imprese eccellenti collocate nel quadrante 1, caratterizzate da elevati valori in ordine ai principali indicatori economico-finanziari, con particolare riferimento a redditività, crescita e indebitamento finanziario hanno la possibilità di ricorrere, alternativamente al canale bancario, a strumenti sia di debito (mini-bond o cambiali finanziarie) standard o ibridi, sia al mercato dei capitali attraverso operatori di *private equity* o quotazione sui mercati principali o minori (AIM). Queste imprese non hanno, in genere, nessun problema di accesso al credito neppure sul canale bancario;
- imprese mature, con modesta redditività e basso indebitamento, sono inserite nel quadrante 2. Evidenziano una diminuzione della redditività, ma beneficiano ancora di un ridotto indebitamento e di una notevole liquidità. Per queste imprese, l'interlocutore privilegiato è il sistema bancario, che basa le

sue valutazioni su valori storici, ma possono accedere allo strumento minibond nella sua accezione standard. Non risultano, di converso, attrattive per finanziatori in cerca di realtà con elevati tassi di crescita e di sviluppo, ragione per la quale la loro possibilità di rivolgersi al mercato dei capitali è ridotta, con riferimento sia alla quotazione sia al ricorso al *private equity*.

Nel il secondo gruppo di imprese (imprese *high risk*) si possono individuare:

- imprese in avvio di declino, caratterizzate da elevato indebitamento finanziario e bassa redditività, collocate nel quadrante 3. Tali imprese hanno notevoli difficoltà di accesso al credito sia da parte del sistema bancario sia per quanto riguarda i mercati finanziari, (lato debito e capitale). I soli interlocutori che potrebbero essere interessati ad investire e/o a finanziare queste imprese in avvio di declino sono coloro che operano in contesti di crisi o di avvio di tali situazioni;
- imprese in sviluppo, caratterizzate da elevata redditività e potenziale crescita, ma con livelli di indebitamento medio-alti, collocate nel quadrante 4. Hanno difficoltà ad accedere al sistema bancario e ad usare quegli strumenti dove il giudizio sul merito creditizio è basato su elementi storici (minibond standard). Possono essere utilizzati, qualora esistano i necessari supporti informativi per quanto riguarda le prospettive, gli strumenti di debito ibridi o partecipativi, il ricorso agli operatori di *private equity* e, in via residuale, la quotazione sui mercati minori. Queste realtà, seppur potenzialmente interessanti anche per il sistema bancario, non ricevono, in genere, grande considerazione da quest'ultimo;
- imprese in crisi, caratterizzate da un elevato rapporto d'indebitamento finanziario e bassa redditività, collocate nel quadrante 5. Tali imprese non accedono al credito bancario e a strumenti finanziari alternativi al debito bancario a causa di giudizi negativi sia sul merito creditizio, derivanti da una situazione finanziaria altamente in tensione, sia sulle prospettive di sviluppo dell'attività esercitata, in quanto caratterizzate da diminuzione nel fatturato e nelle marginalità consolidate. Sono imprese in stato di crisi avanzato, soggette a procedure concorsuali che portano spesso alla liquidazione degli *asset* aziendali;
- imprese in risanamento, caratterizzate da una redditività alta e livelli d'indebitamento elevati, collocate nel quadrante 6. Sono imprese in crisi che hanno pianificato ed avviato un processo industriale di risanamento. Queste imprese hanno possibilità d'accesso al credito, sia bancario sia derivante da altre forme di finanziamento, attraverso l'assistenza di un operatore finanziario specializzato in *turnaround*.

Il modello proposto nel testo applicato alle imprese tedesche ha evidenziato una situazione delle imprese in Germania significativamente differente rispetto alla realtà italiana, come è possibile osservare nella tabella di sintesi che segue.

|                 | <i>Italia</i>     |             | <i>Germania</i>   |             |
|-----------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
|                 | <i>N. imprese</i> | <i>%</i>    | <i>N. imprese</i> | <i>%</i>    |
| Star            | 4.466             | 11%         | 1.560             | 13%         |
| Eccellenti      | 7.278             | 18%         | 2.748             | 22%         |
| Mature          | 11.704            | 28%         | 5.058             | 41%         |
| Avvio declino   | 6.340             | 15%         | 699               | 6%          |
| Sviluppo        | 2.076             | 5%          | 554               | 5%          |
| Crisi           | 5.436             | 13%         | 439               | 4%          |
| Risanamento     | 816               | 2%          | 379               | 3%          |
| Ebitda negativo | 3.228             | 8%          | 782               | 6%          |
| <b>Totale</b>   | <b>41.344</b>     | <b>100%</b> | <b>12.219</b>     | <b>100%</b> |

*Fonte:* elaborazione personale.

Il 76% delle imprese tedesche si sono classificate nei quadranti con elevati livelli di redditività e basso indebitamento finanziario (star, eccellenti e mature), a differenza del 57% italiano.

In particolare il 13% delle imprese analizzate in Germania, contro l'11% di quelle italiane, sono classificate come imprese star, con redditività superiore al 7%, rapporto d'indebitamento inferiore a 5 e crescita superiore al 5%; il 22% delle imprese tedesche, contro il 18% di quelle italiane, si sono collocate sempre nel primo quadrante ma con crescita inferiore al 5% (imprese eccellenti); il 41% delle aziende tedesche, a differenza del 28% in Italia, si sono classificate come imprese mature, con redditività bassa ma buona capacità di rimborso dei debiti finanziari.

La diversità tra le imprese tedesche e quelle italiane risulta ancora più evidente focalizzandosi sulle imprese in crisi, che sono il 13% in Italia ed il 4% in Germania e con redditività negativa, ovvero l'8% in Italia ed il 6% in Germania.

L'analisi ha evidenziato, anzitutto, che le imprese inserite nei quadranti "migliori", ovvero le eccellenti e le mature, sono quelle che hanno attinto meno ai finanziamenti esterni ed hanno sostenuto il loro sviluppo mediante una accorta scelta di indipendenza finanziaria rispetto a soggetti terzi. È quindi possibile affermare che l'abbondanza di credito concesso soprattutto in Italia dalle

banche, ha comportato un peggioramento della competitività delle imprese e della loro capacità di ricorrere a strumenti di finanziamento differenti dalla banca.

Le imprese tedesche hanno, infine, peculiarità che permettono loro di ricorrere in modo più agevole a finanziatori differenti dalla banca, utilizzando strumenti innovativi di copertura del fabbisogno finanziario.

La situazione sopra descritta viene ora modificata, restringendo l'analisi ad un contesto territoriale più ristretto, ed individuando due aree geografiche con struttura economica ed imprenditoriale paragonabile in modo diretto, come nel caso della regione Lombardia e della regione della Ruhr.

|                 | <i>Lombardia</i> |             | <i>Ruhr</i>  |             |
|-----------------|------------------|-------------|--------------|-------------|
| Star            | 550              | 13%         | 142          | 10%         |
| Eccellenti      | 931              | 22%         | 270          | 20%         |
| Mature          | 1.436            | 34%         | 407          | 30%         |
| Avvio declino   | 220              | 5%          | 203          | 15%         |
| Sviluppo        | 338              | 8%          | 95           | 7%          |
| Crisi           | 423              | 10%         | 95           | 7%          |
| Risanamento     | 41               | 1%          | 27           | 2%          |
| Ebitda negativo | 294              | 7%          | 118          | 9%          |
| <b>Totale</b>   | <b>4.233</b>     | <b>100%</b> | <b>1.357</b> | <b>100%</b> |

Dalla tabella si denota che la Lombardia detiene un numero di imprese collocate nelle categorie Star, Eccellenti e Mature in termini percentuali superiori rispetto alla Ruhr. Di converso la Ruhr registra un numero di imprese in crisi minori rispetto alla Lombardia.

Passando all'analisi degli indicatori di economicità più importanti, da cui scaturisce la classificazione delle imprese nel modello teorico di riferimento, è possibile osservare la presenza di *performances* di redditività e di indebitamento migliori per la Lombardia rispetto alla Ruhr, come evidenziato nella tabella seguente.

|                 | Redditività  |              | Indebitamento |             |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|-------------|
|                 | Lombardia    | Ruhr         | Lombardia     | Ruhr        |
| Star            | 18,00%       | 16,00%       | 0,54          | 0,99        |
| Eccellenti      | 15,00%       | 14,00%       | 0,65          | 0,20        |
| Mature          | 3,30%        | 3,20%        | 2,00          | 1,90        |
| Avvio declino   | 2,86%        | 2,22%        | 5,50          | 6,00        |
| Sviluppo        | 13,00%       | 12,00%       | 4,90          | 6,00        |
| Crisi           | 2,40%        | 2,20%        | 18,43         | 22,00       |
| Risanamento     | 20,00%       | 18,00%       | 16,00         | 18,00       |
| Ebitda negativo | - 6,50%      | - 5,90%      | 5,90          | 3,90        |
| <b>Totale</b>   | <b>8,00%</b> | <b>7,00%</b> | <b>4,10</b>   | <b>4,80</b> |

All'interno dello scenario descritto si è assistito, durante gli ultimi anni, ad una progressiva riduzione dei finanziamenti erogati dal sistema bancario soprattutto se finalizzati a coprire investimenti in capitale fisso da parte delle imprese. Tale situazione non ha creato problematiche significative per le imprese sane e caratterizzate da una modesta dipendenza finanziaria dal sistema del credito aumentando, invece, i problemi nelle imprese caratterizzate da elevato utilizzo del credito bancario e etichettate, come evidenziato nella matrice informativa, come *high risk*.

