

Carlo Arlotta, Franco Bertoletti, Claudio Calvani,
Elisabetta Coda Negozio, Luigi Fici, Giovanni Liberatore,
Livio Pasquetti, Carlo Pesaro, Roberto Scialdone,
Fabio Salvatici, Giorgio Venturini

La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa

**Mini Bond, Cambiali finanziarie,
AIM, Progetto Elite, SPAC,
Incentivi allo sviluppo**

prefazione di Barbara Lunghi



FrancoAngeli



MANAGEMENT

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Carlo Arlotta, Franco Bertoletti, Claudio Calvani,
Elisabetta Coda Negozio, Luigi Fici, Giovanni Liberatore,
Livio Pasquetti, Carlo Pesaro, Roberto Scialdone,
Fabio Salvatici, Giorgio Venturini

La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa

**Mini Bond, Cambiali finanziarie,
AIM, Progetto Elite, SPAC,
Incentivi allo sviluppo**

prefazione di Barbara Lunghi

FrancoAngeli

Copyright © 2014 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Questo studio è stato promosso da:



Gotha Advisory S.p.A., Equity Partner di Borsa Italiana S.p.A., è la prima organizzazione italiana di Commercialisti specializzati in Finanza e Mercati, con sedi a Milano, Lecco, Brescia, Reggio Emilia, Firenze e Roma. Nasce per offrire alle PMI ad elevato tasso di innovazione e di crescita un insieme integrato di servizi di consulenza in tema di processi di quotazione, operazioni di *M&A*, reti d'impresa, pianificazione e controllo, operazioni di ristrutturazione finanziaria, *corporate governance*. L'obiettivo strategico di Gotha Advisory S.p.A. è quello di affermarsi quale consulente specializzato ed innovativo di servizi professionali orientati alla crescita delle PMI attraverso la quotazione o l'apertura del capitale ad investitori professionali.

Il Club dei Commercialisti Esperti in Finanza & Mercati (C.E.F.&M.) è un'Associazione di Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili costituita il 9 settembre 2010 attualmente frequentata da circa 40 Commercialisti, appartenenti ad altrettanti studi professionali presenti in tutta Italia. Svolge attività di studio della Finanza con aggiornamento continuo sui processi di quotazione (AIM), mini-bond e prestiti partecipativi, crowdfunding, categorie di azioni (a voto plurimo ecc.), best practice delle società quotate, *M&A*. Tutti gli Associati fondatori hanno ottenuto la qualifica di "esperti in processi di quotazione" dopo aver frequentato in Milano un corso di specializzazione organizzato da Borsa Italiana e dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.

Baldi & Partners S.r.l. è società Partner Equity Markets di Borsa Italiana, accreditata ed ammessa nel Registro dei *Nominated Adviser (Nomad)*. Il *Nomad* è un soggetto esperto e specializzato in *Equity Capital Market* a cui Borsa Italiana ha conferito tale qualifica dopo averne verificato i requisiti di elevata onorabilità, reputazione e competenza nell'affiancare le Società che intendono quotarsi sull'AIM Italia.

Baldi & Partners ha elaborato il "*Baldi's Rating powered by MOODY'S*" e svolge attività di consulenza in operazioni di *Corporate Finance*, di *M&A*,

nell'emissioni di *Bond* e altri titoli di debito, nella elaborazione di *Budget*, *Business Plan*, Piani industriali e di risanamento.

Consilia Business Management S.p.A. è stata costituita nel maggio 2004 ed è frutto della condivisione di esperienze nel campo delle attività di consulenza, rivolte a banche, intermediari finanziari e società industriali e commerciali. È Partner Equity Market di Borsa Italiana. In particolare, offre servizi su: *IPO*, *Corporate Finance*, *M&A*, *Governance & Control*; *Enterprise Risk Management*; *Regulatory Compliance*, *Corporate Social Responsibility* e *Debt & Grant Advisory*.

e realizzato da

Carlo Arlotta, docente di “*Compliance* e Gestione dei rischi” presso l’Università dell’Insubria di Varese, Presidente della Commissione Finanza e Controllo di Gestione dell’Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano e Direttore della Scuola di Finanza della Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano.

