



Economia Aziendale Online

# Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences  
International Quarterly Review

## Finanza e sostenibilità per le PMI

Rossella Locatelli, Cristiana Schena

Pavia, December 31, 2023  
Volume 14 - N. 4/2023

DOI: 10.13132/2038-5498/14.4.1425-1434

[www.ea2000.it](http://www.ea2000.it)

[www.economiaaziendale.it](http://www.economiaaziendale.it)



PaviaUniversityPress

# Finanza e sostenibilità per le PMI

---

Rossella Locatelli

Professore Ordinario  
Dipartimento di Economia,  
Università dell'Insubria.  
Varese, Italy

Cristiana Schena

Professore Ordinario  
Dipartimento di Economia,  
Università dell'Insubria.  
Varese, Italy

**Corresponding Author:**

---

Rossella Locatelli

*Rossella.Locatelli@uninsubria.it*

**Cite as:**

---

Locatelli, R., & Schena, C. (2023).  
Finanza e sostenibilità per le  
PMI. *Economia Aziendale Online*,  
14(4), 1425-1434.

**Section:** *Refereed Paper*

---

SPECIAL ISSUE

**ABSTRACT**

Le PMI italiane ed europee si caratterizzano per una strutturale dipendenza dal credito bancario e una generalmente limitata attenzione alle tematiche di gestione finanziaria. La produzione normativa recente e le innovazioni nel mercato finanziario introducono elementi di novità che, da un lato, dischiudono opportunità e, dall'altro, possono condizionare significativamente la disponibilità di credito e il suo costo. Le imprese che avranno meglio sviluppato percorsi evolutivi nella direzione della sostenibilità, in particolare sul fronte del contrasto al cambiamento climatico e che avranno migliorato la propria conoscenza delle tematiche finanziarie avranno in un futuro non lontano migliori condizioni di accesso al credito bancario e maggiori alternative di accesso ai mercati finanziari per il reperimento delle risorse.

Italian and European SMEs are characterized by a structural dependence on bank credit and a generally limited focus on financial management issues. Recent regulatory initiatives and innovations in the financial markets generate opportunities but also effects on credit availability and its costs for SME. Companies that have best developed evolutionary paths in the direction of sustainability, and in particular taken actions to reduce their impact on climate change and have improved their competencies in financial management will obtain better credit conditions and will experience a wider range of opportunities regarding their access to financial markets for funding.

---

**Keywords:** Finanza, Credito, Fintech, Quotazione, Sostenibilità, Transizione Climatica, PMI

---

## 1 – Introduzione

In questa ricerca – che riprende quello di Rossella Locatelli al 1° Economia Aziendale On Line Workshop, 13 settembre 2023 – proponiamo una riflessione sulle direzioni di cambiamento che si impongono per la gestione finanziaria delle PMI e sulle opportunità che si dischiudono alla luce della trasformazione in corso nei mercati e negli intermediari finanziari, in considerazione della tensione verso la sostenibilità e il contrasto al cambiamento climatico indotta dall'evoluzione del contesto economico-sociale e regolamentare (Locatelli & Schena, 2022).

---

**Received:** November 2023

**Published:** 31/12/2023

Due elementi sono noti e ampiamente trattati in letteratura. Le PMI (meno di 250 dipendenti) costituiscono numericamente la parte prevalente delle imprese europee (97%) e italiane (99%), con una forte presenza delle microimprese (meno 10 dipendenti), pari al 92% in Europa e 95% in Italia. A livello europeo esse generano il 53% del valore aggiunto e il 65% dell'occupazione delle imprese non finanziarie (dati della Commissione Europea citati in Angelini 2023a).

Pertanto, benché singolarmente poco rilevanti, nel loro insieme le PMI e le problematiche che esse esprimono meritano grande interesse e attenzione da parte del legislatore e degli interventi di politica economica ed industriale. Tanto a livello nazionale quanto a livello europeo le PMI sono storicamente destinatarie di regole speciali e di interventi di natura agevolativa, in particolare dal punto di vista finanziario.

Quanto alla struttura finanziaria le PMI si caratterizzano per una forte dipendenza dal credito bancario, che si accompagna a una leva finanziaria non sempre equilibrata e spostata sul debito. Negli ultimi anni tale aspetto, tuttavia, ha segnato un miglioramento strutturale, con un rallentamento nel periodo Covid e che, anche alla luce dell'attuale fase congiunturale, non può dirsi del tutto consolidato (Cerved, 2023b).