Sulla base di questa situazione, sia il legislatore (con recenti interventi normativi) sia il sistema finanziario hanno provato a proporre alcune soluzioni, attraverso processi di semplificazione dell'accesso da parte delle imprese al mercato del capitale e del debito. Inoltre, si è assistito alla comparsa di nuovi operatori specializzati nell'investimento nel capitale o in titoli di debito delle imprese medio piccole.

Nello specifico, sono stati regolati dal punto di vista normativo sia alcuni strumenti di debito diversi dalla banca (cambiali finanziarie, mini-bond, fondi di debito, titoli di debito ibridi), sia i processi di quotazione al mercato dei capitali con rimarchevoli semplificazioni rispetto alle quotazioni sui mercati principali (quotazioni sul mercato AIM). Sono nate, nel frattempo, alcune decine di operatori aperti alla sottoscrizione di titoli di debito o azioni delle piccole e medie imprese. Tale sforzo, assolutamente rilevante, non sempre sembra essere abbinato a un virtuoso processo di cambiamento nella cultura delle piccole e medie imprese, notoriamente contraddistinta da una limitata volontà rispetto all'adozione di logiche manageriali e di *disclosure* coerenti con le attese dei mercati finanziari evoluti.

Il grado di efficacia degli strumenti di finanziamento alternativi al debito si presenta, allo stato attuale e con riferimento al contesto spazio-temporale analizzato (con particolare riferimento all'Italia), moderato per una serie di motivi, quali:

- il limitato numero di imprese che potrebbero potenzialmente accedere agli stessi. Dall'analisi empirica risulta che, applicando criteri valutativi comunemente condivisi dagli investitori finanziari, il numero delle imprese che posseggono i requisiti per poter accedere al mercato del debito rappresenta una minoranza rispetto al totale delle imprese potenzialmente interessate. Questa minoranza di imprese risulta essere, inoltre, disincentivata ad utilizzare strumenti differenti dalla banca in quanto più costosi e complicati dal punto di vista tecnico;
- le imprese di cui al punto precedente, nell'ambito delle interviste condotte con i rispettivi amministratori/manager (i cui risultati sono sintetizzate nel quarto capitolo) hanno evidenziato un generalizzato “non gradimento” degli strumenti di debito alternativi alla banca. Dalle interviste, è stato possibile capire come le aziende siano interessate al tema e non reputino la banca come il *partner* ottimale per le strategie di *financing*. Tuttavia, esse non sono disposte ad utilizzare i mini-bond, le cambiali finanziarie ed i titoli di debito ibridi, essenzialmente per motivi derivante dalla complessità nella loro sottoscrizione, per la necessità di sottoporsi a obblighi di *disclosure* sui propri dati aziendali che non ritengono opportuni e per il costo dello strumento, superiore rispetto al *funding* che, allo stato attuale, riescono a reperire nel canale bancario tradizionale;
- di converso, la platea di soggetti che potrebbe, potenzialmente, essere interessata a diversificare le loro fonti di finanziamento rispetto al debito bancario (in quanto esse hanno accesso con difficoltà alla banca) non rileva il gradimento potenziale da parte del mercato finanziario, in quanto esse sono classificate come *not investment grade*. Tali imprese sono collocate nei quadranti 3 (in avvio di declino), 4 (in sviluppo), 5 (in crisi) e 6 (in risanamento) della matrice informativa proposta nel terzo capitolo (ossia quelle caratterizzate da un rapporto di dipendenza finanziaria da soggetti terzi superiore a 5, seppur anche con una redditività alta, nei quadranti 4 e 6) e rappresentano i casi con redditività comunque positiva;
- per quanto riguarda le imprese di cui al punto precedente, esse potrebbero utilizzare virtualmente quegli strumenti di debito o di capitale, dove il sottoscrittore focalizza la sua valutazione utilizzando i valori storici ma, soprattutto, considerando in modo rilevante il peso dei risultati economico-finanziari previsionali. Il riferimento è agli strumenti di debito ibridi, oppure alle quo-

tazioni presso il mercato AIM. Risulta essere importante segnalare il dibattito in corso rispetto all'ipotizzato intervento dello Stato. Tale intervento, attuato attraverso garanzie emesse dalla Cassa Depositi e Prestiti ai sottoscrittori di strumenti di debito, dovrebbe permettere, a questi ultimi, di accettare quali soggetti emittenti società con minore standing economico-patrimoniale e finanziario rispetto a quanto accettato oggi.

L'analisi sviluppata ha, perciò, permesso di avanzare le seguenti considerazioni conclusive:

- le imprese che perseguono un'attenta politica di ricorso a fonti di finanziamento di derivazione bancaria sono quelle, in generale, che evidenziano maggiori tassi di crescita e migliori *performance* reddituali, in quanto il denaro che ne deriva costituisce un fattore stimolante alla crescita aziendale. Le imprese si devono, quindi, impegnare nel perseguimento percorsi di crescita necessariamente coerenti con l'autofinanziamento e/o con la capacità degli azionisti di apportare risorse a titolo di capitale;
- gli strumenti innovativi di *funding* (sia dal punto di vista del capitale di rischio sia dal punto di vista del debito) possono svolgere un ruolo importante per velocizzare il processo di mutamento in atto circa il tendenziale disimpegno del sistema bancario dai fabbisogni delle imprese. L'impatto atteso non può, però, essere immediato sia per ragioni riconducibili alla cultura delle imprese (che, in misura rilevante, non dimostrano di avere la necessaria maturità per cogliere le opportunità offerte loro in termini di finanziamento) sia per il non perfetto funzionamento, allo stato attuale, del mercato dei capitali;
- nel breve termine, il canale bancario continuerà ad essere il l'interlocutore prevalente nelle scelte finanziarie delle imprese, sia per una evidente necessità di garanzia delle proprie posizioni creditorie nei confronti di imprese già affidate, sia perché rappresenta, ad oggi, il soggetto maggiormente flessibile ed economico cui le imprese si possono rivolgere per soddisfare le necessità di finanziamenti. Nel lungo termine si reputa, invece, che il ruolo della banca tradizionale affronterà un notevole ridimensionamento, soprattutto per quanto riguarda il finanziamento degli investimenti fissi. Per tale motivo appare pertinente assumere, già da oggi, familiarità con gli strumenti di finanziamento alternativi alla banca, avendo ben chiare le "regole del gioco" necessarie per poter accedere al mercato dei capitali;
- le imprese analizzate che hanno fatto ricorso ai mini-bond, e quelle che si sono quotate su mercati regolamentati, non sempre si sono collocate nel modello come imprese eccellenti. In particolare, il 63% delle aziende che hanno emesso mini-bond e il 38% di quelle quotate sono risultate *not invest-*

*ment grade*. Questo riprova il fatto che la situazione economica, patrimoniale e finanziaria iniziale dell'impresa non sempre inibisce il ricorso a canali diversi dalla banca, ovvero l'accesso a strumenti finanziari alternativi dipende molto anche dal progetto imprenditoriale dell'azienda e dalla sua capacità di comunicarlo e farlo comprendere al mondo finanziario.

L'analisi ha infine evidenziato che la soluzione delle esigenze di copertura dei fabbisogni finanziari, in via prospettica, è correlata a due aspetti: il primo legato a questioni di sistema, mentre il secondo riconducibile alla decisione delle imprese. Il primo è rappresentato dallo sviluppo del mercato finanziario sia del debito sia del capitale, con la presenza di un numero di operatori maggiore rispetto a quello attuale e di una normativa indirizzata all'agevolazione sia per l'utilizzo di strumenti innovativi di *funding* (ad esempio mini-bond) sia per la possibilità da parte degli investitori istituzionali di collocare risorse finanziarie adeguate agli investimenti in Italia. Il secondo tema a cui è correlata la soluzione del problema è però demandato alle imprese, le quali, per i motivi riportati, sono arrivate ad oggi impreparate, sia per quanto riguarda la loro struttura patrimoniale, che risulta spesso sbilanciata a favore del debito, sia per quanto riguarda la presenza di una cultura fondata sulla riservatezza o addirittura reticenza con riferimento alla comunicazione delle informazioni aziendali. Si assiste infatti alla necessità che le imprese intraprendano un percorso di rinforzo della propria struttura finanziaria (obiettivo non semplice e di medio-lungo periodo), riducendo la propria dipendenza finanziaria da soggetti terzi. È necessario inoltre che le stesse adottino (questo è agevole e di immediata attuazione) strumenti manageriali tesi ad aumentare l'abilità a identificare le determinanti delle *performance* aziendali (sistemi di programmazione e controllo della gestione), di prevedere l'evoluzione della gestione in via prospettica (piano industriale ed economico-finanziario) sia nel breve (1 anno) che nel medio termine (3 anni). Risulta poi vantaggiosa l'adozione di un maggior livello di managerializzazione, soprattutto nel caso di imprese di piccole-medie dimensioni. Le imprese devono, infine, imparare a comunicare alla comunità economica e finanziaria i propri risultati, oltre alle determinanti degli stessi, al fine di ridurre l'asimmetria informativa da parte degli investitori.