Franco Bertolotti, Dottore Commercialista e revisore contabile specializzato in *corporate finance*, valutazioni d’azienda, operazioni straordinarie e *business due diligence*. È iscritto nell’elenco dei professionisti esperti in Mercati Finanziari presso Borsa Italiana e all’albo dei consulenti tecnici del giudice tenuto dal Tribunale di Milano in materia di valutazioni e operazioni straordinarie.

Claudio Calvani, abilitato alla professione di dottore commercialista, revisore dei conti, iscritto all’albo dei mediatori creditizi, esperienza pluriennale nella gestione e sviluppo di progetti di finanza agevolata/strutturata con principali istituzioni finanziarie e governative al servizio degli investimenti in ricerca e sviluppo e internazionalizzazione.

Elisabetta Coda Negozio, dottore commercialista e revisore legale. Analista del credito “*corporate e financial institutions*” presso primario istituto bancario. Relatrice e coordinatrice presso la SAF. Fondatrice e consigliere del *C.E.F.&M.*

Luigi Fici, professore ordinario di Economia Aziendale presso l’Università della Tuscia di Viterbo. È presidente della Fici & Associati composta da un gruppo di professionisti in grado di fornire supporto ai fondi di Private Equity durante tutte le fasi delle operazioni, dal momento dell’investimento

fino alla fase di exit. È autore di varie pubblicazioni nazionali e internazionali. Dottore Commercialista e Revisore Contabile. Membro di Consigli di Amministrazione e Collegi Sindacali di varie società di capitali.

Giovanni Liberatore, è professore ordinario di Valutazione d'azienda presso il Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa dell'Università di Firenze. Adjunct professor di Financial accounting per New York University e docente di Sistemi di controllo per Luiss Business School. Ha partecipato e coordinato svariati progetti di ricerca in tema di bilancio, controllo e valore d'azienda. Revisore legale e consulente tecnico del Tribunale Civile e Penale di Firenze. Amministratore indipendente e membro di collegi sindacali.

Livio Pasquetti, Dottore commercialista e revisore contabile, Socio fondatore dello Studio Paratore Pasquetti & Partners di Firenze, Presidente di Gotha Advisory S.p.A., docente di Valutazione all'Università di Firenze. Specializzato in capital market, corporate finance, valutazioni d'azienda, operazioni straordinarie e due diligence.

Carlo Pesaro ha maturato esperienze in Arthur Andersen e successivamente ricoperto incarichi direttivi come Cfo nei gruppi Credit Suisse, J. Rothschild, Royal Bank of Scotland. È partner di società di consulenza ed è specializzato in ristrutturazioni. È iscritto nell'albo dei dottori commercialisti, dei revisori legali, dei CTU del tribunale di Milano ed è pubblicista in temi di finanza aziendale.

Fabio Salvatici, consulente presso Gotha Advisory S.p.A., si occupa principalmente di finanza d'impresa, due diligence e analisi economico finanziarie.

Roberto Scialdone, Dottore Commercialista e Revisore Contabile, è partner dello Studio Naldi Scialdone ed è esperto in operazioni di M&A, ristrutturazioni societarie, contenzioso tributario e procedure concorsuali. È consulente di Banche, Intermediari Finanziari e di società di medie e grandi dimensioni. È iscritto nell'elenco dei professionisti esperti in processi di quotazione presso Borsa Italiana, è consulente tecnico presso il Tribunale Civile e Penale di Firenze e membro di Collegi Sindacali di varie società di capitali. È socio fondatore di Gotha Advisory S.p.A. e del C.E.F.&M.

Giorgio Venturini, revisore legale e dottore commercialista, è docente dell'istituto di Accounting dell'Università Bocconi di Milano nei corsi in ma-

teria di “Bilancio”, “Auditing” e “Risk assessment”. È membro di collegi sindacali, organismi di vigilanza e revisore legale di varie società di capitali.

Un ringraziamento particolare va rivolto anche a Consob, e in particolare alla dott.ssa Francesca Amato e all’avv. Mauro Bellofiore, e a Borsa Italiana nella persona della Dott.ssa Marta Testi, che hanno fornito contributi e testimonianze fondamentali per la redazione del presente testo.