Altro elemento che qualifica strutturalmente le PMI è la limitata attenzione alla gestione finanziaria derivante dalla scarsa cultura dei rischi, che si associa spesso alla naturale relazione di fiducia con la banca di riferimento (modello del *relationship banking*). Ciò rende le PMI particolarmente vulnerabili a fenomeni di razionamento del credito e contribuisce a determinare, a parità di altre condizioni, un costo del credito più elevato rispetto quello sostenuto dalle imprese di più grandi dimensioni. Tema anche quest'ultimo strutturale, che nell'ultimo anno si è acuito in conseguenza dell'aumento dei tassi di interesse indotto dalle pressioni inflazionistiche e che, nella prospettiva del rallentamento economico atteso, si associa a segnali di peggioramento della qualità del credito e di inasprimento dell'offerta di credito (Cerved, 2023b).

Il quadro sin qui tratteggiato è condizionato da due importanti *driver* di cambiamento.

Il primo *driver* è la spinta verso la sostenibilità, che deriva dalle preferenze dei consumatori e degli investitori e, soprattutto, dall'imponente insieme di interventi legislativi e regolamentari a livello europeo nel quadro del *Green Deal*. Si richiama, tra gli altri, il programma *Fit for 55* della Commissione Europea, che persegue l'obiettivo di riduzione delle emissioni. Tale programma, che ha contenuti vincolanti, prevede la riduzione a livello europeo del 55% delle emissioni di GHG entro il 2030 e il raggiungimento della neutralità climatica (Net Zero) entro il 2050.

In questo scenario le imprese, comprese le PMI, si confrontano con l'esigenza di migliorare il livello di sostenibilità delle proprie attività produttive, anche per poter accedere ai sostegni pubblici, come ad esempio le progettualità del PNRR e a forme di contribuzione attraverso fondi europei.

Sebbene molti provvedimenti siano rivolti a imprese medio-grandi, gli impatti sulle PMI non sono assolutamente da trascurare (Angelini, 2022b). Infatti, il complesso quadro regolamentare che si va componendo sta generando e genererà, in modo sempre più intenso, in primo luogo uno stimolo diretto per le imprese, tema che qui non tratteremo. Si pensi ad esempio all'impatto atteso della nuova direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) n. 2462/2023 che aggiorna la NFRD (Non Financial Reporting Directive) ed entrerà in vigore progressivamente a partire dal 2024 estendendo anche alle PMI quotate nel 2026 l'obbligo di redigere e pubblicare il Rapporto di Sostenibilità. Si stima che il numero di imprese che

saranno interessate da tale obbligo aumenterà da circa 11.600 a circa 49.000 (cfr. tra gli altri *Rendicontazione non finanziaria. Migliaia di imprese potrebbero sfuggire alla rendicontazione*, in “Valori. Notizie di Finanza etica ed economia sostenibile” (<https://valori.it/rendicontazione-non-finanziaria-pmi-union-europea>).

Esso genererà, però, anche una serie di condizionamenti indiretti sulle imprese (comprese le PMI), attraverso la leva del credito bancario. Ciò deriva dal fatto che la regolamentazione europea attribuisce in particolare alle banche una importante funzione di trasmissione all'economia reale degli obiettivi di decarbonizzazione a livello europeo, così come definiti in linea con il *Green Deal* e riprendendo i temi e gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Pertanto, le PMI potranno essere condizionate sia dall'applicazione di criteri di selezione del credito sempre più attenti e premianti nei confronti delle aziende “sostenibili”, sia dall'appartenenza a filiere produttive coordinate da imprese di medio-grandi dimensioni obbligate a dimostrare la loro sostenibilità ai consumatori ed agli investitori/finanziatori.

Il *secondo driver* di cambiamento è il processo di digitalizzazione del mercato finanziario e degli operatori finanziari, incluse le banche. Esso ha generato innovazioni negli operatori finanziari, negli strumenti e nei mercati stessi che dischiudono nuove opportunità per la gestione finanziaria delle PMI. La normativa europea mira a disciplinare senza bloccare lo sviluppo di nuovi operatori e di nuove soluzioni, utilizzando strumenti innovativi (*Sandbox, Pilot Regime*). Ciò al fine di accompagnare il processo evolutivo, anche incentivandolo per alcuni aspetti, mantenendo chiaro l'obiettivo di assicurare la stabilità dei mercati e degli intermediari. Lo sviluppo di mercati e di strumenti digitali in un certo senso contribuisce ad eliminare le barriere dimensionali e dunque rende accessibili anche per le PMI soluzioni innovative ed efficienti per la raccolta di capitale di debito e azionario attraverso soluzioni di mercato. Non va infine taciuto che il contesto nel quale si inseriscono gli elementi di cambiamento prima ricordati e in cui le relazioni tra PMI e banche e mercati finanziari si sviluppano è quello noto come “policrisi”, concetto noto solo in parte alle PMI, ma che è alla base di un cambiamento in un certo senso epocale. Secondo l'indagine condotta nel 2023 dal Forum per la Finanza Sostenibile insieme a Doxa il 52% delle PMI non conosce il contesto di Policrisi (si veda Forum per la Finanza Sostenibile, 2023).