Il lavoro si caratterizza per una serie di implicazioni teoriche. In particolare, è stato creato un modello generale di riferimento che mette a sistema due differenti variabili: da un lato, il soggetto finanziatore a cui rivolgersi (banca o finanziatore diverso), dall'altro la tipologia di strumento da impiegare. In tale contesto, il lavoro punta a colmare un gap nella letteratura legato al confronto tra debito, capitale e strumenti ibridi. In particolare, viene focalizzata l'attenzione sul possibile impiego di strumenti di finanziamento alternativi a quelli

bancari, che invece rappresentano attualmente una modalità diffusa per soddisfare le esigenze finanziarie delle piccole e medie imprese in Italia.

La ricerca sviluppata nel testo è contraddistinta da una serie di implicazioni pratiche sia per le piccole e medie imprese, sia per il legislatore:

- con riferimento alle imprese: la ricerca evidenzia un modello generale di riferimento orientato ad individuare lo strumento di finanziamento potenzialmente utilizzabile, articolando il medesimo in funzione di alcune dimensioni pertinenti che caratterizzano ogni singola impresa. In secondo luogo, risulta doveroso auspicare che le imprese si impegnino ad intraprendere un percorso verso posizioni virtuose di economicità;
- con riferimento al legislatore: si segnala la necessità, anche attraverso opportuni interventi di garanzia da parte dello Stato, di ridurre la selettività nella valutazione del merito delle imprese nell'accesso a tali strumenti alternativi. Risulterebbe inoltre interessante prevedere un meccanismo premiante ed incentivante per le imprese che, con una prospettiva di non breve termine, adottino strumenti e logiche di gestione evolute e finalizzate a ridurre le asimmetrie informative con la comunità finanziaria e gli investitori “professionali”. Il riferimento è alle imprese che predispongono considerano il bilancio di esercizio non solo come un obbligo ma un momento per comunicare a tutti gli *stakeholders* il progetto dell'impresa in modo chiaro e trasparente, oppure adottano report integrati con informazioni non solo quantitative ma anche qualitative o di *performances* oppure ancora alle imprese, queste rarissime, che seppur senza obbligo utilizzano in modo sistematico il piano economico finanziario.

Le tematiche trattate in questo contributo possono rappresentare un contributo al dibattito scientifico per una serie di motivazioni di seguito brevemente sintetizzate.

La prima è che l'oggetto di osservazione costituisce un argomento di estrema attualità, in quanto essa approfondisce un'occasione di passaggio tra una situazione caratterizzata dalla quasi predominanza del canale bancario nel finanziamento delle piccole e medie imprese ad una potenziale sostituzione di quest'ultimo con forme alternative di finanziamento. Tale cambiamento ha un potenziale impatto, oltre che sui processi di crescita e sulla competitività delle imprese, anche sulla cultura aziendale, sull'adozione degli strumenti di pianificazione e sul controllo e utilizzo degli strumenti di comunicazione economico-finanziaria.

Le circostanze che favoriscono il passaggio da forme di finanziamento bancario a forme diverse si sono concentrate in un periodo temporale breve, sia dal punto di vista normativo sia del diverso funzionamento dei mercati. Ciò ha por-

tato a un modesto contributo da parte della letteratura sul tema specifico anche a causa di una limitata esperienza sul tema.

L'analisi tiene, inoltre, nella dovuta considerazione anche le specifiche attese delle imprese (che creano la domanda di strumenti innovativi), oltre ad evidenziare le condizioni normative e il contesto economico che permettono alle piccole e medie imprese di accedere ai nuovi strumenti finanziari alternativi (creando l'offerta di strumenti finanziari innovativi). A tal proposito, la ricerca è volta ad identificare il punto di equilibrio tra la domanda e l'offerta di strumenti finanziari innovativi.

Lo studio effettua un raffronto empirico, in quanto esso permette di accertare se i risultati ottenuti su un campione di piccole e medie imprese italiane siano estendibili ad un campione comparabile di piccole e medie imprese localizzate nella regione più industrializzata della Germania. Si è scelto di comparare il contesto italiano con quello tedesco, poiché anch'esso risulta particolarmente caratterizzato da piccole e medie imprese.

Il lavoro rileva, infine, alcune limitazioni atte a non inficiare in modo considerevole le conclusioni e le osservazioni proposte. Nello specifico, come illustrato nella metodologia, il numero delle interviste alle imprese "*investment grade*" (atte ad evidenziare le attese delle stesse con riferimento all'utilizzo degli strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario) è alquanto ristretto rispetto alla popolazione di riferimento potenzialmente consultabile. Inoltre, le interviste sono state limitate ad un contesto territoriale definito (province di Brescia, Mantova, Cremona), differente rispetto alla dimensione spaziale del campione utilizzato per l'analisi (Italia). Le imprese tedesche non sono state, inoltre, oggetto di intervista.

Il lavoro procede su un filone sul quale l'autore ha da tempo concentrato la propria attenzione, rappresentato dai processi di comunicazione tra le imprese di medie e piccole dimensioni (in particolare non quotate) ed il sistema finanziario, con particolare riferimento alle banche. Le osservazioni proposte nella presente ricerca indicano che, anche alla luce dei profondi mutamenti del contesto economico in atto, vi sia l'esigenza di un ulteriore e maggiore impegno da parte delle imprese nel predisporre ed utilizzare in modo efficace strumenti e processi sistematici di comunicazione con la comunità finanziaria. Tali sforzi sono finalizzati a identificare e approfittare delle opportunità che i mercati finanziari ed il legislatore hanno iniziato a sviluppare e a proporre alle imprese, al fine di accelerare un percorso di diminuzione della dipendenza finanziaria dalla banca.

Quanto affermato vale, in primis, per le imprese il cui progetto imprenditoriale fatica ad oggi a trovare finanziatori disponibili a supportare la crescita; in una prospettiva di medio termine, tale ragionamento vale anche per le imprese

eccellenti. Pertanto, i successivi sviluppi della ricerca saranno intenti ad approfondire la struttura di un modello di comunicazione tra l'azienda e la comunità finanziaria, in grado di superare sia le asimmetrie informative ad oggi esistenti tra operatori del sistema economico (imprese ed operatori del sistema finanziario), sia la situazione attuale che, spesso, è di reciproca diffidenza.



## Appendice

### Questionario: le forme di finanziamento alternative al debito bancario

#### Parte 1 – Anagrafica

Ragione sociale: \_\_\_\_\_

Codice Fiscale: \_\_\_\_\_

Anno costituzione: \_\_\_\_\_

Settore: \_\_\_\_\_

Fatturato 2018: \_\_\_\_\_

Totale attivo 2018: \_\_\_\_\_

N. dipendenti: \_\_\_\_\_

Patrimonio Netto 2018: \_\_\_\_\_

#### Parte 2 – L'impresa ed il management

Esistono consiglieri indipendenti/non riconducibili alla compagine societaria?

☐ Sì (specificare il numero sul totale) \_\_\_\_\_

☐ No

L'impresa ha nel proprio organico manager esterni alla compagine societaria?

☐ Sì (specificare la funzione aziendale ed il numero sul totale) \_\_\_\_\_

☐ No

Chi presidia la funzione finanziaria in azienda?

☐ Direttore finanziario/CFO

- ☐ Responsabile amministrativo
- ☐ Imprenditore o amministratore
- ☐ Consulenti esterni
- ☐ Commercialista
- ☐ Altro \_\_\_\_\_

L'impresa si avvale di strumenti di pianificazione (piano industriale, *budget*, *forecast*)?

- ☐ Sì
- ☐ No

In caso di risposta positiva, di quali si avvale?

- ☐ Piano industriale
- ☐ Budget
- ☐ *Forecast*
- ☐ Altro (specificare) \_\_\_\_\_

L'impresa effettua in autonomia la pianificazione?

- ☐ Sì
- ☐ No, con l'ausilio di consulenti esterni

Con quale finalità redige il piano industriale?

- ☐ Come strumento interno di orientamento della gestione
- ☐ Su richiesta del sistema bancario
- ☐ Su richiesta di altri *stakeholders* esterni (specificare chi)
- ☐ Altro (specificare) \_\_\_\_\_

L'impresa effettua un'analisi degli scostamenti rispetto alle previsioni?

- ☐ Sì
- ☐ No

I bilanci dell'impresa sono certificati da un revisore contabile/società di revisione?

- ☐ Sì
- ☐ No

In caso di risposta positiva, la revisione risponde a un obbligo civilistico o è stata una scelta volontaria dell'impresa?