Si ringraziano inoltre

il Dott. Paolo Altichieri, Deputy CFO di Banca Popolare di Vicenza
il Dott. Giovanni Bettinaglio, CFO di Global System International S.p.A.
la Dott.ssa Cristiana Brocchetti, Partner di Link Capital S.r.l.
l’Ing. Gabriele Casati, Partner di Antares Private Equity
l’Avv. Roberto Culicchi, Head of Equity Capital Markets per l’Italia dello Studio Hogan Lovells
la Dott.ssa Barbara Ellero, Investment Manager del Fondo Anthilia BIT
la Dott.ssa Alessandra Gritti, Tamburi Investment Partners S.p.A.
la Dott.ssa Anna Lambiase, Presidente IR Top e Amministratore GreenItaly 1
l’Ing. Carlo Mammola, Socio Fondatore e Managing Partner di Argan Capital
il Dott. Philippe Minard, Managing Partner di Emisys Capital SG.R.p.A.
il Dott. Luca Novati, Investment Manager del Fondo Anthilia BIT
la Dott.ssa Angela Oggioni di Electa Group e Amministratore IPO Challenger
l’Ing. Elio Radice, Presidente e CEO di Tech-Value S.p.A.
il Dott. Luciano Romagnoli, CFO di Estra S.p.A.
il Dott. Florian Schwienbacher, Managing Director di PensPlan Invest Sgr
il Dott. Simone Strocchi, General Partner di Electa Group e Presidente IPO Challenger
l’Avv. Stefano Valerio, socio dello Studio D’Urso, Gatti, Bianchi
la Dott.ssa Chiara Venezia di Antares Private Equity

per le testimonianze concesse.

Il testo fa riferimento alla normativa vigente al momento della messa in stampa e ai dati ufficiali pubblicati.

Indice

Prefazione , di <i>Barbara Lunghi</i>	pag.	13
1. Dal sistema bancocentrico agli strumenti finanziari alternativi	»	17
1.1. Introduzione	»	17
1.2. Gli effetti di Basilea III	»	20
1.3. Il Sistema bancocentrico italiano e il credit crunch	»	24
1.4. Indebitamento e struttura finanziaria delle imprese	»	32
1.5. Nuove misure per la competitività delle PMI	»	37
1.6. Conclusioni	»	40
2. Mini bond e cambiali finanziarie	»	43
2.1. Quadro delle novità normative e degli incentivi fiscali	»	43
2.1.1. Introduzione	»	43
2.1.2. Cambiali finanziarie	»	44
2.1.3. Obbligazioni o mini-bond	»	44
2.1.4. Obbligazioni subordinate e/o partecipative	»	45
2.1.5. Requisiti dell'emissione	»	46
2.1.6. Regime fiscale	»	48
2.1.7. Deducibilità degli interessi passivi per gli emittenti	»	48
2.1.8. Eliminazione della ritenuta d'acconto per i sottoscrittori	»	49
2.1.9. Deducibilità dei costi inerenti l'emissione	»	51
2.1.10. Clausole di subordinazione e partecipazione	»	51
2.1.11. Agevolazioni in tema di garanzie	»	52

2.1.12. Ulteriori agevolazioni volte a consentire la creazione di un mercato di riferimento per i minibond	pag.	55
2.2. Il quadro operativo: processo, attori, mercato, costi	»	57
2.2.1. Processo di emissione	»	57
2.2.2. Attori	»	60
2.2.3. Il mercato	»	65
2.2.4. I Costi di emissione	»	68
2.3. I fondi chiusi dedicati ai Minibond	»	70
2.4. Il mercato ExtraMOT PRO	»	88
2.5. I modelli di rating	»	98
2.5.1. Introduzione	»	98
2.5.2. La funzione del rating	»	101
2.5.3. I modelli di rating	»	105
2.5.4. Le Agenzie di Rating: il quadro normativo	»	112
2.5.5. I modelli di rating per le PMI italiane	»	114
3. ELITE e AIM Italia	»	125
3.1. Il progetto “ELITE”: crescita, cambiamento e leadership	»	125
3.1.1. Gli attori di riferimento del progetto	»	127
3.1.2. Le caratteristiche distintive delle società appartenenti ad ELITE	»	128
3.1.3. I settori di riferimento	»	129
3.1.4. L’analisi di un comparto ad alto contenuto di innovazione e di crescita: l’ICT	»	130
3.1.5. L’analisi quantitativa delle società ELITE appartenenti al progetto	»	132
3.1.6. ELITE e il processo di internazionalizzazione: uno sguardo al mercato inglese	»	133
3.2. Il mercato delle quotazioni delle PMI: l’AIM Italia di Borsa Italiana nel 2014	»	134
3.2.1. Gli elementi caratteristici delle società “innovative” quotate all’AIM Italia nel 2014	»	135
3.2.2. La testimonianza di Tech Value S.p.A.: il passaggio dall’ELITE all’AIM	»	137
3.2.3. Il punto di vista dell’investitore: attrattività e criticità delle PMI appartenenti ai settori innovativi	»	138
3.2.4. Scenari e prospettive future	»	140
3.3. Più Borsa	»	141