Policrisi significa, infatti, una successione di crisi (Covid, conflitto Ucraino, conflitto Israele/Palestina, il più generale contesto geopolitico, crisi climatica ed eventi catastrofali sempre più frequenti e violenti), che non sono di natura finanziaria, ma che generano impatti significativi sugli equilibri economici e finanziari e che, introducendo elementi di incertezza, rendono necessaria una flessibilità di approccio per cogliere le opportunità di mercato ma anche solo per riuscire ad assecondare i cambiamenti in atto.

In questo contesto, nuovo ma - secondo molti - destinato a diventare la nuova normalità, assume importanza la capacità delle imprese – anche delle PMI – di adeguarsi al cambiamento e di essere innovative, anche sviluppando maggiori competenze in tema di gestione finanziaria.

## **2 – Credito bancario e sostenibilità delle PMI**

Come richiamato, il profilo di sostenibilità delle imprese è destinato a condizionare in vari modi l'offerta di credito bancario, dato che i temi della sostenibilità e del cambiamento climatico sono oggetto delle recenti disposizioni di vigilanza che condizionano le banche e le loro modalità di valutazione del profilo di rischio e del merito di credito dei soggetti finanziati. In particolare, le linee guida EBA su “*Loan Origination and Monitoring*”, entrate in vigore dal 30 giugno 2021,

impongono alle banche di tenere conto del profilo ESG della controparte nell'ambito delle attività di concessione del credito; ciò comporta, tra l'altro, l'attribuzione di un rating ESG o l'integrazione dei rating ESG nei rating interni.

Le banche stanno lavorando su questo aspetto con diverse soluzioni e in modalità e con tempi differenziati. Quelle che sono autorizzate ad utilizzare modelli interni per la misurazione del rischio di credito stanno lavorando sulla modifica dei modelli di *rating* interni, che comporta l'integrazione del profilo ESG delle controparti per la misurazione della PD (probabilità di *default*). Invece, le banche che utilizzano modelli standardizzati o parzialmente standardizzati tengono conto del profilo ESG delle controparti attraverso l'acquisizione di *rating* specifici elaborati da società esterne specializzate.

Trascurando le problematiche tecniche che riguardano le scelte delle banche, ciò che rileva per le imprese è la possibilità di ottenere una corretta valutazione del proprio profilo ESG. Si pongono da questo punto di vista molteplici problemi rilevanti, che possono presentare criticità con riferimento alle PMI.

Il primo e principale è quello della disponibilità di dati e informazioni, che consentano di apprezzare al meglio il profilo ESG delle imprese prenditrici di credito bancario e, più in generale, prenditrici di fondi a titolo di debito o di capitale. Su questo tema si sta lavorando a diversi livelli per concordare *standard* di rendicontazione anche per le PMI. In particolare, l'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) ha rilasciato per la consultazione 13 *standard* contabili per la rendicontazione del profilo ESG delle imprese e sta lavorando anche su *standard* specifici riferiti alle PMI. Al momento, però, la maggior parte delle banche fa affidamento su questionari somministrati alle imprese clienti. Nell'attuale fase, dunque, la disomogeneità dei questionari proposti dalle singole banche pone problemi di rilevazione per le imprese che intrattengono rapporti di credito con più di una banca. Più in generale, il problema di fondo è dato dalla effettiva disponibilità di dati adeguati e affidabili da parte delle imprese, specie PMI, che si riverbera non solo sulle valutazioni ai fini della concessione del credito, ma anche sui giudizi di *rating* ESG rilasciati da società specializzate (*rating provider*), che tra l'altro utilizzano modalità differenziate nella selezione dei fattori e degli indicatori che definiscono ciascuna delle tre componenti del profilo E-S-G (Angelini, 2023a). Il tema è particolarmente complesso e riguarda la generalità delle imprese, come evidenziato dai diversi studi che mettono in luce la disomogeneità e la scarsa correlazione tra i rating ESG generati da diversi *provider* (si vedano, tra gli altri, Linciano *et al.*, 2021; Berg, Kolbel & Rigobon, 2022; Anselmi & Petrella 2022; Assolombarda, 2023). Resta il fatto che, pur in un quadro regolamentare in via di definizione e nella incompiutezza del processo di adeguamento delle banche alla valutazione del profilo ESG, la capacità delle PMI di raccogliere dati sul proprio profilo ESG costituisce un elemento cruciale, perché ne condiziona la capacità di ottenere risorse finanziarie per volumi più ampi o a condizioni di favore rispetto alle PMI prive di un profilo ESG adeguato.