- ☐ Obbligo civilistico
- ☐ Scelta volontaria dell'azienda

L'impresa è dotata di un sistema di controllo della gestione, contabilità analitica e/o industriale?

- ☐ Sì
- ☐ No

In caso di risposta positiva alla precedente domanda:

Da quanti anni l'impresa è dotata di un sistema di controllo della gestione, contabilità analitica e/o industriale?

- ☐ In fase di introduzione o meno di 1 anno
- ☐ 1-3 anni
- ☐ 3-5 anni
- ☐ 5-10 anni
- ☐ Più di 10 anni

Chi si occupa del sistema di controllo di gestione in azienda, contabilità analitica e/o industriale?

- ☐ *Controller*
- ☐ Responsabile amministrativo
- ☐ Responsabile produttivo
- ☐ Responsabile dei sistemi informatici
- ☐ Imprenditore
- ☐ Consulenti esterni
- ☐ Commercialista
- ☐ Altro \_\_\_\_\_

### Parte 3 – Progetti di sviluppo dell'azienda

L'impresa ha in essere/sta valutando progetti di sviluppo o di investimento?

- ☐ Sì, sviluppo di nuovi business
- ☐ Sì, sviluppo di nuovi prodotti
- ☐ Sì, sviluppo in nuovi mercati locali (Italia)
- ☐ Sì, sviluppo di nuovi mercati all'estero
- ☐ Sì, sviluppo di nuove tecnologie per i processi produttivi
- ☐ Sì, sviluppo di nuovi canali di vendita (e-commerce, nuova rete di vendita ...)
- ☐ Sì, progetti di integrazione a monte/a valle lungo la catena del valore
- ☐ Sì, investimenti in nuovi siti produttivi
- ☐ Sì, investimenti in impianti/attrezzature a causa dell'obsolescenza di quelli attuali
- ☐ Sì, altro (specificare) \_\_\_\_\_
- ☐ No

L'investimento programmato è di tipo:

- ☐ Interno
- ☐ Acquisizioni esterne
- ☐ Entrambi

In caso di risposta positiva alla precedente domanda:

L'impresa ha già determinato l'entità dell'investimento da sostenere per i nuovi progetti di sviluppo o di investimento?

- ☐ Sì
- ☐ No

Si prevede un investimento di:

- ☐ Oltre .....
- ☐ Tra ..... e .....
- ☐ Tra ..... e .....
- ☐ Tra ..... e .....
- ☐ Inferiore a .....

Si prevede che l'investimento avrà una durata di:

- ☐ Entro 12 mesi
- ☐ 1-3 anni
- ☐ 3-5 anni
- ☐ Oltre 5 anni

L'impresa ha valutato al momento della scelta il ritorno dell'investimento (ad es. punto di pareggio in funzione delle vendite ...)?

- ☐ Sì
- ☐ No

In caso di risposta positiva alla precedente domanda, con quale modalità ha valutato il ritorno dell'investimento?

---

---

---

L'impresa ha già definito le modalità di copertura dell'investimento?

- ☐ Sì
- ☐ No

L'impresa prevede di coprire gli investimenti con:

- ☐ Apporti di capitale da parte dei soci attuali
- ☐ Apporti di capitale da parte di nuovi soci
- ☐ Autofinanziamento (risultati di gestione)
- ☐ Debito bancario
- ☐ Emissione obbligazioni
- ☐ Emissione cambiali finanziarie
- ☐ Quotazione
- ☐ Apertura ad un fondo di *private equity*
- ☐ Altro \_\_\_\_\_

L'impresa ritiene che il sistema bancario sia il partner ideale per supportare i progetti di crescita e sviluppo?

- ☐ Sì
- ☐ No

Il sistema bancario ha gli interlocutori / professionisti in grado di consigliare adeguatamente l'azienda?

- ☐ Sì
- ☐ No

Il sistema bancario ha la possibilità di supportare progetti di investimento rilevanti (di importo superiore a 10 milioni di Euro)?

- ☐ Sì
- ☐ No

Quali sono le condizioni economiche alle quali il sistema bancario concede risorse in termini di importo / durata?

---

---

---

L'impresa ha valutato il ricorso a forme di finanziamento alternative al debito bancario?

- ☐ Sì
- ☐ No

Se no, per quale motivo?

- ☐ Complessità gestionale dello strumento troppo elevata
- ☐ Costi dello strumento troppo elevati
- ☐ Tempistiche per il ricorso allo strumento troppo lunghe
- ☐ Ritiene, da una prima analisi, di non avere i requisiti per accedervi
- ☐ Altro (specificare) \_\_\_\_\_

L'impresa potrebbe essere interessata a ricorrere a forme di finanziamento alternative al debito bancario?

- ☐ Sì
- ☐ No
- ☐ Non sa, non ha valutato

#### **Parte 4 – Le forme di finanziamento alternative al debito bancario**

L'impresa conosce i nuovi strumenti di finanziamento alternativi al debito bancario (cambiali finanziarie e mini-bond, strumenti ibridi, quotazioni su mercato AIM ...) ?

- ☐ Sì, quali?
- ☐ No
- ☐ Solo in parte

Quali vantaggi riconosce l'impresa nel ricorso ai nuovi strumenti di finanziamento alternativi al debito bancario?

- ☐ Nuovi capitali a disposizione per finanziare lo sviluppo
- ☐ Nuove competenze gestionali dall'esterno
- ☐ Maggiore visibilità sul mercato
- ☐ Più trasparenza nei rapporti con l'esterno
- ☐ Altro (specificare) \_\_\_\_\_

Quali elementi scoraggiano l'impresa nel ricorso ai nuovi strumenti di finanziamento alternativi al debito bancario?

- ☐ Richiesta di standard troppo elevati
- ☐ Costi eccessivi dello strumento
- ☐ Complessità burocratica
- ☐ Mancanza di un supporto nell'operazione
- ☐ Carenza organizzativa interna
- ☐ Altro (specificare) \_\_\_\_\_

Quali caratteristiche dovrebbero avere gli strumenti alternativi al debito bancario per risultare attrattivi per l'impresa in termini di:

Costo: \_\_\_\_\_

Durata: \_\_\_\_\_

Piano di ammortamento: \_\_\_\_\_

Velocità di emissione: \_\_\_\_\_

Impatto sull'organizzazione: \_\_\_\_\_

Soluzione a problemi specifici: \_\_\_\_\_

## Bibliografia

- AA.VV. (2010), *Guida al M&A e private equity*, a cura di G. Giommi, Le Fonti, Milano.
- AGUAIS S.D., FOREST L.R., WONG E.L.Y., DIAZ-LEDEZMA D. (2007), "Point-in-Time versus Through-the-Cycle Ratings", in M. ONG, *The Basel Handbook: A Guide for Financial Practitioners*, Riskbooks, London.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (1989), *Corso di Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (1994), *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- ALLEGRI M. (2008), "Lo studio dei flussi di cassa", in A. DANOVI, A. QUAGLI (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano.
- ALTMAN E.I., RIJKE H.A. (2005), *The Effects of Rating Through the Cycle on Rating Stability, Rating Timeliness and Default Prediction Performance*, NYU, New York.
- ALTMAN E.I., RIJKE H.A. (2006), "A Point-in-Time Perspective on Through-the-Cycle Ratings", in *Financial Analysts Journal*, 62(1), pp. 54-70.
- AMADUZZI A. (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.
- AMADUZZI A. (1968), *Manuale di contabilità aziendale*, Utet, Torino.
- AMADUZZI A. (1972), "Il sistema aziendale ed i suoi sottosistemi", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 72(1), pp. 3-13.
- AMADUZZI A. (1974), "I limiti dello sviluppo economico-aziendale", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 74(1), pp. 3-15.
- AMADUZZI A. (1978), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.
- AMADUZZI A. (1993), *Manuale di Economia aziendale*, Cacucci, Bari.
- AMADUZZI A., PAOLONE G. (1986), *I bilanci di esercizio delle imprese*, IV ed., Utet, Torino.
- ANDREI P. (1996), "La prevenzione dei dissesti aziendali: alcuni spunti di riflessione", in AA.VV., *Crisi di impresa e procedure concorsuali*, Giuffrè, Milano.
- ANDREI P. (2003), "La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio", in P. ANDREI, S.