3.3.1. Evoluzione Progetto PiùBorsa	pag.	141
3.3.2. Proposte PiùBorsa	»	145
3.3.3. “Limiti” alla quotazione	»	147
3.3.4. Attività Mdl	»	148
3.3.5. Fondo dei Fondi	»	151
3.3.6. Fondi dedicati alle PMI	»	152
4. L’evoluzione del Private Equity	»	153
4.1. Dai MiniBond al capitale ibrido	»	153
4.2. Dal Private Equity al Portafoglio di IPO	»	158
4.2.1. L’andamento del settore del Private Equity	»	158
4.2.2. Gli investimenti nelle PMI e l’esistenza di un mercato potenziale	»	160
4.2.3. Il Fund raising e l’evoluzione dei veicoli di investimento	»	160
5. Le Special Purpose Acquisition Company (SPAC)	»	163
5.1. Definizione	»	163
5.2. I soggetti della SPAC	»	163
5.2.1. I promotori	»	164
5.2.2. Gli investitori	»	164
5.2.3. La società target	»	165
5.3. La costituzione di una SPAC	»	165
5.4. Il periodo ante business combination e l’IPO	»	166
5.5. Il bilancio	»	167
5.6. La società target e la business combination	»	169
5.7. L’assemblea e il diritto di recesso	»	170
5.8. Il periodo post business combination	»	172
5.9. I punti di forza delle SPAC	»	172
5.9.1. Il fronte degli investitori	»	173
5.9.2. Il fronte dell’imprenditore	»	174
5.9.3. Il fronte dei promotori	»	175
5.10. Le principali criticità	»	176
5.11. Le SPAC in Italia	»	177
5.12. Le SPAC in Italia attraverso le esperienze dei protagonisti	»	178
5.12.1. L’esperienza dell’ing. Carlo Mammola: Italy Investment 1 la prima SPAC in Italia	»	179
5.12.2. L’esperienza del dott. Simone Strocchi: Made in Italy 1, la prima SPAC in Italia di diritto italiano	»	182

5.12.3. Studio d'Urso, Gatti, Bianchi: l'evoluzione normativa delle SPAC	pag.	187
5.12.4. L'esperienza della dott.ssa Lambiase: GreenItaly 1, la prima SPAC specializzata nelle imprese della Green Economy	»	190
5.12.5. L'esperienza dello Studio Legale Hogan Lovells in supporto di Vedogreen nell'operazione GreenItaly 1	»	203
5.13. L'evoluzione delle SPAC e il progetto IPO Challenger (IPOC)	»	207
6. Finanza agevolata a supporto dell'internazionalizzazione e della R&S	»	211
6.1. Premessa	»	211
6.2. Internazionalizzazione	»	211
6.2.1. Strumenti regionali	»	212
6.2.2. Strumenti nazionali	»	213
6.2.3. Strumenti sovranazionali	»	216
6.3. Ricerca & Sviluppo	»	218
6.3.1. Strumenti regionali	»	218
6.3.2. Strumenti nazionali	»	220
6.3.3. Strumenti comunitari	»	223
6.3.4. Strumenti sovranazionali	»	226
6.4. Conclusioni	»	228
7. La debt capacity nell'ambito delle decisioni di finanza	»	231
7.1. L'analisi finanziaria in termini di debt capacity	»	234
7.2. L'importanza del working capital	»	236
7.3. La struttura finanziaria ottimale e la centrale dei rischi	»	238
7.4. La funzione finanza nelle PMI	»	240
Allegato 1 – I Soci del Club dei Commercialisti Esperti in Finanza & Mercati (CEF&M)	»	243
Allegato 2 – I Soci di Gotha Advisory S.p.A.	»	245
Bibliografia	»	247
Sitografia	»	249