Va richiamato anche che il quadro regolamentare riferito alle banche è ancora più articolato e stringente con riferimento al tema del cambiamento climatico. A partire dal 2020 la BCE per le banche *significant* – ovvero le banche di maggiore dimensione, sottoposte alla vigilanza diretta della BCE nell'ambito del SSM, *Single Supervisory Mechanism*) – e, più recentemente, Banca d'Italia per le banche *less significant*, hanno avviato un processo di sensibilizzazione al tema degli impatti del cambiamento climatico per le banche. Lo ha fatto lungo due direttrici: la prima è l'inserimento nell'ICAAP (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*) – un processo annuale

di autovalutazione del livello di adeguatezza patrimoniale delle banche, su cui si innesta l'attività di vigilanza finalizzata a definire i requisiti di capitale delle banche (*Supervisory Review Evaluation Process - SREP*) – anche di scenari legati agli impatti relativi al rischio climatico e ambientale e la richiesta di valutazione degli impatti di rischio climatico sui principali rischi assunti dalle banche. Questa evoluzione dell'approccio di vigilanza ha preso avvio nel 2021 in modo "soft", ma sta evolvendo in interventi regolamentari vincolanti (Angelini, 2022b; Signorini, 2023).

Si tratta di un tema complesso e molto tecnico, ma quello che qui rileva è che alle banche è richiesto, tra l'altro, di valutare nella misurazione del rischio di credito anche l'impatto del rischio fisico e del rischio di transizione delle controparti; semplificando, i rischi connessi al cambiamento climatico generano rischi che le banche devono considerare non come rischio aggiuntivo a sé stante, ma come fattore condizionante i rischi bancari, tra cui, in primo luogo come detto, il rischio di credito. Alle banche è, dunque, richiesto di valutare l'impatto del rischio fisico e del rischio di transizione sulla PD del proprio portafoglio e quindi sulla PD delle proprie controparti. Il rischio fisico, ad esempio, può influenzare il valore delle garanzie o anche la continuità operativa di un'impresa, fino a portarla al *default* (si pensi all'impatto di un'inondazione sull'unico stabilimento produttivo di un'impresa) e quindi impattare in modo anche significativo sulla PD e/o sulla LGD. Ricordiamo che PD (probabilità di *default*), LGD (*Loss Given Default*, Perdita al momento del *default*) ed EAD (*Exposure at default*, ovvero l'esposizione al momento del *default*) sono componenti della perdita attesa a fronte del rischio di credito. La valutazione della LGD tiene conto del valore delle garanzie. Evidentemente, nell'esempio in esame, se il capannone in cui è collocato l'impianto fosse anche posto a garanzia del debito e risultasse gravemente danneggiato dall'evento atmosferico, il suo valore si ridurrebbe e si ridurrebbe il valore della garanzia, con impatto sulla LGD. Tale effetto si assocerebbe all'aumento della probabilità di *default* provocato dalla probabile interruzione dell'attività produttiva, con aumento della perdita attesa da parte della banca per l'operare di più fattori di rischio.

Il rischio/processo di transizione è riferito al livello di sostenibilità ambientale di una determinata impresa appartenente a un determinato settore e agli investimenti e alle attività messe in campo per migliorarne il profilo. Il regolamento Tassonomia (Reg. EU 2020/852) definisce le attività e settori considerabili sostenibili dal punto di vista ambientale alla luce degli obiettivi europei sul percorso verso la sostenibilità climatica e ambientale. Per una sintetica illustrazione cfr. Forum per la Finanza Sostenibile (2021). Se l'impresa, operante ad esempio in un settore considerato "*brown*" (ovvero non "*green*"), non mette in campo un adeguato processo di transizione, il suo rischio di credito andrà peggiorando. Soprattutto con riferimento al processo di transizione, alle banche spetta il compito di esaminare il profilo di sostenibilità ambientale delle imprese, di valutarne gli eventuali piani di transizione e conseguentemente di determinarne l'impatto sul rischio di credito. In questo senso la regolamentazione finisce per attribuire alle banche, attraverso l'offerta di credito, un importante ruolo di trasmissione degli impulsi di politica economico-ambientale europea. Si ricorda che le banche, secondo quanto suggerito dalla regolamentazione, devono anche valutare prospetticamente questi rischi basandosi sui tre (ormai comuni) scenari riferiti al processo di transizione (*ordered/smooth, disordered, hot house/no action*) - utilizzati da BCE nel Climate Stress Test effettuato nel 2022 (BCE (2022a) -), che pongono una sfida metodologica importante per la loro integrazione negli scenari economico-finanziari normalmente utilizzati dalle banche.