- AZZALI, A.M. FELLEGARA, F. ORLANDONI, *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- ANDREI P., AZZALI S., FELLEGARA A., ORLANDONI E. (2000), *Il bilancio d'esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- ANTONELLI V. (2001), *Andamenti e valori nel sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino.
- APPIO C.L. (2013), *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Cacucci, Bari.
- ARCARI A. (2004), *Prevenire la crisi e gestire il turnaround nelle PMI attraverso le analisi economiche*, Università degli Studi dell'Insubria, Varese.
- ARLOTTA C., BERTOLETTI F., BOCCIA A., NEGOZIO E.C., PESARO C., VENTURINI G. (2006), "Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia", in *Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili*, Quaderno n. 35, Milano.
- ARLOTTA C., BERTOLETTI F., BOCCIA A., NEGOZIO E.C., PESARO C., VENTURINI G. (2012), *Elite ed AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere le PMI italiane*, Franco Angeli, Milano.
- ARLOTTA C., BOCCIA A., NEGOZIO E.C., DAL MASO L., IMPARATO A., LIBERATORE G., PAPPALARDO G., PARENTE F., PASQUETTI L., PRATI G., RENOLDI G., VENTURINI G., VIRGILIO F.P. (2013), *Incentivi per favorire la quotazione delle pmi sui mercati internazionali e in Italia*, Franco Angeli, Milano.
- AVI M.S. (1995), *Gli aspetti contabili delle imprese alberghiere*, Giappichelli, Torino.
- AVI M.S. (2017), *Analisi aziendali di natura economico-finanziaria: il bilancio come strumento di gestione*, Vol. I, Cafoscarina, Venezia.
- AZZALI S. (1996), *Il sistema delle informazioni di bilancio delle aziende di produzione*, Giuffrè, Milano.
- BAGINSKI S.P., HASSEL J.M. (2004), *Management decision and financial accounting reports*, Thomson South-Western, Mason.
- BANNIER C.E., BEHR P., GÜTTLER A. (2010), "Rating opaque borrowers: Why are unsolicited ratings lower?", in *Review of Finance*, 14, pp. 263-294.
- BASTIA P. (1989), *Il bilancio d'impresa*, Clueb, Bologna.
- BASTIA P. (1995), *Il bilancio d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- BASTIA P. (1996), *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Giappichelli, Torino.
- BASTIA P. (2009), *Principi di economia aziendale*, Cedam, Padova.
- BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino.
- BIANCHI T. (1975), "La finanza aziendale", in E. ARDEMANI (a cura di), *Manuale di Amministrazione Aziendale*, Isedi, Milano.
- BIANCHI MARTINI S., QUAGLI A. (1998), "I processi di finanziamento", in L. MARCHI (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.

- BOMPANI A., CATELANI E. (2012), *Project Bond & Commercial Paper*, Franco Angeli, Milano, 2012.
- BORGONOV E. (1990), “Il comportamento economico della persona”, in E. BORGONOV (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano.
- BRAJA E.M. (2003), “I principi di redazione del bilancio: postulati e caratteristiche qualitative”, in AA.VV., *Il bilancio d'esercizio e i principi contabili internazionali*, Euroconference, Verona.
- BRAJA E.M. (2018), “Le tendenze in atto sull'informativa finanziaria e non finanziaria del bilancio delle società italiane”, in C.E. SCHILLACI (a cura di), *Tendenze nuove negli studi economico-aziendali*, Il Mulino, Bologna.
- BRANCIARI S. (2003), “Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali”, in S. BRANCIARI (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, Franco Angeli, Milano.
- BREALEY R.A., MYERS S.C., SANDRI S. (1999), *Principi di finanza aziendale*, III ed., McGraw-Hill, Milano.
- BRUNETTI G. (1986), *Contabilità e bilancio di esercizio*, Libreria Universitaria Editrice, Milano.
- BRUNETTI G. (1995), “Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio”, in G. BRUNETTI, V. CODA, F. FAVOTTO, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano.
- BRUNI A. (1961), *Origine e scopi del bilancio*, Giuffrè, Milano.
- BRUNI G. (1979), *Le strutture di bilancio*, Isedi, Milano.
- BRUSA L. (1986), *Strutture organizzative d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- CAMPEDELLI B. (1990), *Principi di bilancio in Europa*, Giappichelli, Torino.
- CAMPEDELLI B. (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, Giappichelli, Torino.
- CAMPRA M., PUDDU L., BRAJA E.M., FINESSI E. (2012), *IAS 1 Presentazione del bilancio*, in AA.VV., *IAS/IFRS*, Ipsoa-Wolters Kluwer, Milanofiori-Assago.
- CANALS J. (2001), “How to think about corporate growth?”, in *European Management Journal*, 19(6), pp. 587-598.
- CAPALDO P. (1975), “Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa”, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2.
- CARAMIELLO C. (1989), *Indici di bilancio*, Ipsoa, Milano.
- CARAMIELLO C. (1994), *Il bilancio di esercizio, ieri e oggi. Brevi note per un confronto*, Giuffrè, Milano.
- CARPENTER R., PETERSEN B. (2002), “Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?”, in *Review of Economics and Statistics*, 84, pp. 298-309.
- CASELLI S. (2010), *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Academic Press, Burlington.

- CASTELLANO N. (2008), "L'uso dell'analisi di bilancio", in A. DANOVI, A. QUAGLI (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano.
- CATTURI G. (1992), *La redazione del bilancio*, Cedam, Padova.
- CATTURI G. (2007), "Introduzione", in AA.VV. (a cura di), *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- CATTURI G. (2009), *L'armonia della complessità dalla crescita allo sviluppo aziendale*, Cedam, Padova.
- CATUOGNO S. (2012), *Economia aziendale e ragioneria generale: analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, Napoli.
- CECCHERELLI A. (1961), *Il linguaggio dei bilanci*, VII ed., Le Monnier, Firenze.
- CERBIONI F. (1998), "I processi di acquisizione/utilizzo del fattore lavoro", in L. MARCHI (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, II ed., Giappichelli, Torino.
- CERBIONI F., CINQUINI L., SÒSTERO U. (2019), *Contabilità e bilancio*, McGraw-Hill Education, Milano.
- CERIANI G. (1996), *Lezioni di Economia aziendale*, Cedam, Padova.
- CODA V. (1983), "Trasparenza dei bilanci di esercizio e principi contabili", in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2.
- CODA V. (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino.
- CODA V. (2006), "Economia aziendale: alla ricerca di punti di convergenza", in AA.VV., *Appunti per un dibattito sulla cultura aziendale*, Sidrea, Firenze.
- CODA V., FRATTINI G. (1986), *Valutazione di bilancio. Principi economici, norme civili, norme fiscali*, Libreria Universitaria Editrice, Milano.
- CODA V., BRUNETTI G., BERGAMIN BARBATO M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, Milano.
- CORTICELLI R. (1998), *La crescita dell'azienda. Ordine ed equilibrio nell'unità produttiva*, II ed., Giuffrè, Milano.
- CRICCHIO S. (1980), *L'impresa come momento di origine e di diffusione di fenomeni macro-economici*, Giuffrè, Milano.
- CUMMING D. (2010), *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- CUMMING D., SIEGEL D.S., WRIGHT M. (2007), "Private equity, leveraged buyouts and governance", in *Journal of Corporate Finance*, 13(4), pp. 439-460.
- D'ALESSIO L. (2002), *Il budget nel sistema di bilancio dello Stato*, Giappichelli, Torino.
- D'ALESSIO R., ANTONELLI V. (2012), *Analisi e contabilità dei costi*, Maggioli Editore, Rimini.
- D'AMICO E., COLUCCIA D., FONTANA S. (2015), "A multi-stakeholder approach to voluntary disclosure of firms. An empirical research", in G. SCHIUMA, *Culture*,

- Innovation and Entrepreneurship: connecting the knowledge dots, Proceedings of IFKAD, 12<sup>th</sup> International Forum of Knowledge Asset Dynamics*, pp. 1291-1305.
- D'AMICO E., COLUCCIA D., FONTANA S., SOLIMENE S. (2016), "Factors Influencing Corporate Environmental Disclosure", in *Business Strategy and the Environment*, 25(3), pp. 178-192.
- DALLOCCIO M. (1995), *Finanza aziendale. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano.
- DALLOCCIO M., SALVI A. (2005), *Finanza aziendale*, Egea, Milano.
- DALLOCCIO M., TZIVELIS D., VINZIA M.A. (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Etas, Milano.
- DAMODARAN A. (2006), *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano.
- DE CRESCENZO V. (2006), *Le scelte di finanziamento delle imprese: un'analisi comparata*, Giuffrè, Milano.
- DE LAURENTIS, G. (2001), *Rating interni e credit risk management*, Bancaria Editrice, Roma.
- DE SARNO M. (1992), *Gli equilibri d'impresa nei loro diversi riflessi contabili*, Cedam, Padova.
- DEVECCHI C. (1989), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (1991), *Il bilancio e la IV direttiva CEE*, Giuffrè, Milano.
- DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (1996), *Il bilancio*, Giuffrè, Milano.
- DI CAGNO N. (1995), *Il bilancio d'esercizio*, II ed., Cacucci, Bari.
- DI LAZZARO F., (2003), "Il problema dell'effetto di "leva finanziaria", in C. CARAMIELLO, F. DI LAZZARO, G. FIORI, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 394.
- DI MEO W., TOMMASETTI A., BISOGNO M. (2005), *Il rendiconto finanziario delle imprese*, Giappichelli, Torino.
- DI STEFANO G. (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano.
- ECCLES R.G., MAVRINAC S.C. (1995), "Improving the corporate disclosure process", in *Sloan Management Review*, 36.
- ERZEGOVES L. (2007), "I modelli di portafoglio per la gestione del rischio di credito", in *Bancaria*.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (marzo 2014), *Asset Quality Review. Phase 2 Manual*, p. 100 ss.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area October 2014 to March 2015*.
- FACCHINETTI I. (2002), "Rendiconto finanziario e analisi dei flussi", in *Il Sole 24 Ore*, Milano.
- FADDA I., MODICA P., PAVAN A. (2016), "La qualità del bilancio delle società di ca-