Prefazione

Le Piccole e Medie Imprese, che rappresentano da sempre la struttura portante del sistema economico italiano, per tradizione sono sotto capitalizzate e dipendenti dal finanziamento bancario, prevalentemente a breve, anche per finanziare gli impieghi a medio/lungo termine. Questa anomalia si è manifestata in tutta la sua portata nei momenti di maggiore tensione di liquidità, portando alla luce la fragilità finanziaria di molte nostre imprese e minandone la capacità di innovare, competere e crescere ai ritmi richiesti da un'economia sempre più globale e selettiva.

Tuttavia, anche a fronte della prolungata stretta del credito e grazie ad alcune recenti evoluzioni normative e regolamentari, un numero crescente di Piccole e Medie Imprese si è avvicinato ai mercati dei capitali, alla ricerca di strumenti di finanza alternativi al credito tradizionale, adatti ad alimentare crescita, competitività e adozione di strategie aziendali che guardino ad un orizzonte di medio periodo.

Le PMI hanno oggi a disposizione una serie di strumenti per accedere ad *equity*, a debito a medio/lungo termine o a forme ibride; strumenti in continua evoluzione sia dal punto di vista tecnico giuridico, che di *practice* di mercato e che vanno di volta in volta contestualizzati, sia per tener conto dei mutevoli scenari di mercato che influenzano la disponibilità di risorse finanziarie per le PMI, sia per valutarne la coerenza con le esigenze della singola impresa.

Questa pubblicazione, giunta ormai alla sua terza edizione, ha il pregio di proporre un aggiornamento sull'evoluzione delle opportunità a disposizione delle PMI, analizzando con sguardo critico le diverse opzioni offerte dal mercato e le modalità di effettivo utilizzo da parte delle imprese.

Emissione di mini-bond e cambiali finanziarie, accesso a fondi di private equity e SPAC (Special Purpose Acquisition Company), quotazione sul

mercato AIM Italia, ma anche accesso a finanza agevolata formano un continuum coerente con l'approssimarsi progressivo delle PMI italiane al mercato dei capitali.

In questo contesto, anticipo qualche riflessione sul programma ELITE, che verrà descritto più diffusamente nel libro. ELITE nasce dalla collaborazione tra Borsa Italiana, alcune istituzioni e i principali operatori della comunità finanziaria, proprio con l'obiettivo di avvicinare con gradualità le PMI al mercato dei capitali, accompagnandole nel percorso di cambiamento culturale e operativo, necessario per poter dialogare con la comunità finanziaria domestica e internazionale e accedere a risorse finanziarie per loro natura selettive.

Il confronto con imprese che condividono analoghe ambizioni e curiosità, la tutorship da parte di aziende quotate, o che hanno emesso un bond o avuto accesso a un private equity, l'accesso privilegiato ad investitori ed operatori, la visibilità presso la comunità finanziaria, sono solo alcuni degli ingredienti che stanno contribuendo al successo di ELITE e che fungono da stimolo al cambiamento, alla trasparenza, all'adozione di *best practice* manageriali e di *governance* e, in ultima analisi, rendono possibile l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI.

A fronte di PMI più consapevoli e preparate all'accesso al mercato dei capitali, si auspica una maggiore presenza di investitori specializzati nell'investimento in PMI.

L'investimento in PMI è infatti per sua natura caratterizzato da ridotta liquidità, a causa della dimensione della quota investibile; orizzonte temporale di medio/lungo periodo, in quanto coerente con le prospettive di sviluppo di una PMI; attenzione ai fondamentali dell'azienda, rispetto alle dinamiche più generali del mercato e prossimità geografica all'oggetto di investimento. L'adozione di politiche industriali e fiscali mirate hanno consentito la nascita di un eco-sistema dedicato alle PMI in alcuni Paesi europei; mentre tali caratteristiche sono solo parzialmente presenti nella comunità di investitori domestica.

