

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 Italia¹. 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*². 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-

¹ 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.

² 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”.