- pitati tra ragioneria e diritto”, in L. Marchi, R. Lombardi, L. Anselmi (a cura di), *Il governo aziendale tra tradizione e innovazione*, Franco Angeli, Milano.
- FAGIOLO G., LUZZI A. (2004), “Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry”, in *Sant’Anna School of Advanced Studies. Working Paper Series*, 8.
- FAIRCHILD L.M., FLAHERTY S.M.V., SHIN Y.S. (2009), “Analysis of Unsolicited Credit Ratings in Japan”, in *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*.
- FARNETI G. (1993), *I flussi monetari nell’indagine patrimoniale-finanziaria*, Giappichelli, Torino.
- FARNETI G. (2007), *Economia d’Azienda*, Franco Angeli, Milano.
- FAVOTTO F. (2001), *Economia aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- FAZZINI M. (2017), *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milanofiori Assago.
- FERRAN E. (2007), “Regulation of private equity backed leveraged buyout activity in Europe”, in *ECGI Law Working Paper*, 84, maggio.
- FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia d’azienda*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2001), *Il bilancio d’esercizio*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano.
- FIORI G. (2003), “Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici”, in C. CARAMIELLO, F. DI LAZZARO, G. FIORI, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- FLUCK Z. (2000), *Capital structure decisions in small and large firms: a lifetime cycle theory of financing*, working paper, Stern School of Business, New York.
- FONTANA S. (2003), “Le metodologie per la determinazione del premio per il rischio: innovazione nella ricerca e verifiche empiriche”, in *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, 5-6(1).
- FONTANA S., D’AMICO E., COLUCCIA D., SOLIMENE S. (2015), “Does environmental performance affect companies’ environmental disclosure?”, in *Measuring Business Excellence*, 19(3), pp. 42-57.
- FORESTIERI G. (2014), “I nuovi canali di finanziamento delle imprese Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, in *Bancaria*, 6.
- FOSTER G. (1986), *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs.

- FROLI M., GIUSEPPONI K.E., QUAGLI A. (1994), *Analisi di bilancio. Indici e flussi finanziari*, Clua, Ancona.
- FULGHIERI P., STROBL G., XIA H. (2014), "The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings", in *The Review of Financial Studies*, 27(2), pp. 484-518.
- GALBIATI P. (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano.
- GAMBINI A., ZAZZARO A. (2008), "Gli effetti della durata e dell'esclusività delle relazioni banca-impresa sulla crescita dimensionale delle imprese", in A. ZAZZARO (a cura di), *I vincoli alla crescita delle imprese*, Carocci, Roma.
- GAN Y.H. (2004), *Why Do Firms Pay for Bond Ratings When They Can Get Them for Free*, unpublished manuscript.
- GARZELLA S. (2005), *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese"*, Giappichelli, Torino.
- GIACOSA E. (2012), *Mergers and Acquisitions (M&As) in the Luxury Business*, McGraw-Hill, Milano.
- GIACOSA E. (2015), *Il fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, Milano.
- GIACOSA E., MAZZOLENI A. (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino.
- GIACOSA E., CULASSO F., MAZZOLENI A., ROSSI M. (2016), "A Model for the Evaluation Trends Performance in Small and Medium Enterprises", in *Corporate Ownership & Control*, 13(4), pp. 389-402.
- GIANNESSI E. (1969), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Colombo Corsi, Pisa.
- GIANNESSI E. (1979), *Appunti di economia aziendale*, Pisa, Pacini.
- GIROUX G. (2003), *Core concepts of Financial Analysis. A User Approach*, Wiley, River Street, Hoboken.
- GIUNTA F. (1992), *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Cedam, Padova.
- GIUNTA F. (2005), *Il bilancio*, Apogeo, Milano.
- GIUNTA F. (2007), *Analisi di bilancio. Riclassificazioni, indici e flussi*, Centro Stampa Il Prato, Firenze.
- GIUNTA F. (2008), *Economia aziendale*, Cedam, Padova.
- GIUNTA F., PISANI M. (2016), *L'analisi di bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna.
- GIUNTA F., PISANI M. (2017), *Il bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna.
- GOBBI G. (2013), *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei deputati (Finance), ottobre.
- GOLINELLI G.M. (1994), *Struttura e governo dell'impresa*, Cedam, Padova.
- GOMPERS P.A., XUAN Y. (2006), "The role of venture capitalists in the acquisition of private companies", in *AFA 2008 New Orleans Meetings Paper*, maggio.

- GOULD M. (1999), "The growth imperative", in *Long Range Planning*, 32(1), pp. 127-129.
- GRANDINETTI R., NASSIMBENI, G. (2007), *Le dimensioni della crescita aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- GREINER L.E. (1998), *Evolution and Revolution as Organizations Grow*, Harvard Business School, Cambridge.
- GUATRI L. (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano.
- GUATRI L. (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano.
- HELFERT E.A. (1997), *Techniques of Financial Analysis*, McGraw-Hill, New York.
- HELWEGE N.L. (1996), "Is there a Peking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms", in *Journal of Financial Economics*, 40(3), pp. 429-458.
- HIGGINS R.C. (2007), *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill Irwin, New York.
- HONJO Y., HARADA N. (2006), "SME Policy, Financial Structure and Firm Growth: Evidence from Japan", in *Small Business Economics*, 27, pp. 289-300.
- INGRAM R.W., ALBRIGHT T.L., BALDWIN B.A. (2002), *Financial Accounting. Information for decisions*, Thomson South-Western, Mason.
- INVERNIZZI G. (1990), "Strumenti per una diagnosi strategica", in G. INVERNIZZI, M. MOLteni, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etaslibri, Milano.
- LA ROCCA M. (a cura di) (2007), *Politiche finanziarie d'impresa*, Egea, Milano.
- LACCHINI M. (1988), *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, Giappichelli, Torino.
- LACCHINI M. (1989), *Principi di redazione del bilancio. Nello schema di legge delegata per il recepimento della quarta direttiva CEE*, Giuffrè, Milano.
- LAGHI E. (1995), *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- LAI A. (1997), *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, Franco Angeli, Milano.
- LENOCI F., PEOLA, S. (2010), *Nuovo merito creditizio*, Ipsoa, Milano, pp. 134-136.
- LEV B. (1992), "Information disclosures strategy", in *Californian Management Review*, 34 (Summer), pp. 9-32.
- LIZZA F. (1989), *Le riclassificazioni di bilancio: il Conto Economico*, Clua, Ancona.
- LOMBARDI STOCCHETTI G. (2013), *Valutazione e analisi di bilancio*, Pearson, Milano.
- LOMBARDI STOCCHETTI G. (a cura di) (2018), *Analisi di bilancio*, Pearson Italia, Milano.
- LOMBARDI STOCCHETTI G., MERLOTTI E., PARIS P.A. (2019), *Le valutazioni di bilancio e il bilancio consolidato: esercizi*, Egea, Milano.
- LUCIANETTI L.C. (1990), *Bilanci d'impresa e bilanci "tipo"*, Giappichelli, Torino.
- MAGLI F., NOBOLO A. (2015), *Dal soggetto economico alla corporate governance: ridefinizione o evoluzione?* Rirea, Roma.

- MAGLI F., NOBOLO A., OGLIARI M. (2016), "Comprehensibility and transparency of the impairment tests in contexts of crisis", in *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 6(1), pp. 147-156.
- MAGLI F., NOBOLO A., OGLIARI M. (2018), "The Effects on Financial Leverage and Performance: The IFRS 16", in *International Business Research*, 11(1), pp. 76-89.
- MANCINI D. (1999), *L'azienda nella "rete" di imprese*, Giuffrè, Milano.
- MARASCA S. (1996), "Il ruolo del bilancio come strumento di informazione tra piccola impresa e soggetti esterni", in AA.VV., *Il bilancio della piccola impresa. Caratteristiche strutturali e capacità informativa*, Giappichelli, Torino.
- MARASCA S. (1999), *Le valutazioni nel bilancio di esercizio*, Giappichelli, Torino.
- MARCHI L. (1995), "L'analisi economico-finanziaria del profilo strategico", in L. MARCHI, A. PAOLINI, A. QUAGLI, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino.
- MARCHI L. (2003), "Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria riferita al profilo strategico", in L. MARCHI-A. PAOLINI-A. QUAGLI, *Strumenti di analisi gestionale*, IV ed., Giappichelli, Torino.
- MARCHI L., ALLEGRI M. (2019), *Bilancio*, Egea, Milano.
- MARCHI L., MARASCA S. (1994), *Il bilancio civilistico-fiscale. I nuovi principi di classificazione e valutazione*, II ed., EBC Ergon Business Communication, Milano.
- MARCHI L., MARASCA S. (1998), "Il sistema delle operazioni e la dinamica dei processi", in L. MARCHI (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, II ed., Giappichelli, Torino.
- MARCHI L., QUAGLI A. (1991), *Bilancio gestionale. Evoluzione del sistema contabile e sintesi economica e finanziaria*, Ergon Business Communication, Milano.
- MARCHI L., ZAVANI M., BRANCIARI S. (2010), *Economia dei gruppi e bilancio consolidato*, Giappichelli, Torino.
- MASINI C. (1960), *L'organizzazione del lavoro nell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- MASINI C. (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino.
- MASSARI M. (1988), "Le politiche finanziarie aziendali", in L. GUATRI (a cura di), *Trattato di economia delle aziende industriali*, Egea, Milano.
- MATACENA A. (1984), *Impresa e ambiente. Il bilancio "sociale"*, Clueb, Bologna.
- MATACENA A. (1993), *Il bilancio di esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*, Clueb, Bologna.
- MAZZOLA P. (2003), *Il piano industriale*, Università Bocconi Editore, Milano.
- MAZZOLENI A. (2012), *La comunicazione economico-finanziaria delle imprese con il sistema bancaria*, McGraw-Hill, Milano.
- MAZZOLENI A. (2016), *Il finanziamento all'impresa. La scelta tra debito e capitale*, Franco Angeli, Milano, p. 18 ss.
- MAZZOLENI A., VENEZIANI M. (a cura di) (2014), *L'efficacia del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione del debito nell'esperienza dei tribunali lombardi. Report di ricerca*, Giappichelli, Torino.