Alcuni temi trattati anche da precedenti edizioni di questa pubblicazione, quali la possibilità di introdurre incentivi fiscali per convogliare risorse finanziarie derivanti dal risparmio generato a livello domestico sulle PMI o la possibilità di un intervento pubblico per supportare la costituzione di un Fondo di Fondi specializzati in PMI, che promuova la nascita di investitori specializzati, rimangono temi tanto attuali quanto irrisolti e imprescindibili per il consolidamento dei mercati dei capitali dedicati alle PMI.

Concludo augurandovi una buona lettura e dandovi appuntamento alla prossima edizione, nella convinzione che un'azione divulgativa lucida e

promossa su via continuativa possa contribuire all'educazione della comunità di operatori in grado di accompagnare le aziende nell'utilizzo consapevole di strumenti di finanza innovativa e contribuire al progressivo ampliamento del mercato dei capitali domestico.

Barbara Lunghi
Head of Mid&Small Caps – Primary Markets,
Borsa Italiana – LSEG

1. Dal sistema bancocentrico agli strumenti finanziari alternativi

1.1. Introduzione

Come è noto, le piccole e medie imprese italiane (PMI) rappresentano l'ossatura del sistema economico e produttivo del nostro Paese. I dati 2013, diffusi dalla Commissione Europea, ci dicono che in Italia su oltre 4 milioni di imprese attive il 99,9% è costituito da micro, piccole e medie imprese e solo lo 0,1% residuo è rappresentato da imprese di grandi dimensioni¹. L'importanza che rivestono le PMI italiane nell'ambito del nostro tessuto imprenditoriale trova ulteriore conferma nel confronto con lo scenario europeo: l'Italia registra il più elevato numero in Europa di società di piccola e media dimensione, il valore aggiunto ad esse riconducibile si posiziona, infatti, a livello europeo, al secondo posto. Basti pensare che, in Italia, nel settore dell'industria le PMI forniscono i due terzi circa del valore aggiunto dell'intero settore e quasi l'80% del totale degli occupati. Il nostro Paese è leader mondiale in 240 nicchie di mercato; eccelle nella produzione e nell'offerta al mercato globale di circa il 30% dei complessivi 5.517 prodotti commercializzati a livello mondiale, così come classificati dall'Onu².

Nonostante l'eccellenza imprenditoriale del nostro Paese, vi sono degli aspetti caratteristici della struttura finanziaria delle PMI che minano le potenzialità di crescita e la produttività delle stesse e, più in generale, quella dell'intero sistema economico italiano; il ridotto livello di capitalizzazione, la forte dipendenza dal canale bancario e la rilevante incidenza dell'indebitamento a breve termine sono infatti taluni degli elementi di debolezza caratteristici delle nostre PMI. Per la copertura del proprio fabbisogno fi-

¹ Commissione Europea "2013 Small Business Act Fact Sheet, Italy".

² "La Borsa serve" intervista a Raffaele Jerusalem, *L'imprenditore*, maggio 2012.

nanziario, le PMI italiane ricorrono da sempre in misura preponderante al capitale di debito. La struttura finanziaria che le stesse presentano è oggi piuttosto semplice nella sua composizione, contemplando per lo più la presenza del debito bancario e quella del capitale apportato dai soci.

A conferma della stretta dipendenza del nostro sistema economico dal canale bancario, i dati recentemente diffusi dalla Banca d'Italia³ evidenziano che a fine 2013 i prestiti delle banche coprivano il 40% delle passività finanziarie complessive di famiglie e imprese (debiti finanziari più patrimonio), contro il 15% negli Stati Uniti, il 23% in Francia e il 30% nel Regno Unito. Nel medesimo anno, gli investimenti in capitale di rischio da parte dei fondi di Private Equity e Venture Capital, risultavano pari al 2% del PIL, la metà che in Francia, un quinto rispetto al Regno Unito. Ciò è determinato dal fatto che la quasi totalità delle nostre imprese, a causa sia di fattori di natura culturale sia di problemi legati alla presenza di asimmetrie informative, vede nel sistema bancario l'unico possibile interlocutore per il finanziamento delle esigenze di investimento e delle necessità derivanti dalla gestione del circolante.