- MEIGS R.F., WILLIAMS J.R., HAKA S.F., BETTNER M.S. (2001), *Financial Accounting*, Irwin McGraw-Hill, New York.
- MELIS G. (1983), *Bilancio di esercizio nell'impresa cooperativa*, Cedam, Padova.
- MELIS G. (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano.
- MELLA P. (1987), *Il rendiconto finanziario*, Isedi, Torino.
- MELLA P. (1990), *Indici di bilancio*, Pirola, Milano.
- MELLA P. (1992), *Economia Aziendale*, Utet, Torino.
- MELLA P., NAVARONI M. (2012), *Analisi di bilancio: indici e flussi*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna.
- MESSINA P., SETINI S. (2013), "L'aspetto legale. Il percorso verso l'emissione, pubblicato in Mini-bond: Istruzioni per l'uso", a cura di R. Calugi, G. Paglietti, in [http://www.consorziocamerale.eu/writable/documenti/DOC\\_20140305112625.pdf](http://www.consorziocamerale.eu/writable/documenti/DOC_20140305112625.pdf).
- MIGLIETTA N. (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino.
- MIOLO VITALI P. (a cura di) (2000), *Corso di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- MOLTENI M. (2000), "Tendenze evolutive in atto nella comunicazione di bilancio", in M. MOLTENI (a cura di), *Valore, strategia, bilancio*, Egea, Milano.
- MORI M. (1995), *Dall'U.S. commercial paper alla cambiale finanziaria*, Cedam, Padova.
- NOBOLO A. (1983), *Variabile fiscale e gestione finanziaria in tempi di inflazione*, Giuffrè, Milano.
- NOBOLO A., GUARINI E., GIORGINO M.C. (2016), "La gestione delle aziende di produzione", in A. NOBOLO (a cura di), *Economia aziendale*, Pearson, Milano.
- OLIVEIRA B., FORTUNATO A. (2006), "Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis", in *Small Business Economics*, 27, pp. 139-156.
- ONIDA P. (1965), *Economia d'Azienda*, Utet, Torino.
- ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, Giuffrè, Milano.
- ONIDA P. (1974), *Il bilancio d'esercizio dell'impresa. Le sue differenziazioni e la sua interpretazione*, Giuffrè, Milano.
- ONIDA P. (1985), *Economia Aziendale*, Utet, Torino.
- ORRIGAN J.O. (1968), "A Short History of Financial Ratio Analysis", in *Accounting Review*, XLIII, April, pp. 284-294.
- PAGANELLI O. (1986), *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet, Torino.
- PAOLINI A. (1995), "Il bilancio di esercizio come strumento di controllo, programmazione e diagnosi strategica nelle piccole imprese", in *Piccola impresa-Small business*, 2.
- PAOLINI A. (1998), "Le condizioni di equilibrio aziendale", in L. MARCHI (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- PAOLONE G. (1995), *Il bilancio di esercizio delle imprese in funzionamento e dei gruppi societari*, Giappichelli, Torino.

- PAOLUCCI G. (2013), *Analisi di bilancio*, Franco Angeli, Milano.
- PAOLUCCI G. (2016), *Analisi di bilancio: logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano.
- PASTORE A. (1984), *La funzionalità economica dell'impresa*, Cacucci, Bari.
- PAVAN A. (2008), *L'amministrazione economica delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- PAVAN A. (2010), "Nuove prospettive di metodologia della ricerca in economia aziendale", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia aziendale*, 110(1), pp. 694-705.
- PAVAN A. (2016), "Il problema della verità dei valori e la riforma del falso in bilancio", in *Società*, 35(1), pp. 759-764.
- PAVAN A., MODICA P. (2014), "Valori etici, valore economico e controlli interni nelle aziende", in E. LAGHI, G. ZANDA (a cura di), *Scritti in onore di Pellegrino Capaldo*, Egea, Milano.
- PAVAN A., MODICA P. (2016), "L'etica nella teoria e negli strumenti aziendali", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 66(1), pp. 343-351.
- PENROSE E.T. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, New York.
- PEZZANI F. (1993), "L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione dell'informativa di bilancio", in P. ANDREI, S. AZZALI, A. BISASCHI, A.M. FELLEGGARA, F. PEZZANI, *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- PEZZINI A., DI CESARE M. (2003), *Le piccole e medie imprese in Europa*, Rubbettino, Catanzaro.
- PISONI P., DEVALLE A. (2013), *Analisi finanziaria*, Giuffrè, Milano.
- PISONI P., PUDDU L. (1996), "La finanza", in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- PIZZO M. (1996), *Natura economica e funzione informativa dei conti d'ordine*, Cedam, Padova.
- PIZZO M. (2010), "Inquadramento del lavoro e considerazioni preliminari", in M. PIZZO, *La dimensione d'azienda e la comunicazione economico-finanziaria: analisi teorica ed empirica nel contesto delle PMI*, Giappichelli, Torino.
- POLI R. (1971), *Il bilancio d'esercizio. Evoluzioni e prospettive nell'economia dei paesi industrialmente progrediti*, Giuffrè, Milano.
- POLLIFRONI M. (2012), "Global crisis: searching the origins by Business Economics", in *Revista Economica*, 4-5(63), pp. 199-212.
- POLLIFRONI M. (2012), *Lineamenti di Etica Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- POLLIFRONI M. (2013), "Il piano degli Indicatori di Bilancio e gli Indicatori di Deficitarietà", in D. DI RUSSO, L. PUDDU (a cura di), *Manuale di Ragioneria Pubblica*, Eutekne, Torino.
- POLLIFRONI M. (2017), *L'Etica aziendale nei processi di globalizzazione dei mercati. paradigmi, determinanti, valutazioni*, Giappichelli, Torino.

- POLLIFRONI M., MACCONI M. (2013), “Sostenibilità economico aziendale”, in AA.VV., *Pollenzo Index Environmental and economics Design*, Università degli Studi di Scienze Gastronomiche, Bra.
- POLLIFRONI M., MILITARU G., SOCACIU T. (2014), “Economic crises and the counter-cyclical profile of the Non-Profit Organisations: some empirical evidences from the Italian context, Economics”, in *Management and Financial Markets*, 9(1), pp. 303-311.
- POON W.P.H. (2003), “Are Unsolicited Credit Ratings Biased Downward?”, in *Journal of Banking and Finance*, 27(4), pp. 593-614.
- POON W.P.H., CHAN K.C. (2010), “Solicited and Unsolicited Credit Ratings: A Global Perspective”, in *ADB Working Paper Series*, Asian Development Bank Institute, p. 1.
- POON W.P.H., FIRTH M. (2005), “Are Unsolicited Credit Ratings Lower? International Evidence from Bank Ratings”, in *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, pp. 1741-1771.
- POON W.P.H., LEE J., GUP B.E. (2009), “Do Solicitations Matter in Bank Credit Ratings? Results from a Study of 72 Countries”, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(2-3), pp. 285-314.
- POTITO L. (1980), *Il rendiconto finanziario nelle imprese*, Giannini, Napoli.
- POTITO L. (2013), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, IV ed., Giappichelli, Torino.
- PRENCIPE A. (2011), *Bilancio consolidato: tecniche di redazione e di analisi*, Egea, Milano.
- PRENCIPE A., TETTAMANZI P., MANCINI C. (2017), *Bilancio consolidato*, Egea, Milano.
- PROVASOLI A. (1974), *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano.
- PROVASOLI A. (2007), “Prefazione”, in A. PROVASOLI, A. VIGANÒ, *Bilancio. Valutazioni, lettura, analisi*, Egea, Milano.
- QUAGLI A. (a cura di) (2019), *Bilancio e principi contabili*, Wolters Kluwer, Milano-fiori Assago.
- RANALLI F. (1984), *Sulla capacità informativa delle strutture di bilancio*, Cedam, Padova.
- REA M.A. (2016), *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.
- ROSSI N. (1965), *Il bilancio dell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- RUSCONI G. (1988), *Bilancio sociale e d'impresa. Problemi e prospettive*, Giuffrè, Milano.
- RUSCONI G. (2008), *Etica ed economia aziendale*, Università degli Studi di Bergamo, Bergamo.
- RUSCONI G. (1997), *Etica e impresa: un'analisi economico-aziendale*, Clueb, Bologna.