Le imprese italiane sembrano dipendere quindi eccessivamente dalla leva bancaria; infatti, nonostante i ripetuti interventi degli ultimi anni della BCE e quelli anche recentemente annunciati, la scarsità di credito anche nell'Eurozona continua a colpire fortemente le imprese e la nostra economia in generale. La recente crisi economico finanziaria ha determinato l'adozione da parte del sistema bancario di politiche di restrizione creditizia, in particolare nei confronti proprio delle famiglie e delle PMI, quest'ultime, come abbiamo detto, fortemente dipendenti dal canale bancario e quindi più vulnerabili e penalizzate dalle contrazioni nell'offerta di credito.

Nel tempo, le debolezze finanziarie delle PMI insieme alle tensioni creditizie hanno costituito un effettivo freno alla loro crescita e alla capacità di riuscire a finanziare non soltanto progetti di sviluppo a lungo termine ma altresì una parte dell'attività ordinaria mediante il normale ricorso al capitale circolante necessario alla sopravvivenza delle imprese.

Il protrarsi dell'attuale tensione finanziaria genera anche nel futuro effetti particolarmente rilevanti; una recente *ricerca*, condotta da Prometeia⁴ stima in circa 120 miliardi di euro l'insieme delle risorse necessarie alle

³ Si veda l'intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia dottor Salvatore Rossi nell'ambito della conferenza, tenuta a Sondrio, in data 12 settembre 2014, dal titolo "Una finanza per lo Sviluppo".

⁴ Si veda ricerca Prometeia commissionata da ARCA Sgr, dal titolo *Nuove forme di finanziamento per le imprese italiane*, presentata al Salone di Risparmio, in data 17 aprile 2013.

imprese italiane e che il sistema bancario difficilmente riuscirà a reperire nel solo triennio 2013-2015.

Questo *funding* gap dovrà quindi necessariamente essere coperto da altre fonti, se non si vorrà un ulteriore ridimensionamento del tessuto imprenditoriale del nostro Paese. Sempre più rilevanti sono i numeri di imprese fallite per cause riconducibili ad un accertato squilibrio finanziario⁵: nel secondo trimestre 2014, oltre 4.000 imprese hanno aperto una procedura fallimentare, il 14,3% in più rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente. Secondo i dati diffusi dall'Osservatorio Cerved su fallimenti, procedure e liquidazioni⁶, anche considerando l'intero semestre i *default* superano la soglia delle 8.000 imprese. L'incremento più significativo è tra le società di capitale: tra gennaio e giugno 2014 sono oltre 6.000 le procedure fallimentari avviate. Il fenomeno è più contenuto tra le società di persone (+5,9%) e tra società caratterizzate da altre forme giuridiche (+1,8%).

In tale contesto, dunque, il ricorso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario diviene indispensabile. Le fonti e gli strumenti più accreditati e che hanno visto anche di recente l'intervento del Governo a sostegno della loro diffusione sono:

- interventi nel capitale di rischio delle imprese mediante la quotazione in Borsa, l'ingresso nel capitale di investitori istituzionali quali Fondi di *Private Equity*, costituzione di *Special Purpose Acquisition Companies*, ed interventi sull'*equity* nelle diverse fasi del ciclo di vita delle imprese coadiuvati mediante specifici interventi supportati anche da garanzie (*equity crowdfunding* e *venture capital* e confidi per le realtà più piccole e all'inizio del ciclo della loro vita);
- intervento nel capitale di debito non bancario, attraverso l'emissione di bond, cambiali finanziarie, strumenti ibridi di debito/capitale, strumenti innovativi messi a disposizione da compagnie di assicurazione e fondi specializzati.

Sembrano, infatti, esserci finalmente i presupposti per lo sviluppo di un sistema finanziario più articolato, in cui il ruolo del mercato dei capitali e degli investitori istituzionali e di nuovi player (pensiamo solo al ruolo delle compagnie di assicurazione dei fondi specializzati che certamente potranno offrire nuove prospettive al mercato dei finanziamenti delle PMI), possano

⁵ Si veda Osservatorio Cerved su fallimenti, procedure e chiusure di imprese, Cerved Group, febbraio 2013 e Osservatorio sulla competitività delle PMI, SME Knowledge Center, Università Bocconi, 10 luglio 2014

⁶ Si veda *Osservatorio Cerved su fallimenti, procedure e liquidazioni*, Cerved Group, maggio 2014