- SALVIONI D.M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- SALVIONI D.M. (1997), *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.
- SANNINO G. (2008), "Framework", in AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, Giappichelli, Torino.
- SANNINO G. (2008), *L'evoluzione del controllo di gestione nelle imprese della grande distribuzione. Dalla progettazione dei modelli agli indicatori di performance*, Giappichelli, Torino.
- SANNINO G. (2012), "Misurazione e rappresentazione dei risultati d'impresa", in AA.VV. (a cura di), *Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- SANNINO G. (2016), "Il Framework nel modello IAS/IFRS", in AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, Giappichelli, Torino.
- SANNINO G., TARTAGLIA POLCINI P. (2013). *Business combinations e bilancio consolidato nell'impostazione IAS/IFRS. La rappresentazione degli interessi di minoranza (non-controlling interests)*, i bilanci straordinari, Giuffrè, Vol. 369, pag. 119-148, Milano.
- SANNINO G., TARTAGLIA POLCINI P. (2014), *I fini del bilancio nel modello IASB: evoluzione o regresso? Analisi critica e confronto con la realtà dell'Europa Continentale*, Giappichelli, Torino.
- SANTESSO E. (1991), *Valutazione di bilancio: aspetti economico-aziendali e giuridici*, Giappichelli, Torino.
- SANTESSO E., SÒSTERO U. (2018), *I principi contabili per il bilancio d'esercizio: analisi e interpretazione delle norme civilistiche*, Egea, Milano.
- SARCONI S. (1989), *Bilancio annuale delle società di capitali e la quarta direttiva CEE*, Cacucci, Bari.
- SARCONI S. (1997), *L'azienda*, Giuffrè, Milano.
- SHIMODA N., KAWAI Y. (2007), "Credit Rating Gaps in Japan: Differences between Solicited and Unsolicited Ratings, and "Rating Splits"", in *Bank of Japan Working Paper Series 07-E-11*, Tokyo.
- SINGER P. (2000), "Alla ricerca della struttura finanziaria ideale", in *Esperienze d'impresa*.
- SORCI C. (2007), *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- SÒSTERO U. (a cura di) (2015), *Bilancio consolidato*, Cafoscarina, Venezia.
- SÒSTERO U. (2018), *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- SPAGNUOLO D. (1996), "L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa", in G. FAUCEGLIA (a cura di), *La raccolta bancaria del risparmio*, Giappichelli, Torino.
- SPAGNUOLO D. (2012), *La cambiale finanziaria tra forma cartolare e funzione finanziaria*, Giappichelli, Torino.
- STANDARD & POOR'S (2001), *Corporate ratings criteria*, New York.

- TEODORI C. (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- TEODORI C. (2002), *La costruzione e l'interpretazione del rendiconto finanziario*, Giappichelli, Torino.
- TEODORI C. (2008), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- TEODORI C. (2009), *Il rendiconto finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione*, Giappichelli, Torino.
- TEODORI C. (2017), *Analisi di bilancio: lettura e interpretazione*, Giappichelli, Torino.
- TERZANI S. (1978), *Le comparazioni di bilancio*, Cedam, Padova.
- TERZANI S. (1995), *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova.
- TISCINI R. (2013), "Il ruolo dell'attestatore dei piani di risanamento", in *Il Fisco*, 1(1).
- TISCINI R. (2014), "Economia della crisi d'impresa: profili di governance e informativa aziendale", in AA.VV., *Economia Aziendale*, Egea, Milano.
- TISCINI R. (2014), "La gestione aziendale", in AA.VV., *Economia aziendale*, Egea, Milano.
- TISCINI R. (2014), "Principi di redazione del bilancio", in AA.VV., *Economia aziendale*, Egea, Milano.
- TISCINI R., MACCIOCCHI D. (2016), "Behavior of Family Firms in Financial Crisis: Cash Extraction or Financial Support?", in *Corporate Ownership & Control*, 13(1), pp. 306-317.
- TISCINI R., QUAGLI A., LIBERATORE G., MECHELLI A. (2017), "Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi", in *Rivista dei dottori commercialisti*, 1(1).
- TOPP R., PERL R. (2010), "Through-the-Cycle Ratings Versus Point-in-Time Ratings and Implications of the Mapping Between Both Rating Types", in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 19(1), pp. 49, 56.
- TORCIVIA S. (2018), *L'analisi di bilancio per indici delle aziende vitivinicole siciliane "grandi"*, ISI, Palermo.
- TROIANO V. (1994), *Le polizze di credito commerciale*, Cacucci, Bari.
- UNIONCAMERE (2007), *Le piccole e medie imprese nell'economia italiana. Rapporto 2007*.
- URBANI A. (2013), *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, Cedam, Padova.
- VALUE B. (2001), *Guide to Analysing Companies*, The Economist, Profile Books, London.
- VAN HORNE J.C. (1972), *Financial management and policy*, II ed., Prentice Hall International, London.
- VAN ROY P. (2006), "Is There a Difference Between Solicited and Unsolicited Bank Ratings and, if so, Why?", in *Working Paper*, National Bank of Belgium.
- VEGAS G. (2013), *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei deputati (Finance), ottobre.

- VENANZI D. (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson Prentice Hall, Milano.
- VERMIGLIO F. (1984), *Il bilancio sociale nel quadro evolutivo del sistema di impresa*, Grafo, Messina.
- VIGANÒ E. (1990), *L'impresa e il bilancio europeo*, Cedam, Padova.
- VIGANÒ E. (1996), *L'economia aziendale e la ragioneria*, Cedam, Padova.
- WESTON J.F., BRIGHAM E.F. (1978), *Managerial Finance*, The Dryden Press, Hinsdale.
- ZAPPA G. (1927), *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano.
- ZAPPA G. (1946), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- ZAPPA G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, Milano.
- ZAPPA G. (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, Giuffrè, Milano.
- ZAPPA G. (1962), *L'economia delle aziende di consumo*, Giuffrè, Milano.







Finito di stampare nel mese di maggio 2020  
nella Stampatre s.r.l. di Torino  
Via Bologna, 220



## BUSINESS ADMINISTRATION AND ACCOUNTING STUDIES

---

### *Volumi pubblicati*

1. E. GIACOSA-A. MAZZOLENI, *I modelli di previsione dell'insolvenza aziendale. Efficacia predittiva, limiti e prospettive di utilizzo*, pp. X-174, 2018.
2. D. BUSSO, *L'introduzione del fair value per la valutazione dei derivati. Analisi teorica ed empirica degli effetti sul modello di bilancio italiano*, pp. XII-204, 2019.
3. E. TRUANT, *The Business Model of organic companies. Sustainability approaches through districts*, pp. XIV-162, 2019.
4. S. FIANDRINO, *Disclosure of Non-Financial Information: Evolutionary Paths and Harmonisation to Mandatory Requirements*, pp. XII-164, 2019.
5. L. CORVO-L. PASTORE, *Perspectives of Value Co-Creation: Impact-Based Models*, pp. XII-148, 2019.
6. S. SECINARO, *Blockchain e accounting*, pp. XIV-114, 2020.
7. M. MAZZOLENI, *L'indebitamento finanziario nelle piccole e medie imprese. Vincolo o acceleratore nel processo di crescita?*, pp. XIV-274, 2020.







## BUSINESS ADMINISTRATION AND ACCOUNTING STUDIES

---

### *Volumi pubblicati*

1. E. GIACOSA-A. MAZZOLENI, *I modelli di previsione dell'insolvenza aziendale. Efficacia predittiva, limiti e prospettive di utilizzo*, pp. X-174, 2018.
2. D. BUSO, *L'introduzione del fair value per la valutazione dei derivati. Analisi teorica ed empirica degli effetti sul modello di bilancio italiano*, pp. XII-204, 2019.
3. E. TRUANT, *The Business Model of organic companies. Sustainability approaches through districts*, pp. XIV-162, 2019.
4. S. FIANDRINO, *Disclosure of Non-Financial Information: Evolutionary Paths and Harmonisation to Mandatory Requirements*, pp. XII-164, 2019.
5. L. CORVO-L. PASTORE, *Perspectives of Value Co-Creation: Impact-Based Models*, pp. XII-148, 2019.
6. S. SECINARO, *Blockchain e accounting*, pp. XIV-114, 2020.
7. M. MAZZOLENI, *L'indebitamento finanziario nelle piccole e medie imprese. Vincolo o acceleratore nel processo di crescita?*, pp. XIV-274, 2020.