Dalle analisi pubblicate dalla BCE (BCE, 2022b) emerge che, nonostante il progressivo miglioramento, il processo di adeguamento da parte delle banche alle regole sin qui richiamate è ancora in corso e ancor oggi mostra una differenziazione abbastanza marcata all'interno sia del panorama europeo, sia di quello italiano. È, tuttavia, evidente che si tratta di un processo inevitabile e anche destinato ad accelerazioni significative. Man mano che tale processo si perfezionerà, sempre più il merito di credito delle imprese verrà misurato integrando i loro profili di rischio fisico e di rischio di transizione e dunque ciò influenzerà l'offerta di credito e le condizioni a cui il credito sarà accordato.

Anche al di là del fatto che sta emergendo la necessità o anche solo l'opportunità di lavorare sul proprio profilo di rischio ambientale e climatico, è da rilevare la generale convenienza per le imprese, incluse le PMI, di valutare e possibilmente migliorare tale profilo per poter beneficiare di un supporto finanziario specifico e di condizioni economiche più convenienti, soprattutto in considerazione della loro strutturale dipendenza dal credito bancario. Da questo punto di vista è da segnalare che alcune banche, tra le più mature sul tema, stanno sviluppando vere e proprie strategie di affiancamento delle imprese clienti, anche o forse soprattutto di piccola e media dimensione, ai fini della valutazione del livello di rischio fisico e nella adozione dei loro piani di transizione, anche con il finanziamento dei relativi investimenti. Cerved (2023a) ha stimato che gli investimenti necessari nel periodo 2023-2050 per la transizione sostenibile delle PMI italiane (campione Cerved) ammontano a 203 miliardi nello scenario di transizione ordinata, a 224,2 miliardi nello scenario di transizione disordinata, a 121,4 miliardi nello scenario di nessuna transizione (*hot house*). Gli scenari di riferimento sono gli stessi utilizzati dalla BCE per la prova di *stress* sulle banche.

Appare dunque opportuno che le imprese, comprese le PMI, lavorino sul proprio profilo ESG, si attivino per valutare il proprio rischio fisico, avviino un processo di transizione e si impegnino a produrre dati e informazioni credibili che le rendano leggibili, così da consentire alle banche finanziatrici di premiare, nella loro offerta di finanziamenti, le imprese che hanno un chiaro e basso profilo di rischio fisico e di transizione. Si tratta di un processo culturale non diverso da quello determinato dall'Accordo di Basilea 2, che ha portato a sviluppare metriche necessarie per il calcolo del *rating*, che è divenuto strumento di base per la misurazione del rischio di credito.

Riprendendo quanto richiamato con riferimento all'appartenenza delle PMI a filiere produttive e/o distributive, è possibile evidenziare un altro importante elemento che rende urgente l'impegno delle PMI sul tema della sostenibilità. Infatti, sulle PMI collocate nell'ambito di filiere ricade già oggi la necessità di produrre dati e informazioni relative all'impatto sul cambiamento climatico e di comunicarli all'impresa capo-filiera, qualora essa ricada tra quelle obbligate alla predisposizione del Rapporto di sostenibilità. Inoltre, in una prospettiva forse non troppo lontana, l'approvazione della proposta di Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*, oggi all'esame del cd. Trilogo e che si prevede di adottare nel 2024, costringerà le imprese a procedere con una valutazione, accurata ed estesa all'ambito della catena di fornitura, del livello di sostenibilità ambientale e sociale; in tal modo la valutazione e gli obblighi connessi si estenderanno anche alle PMI (Angelini, 2023b).

### 3 – PMI e mercati finanziari

L'accesso al mercato è da tempo considerato come una valida soluzione per aiutare le PMI a ridimensionare la dipendenza dal credito bancario, diversificando le fonti di finanziamento e

anche raggiungendo obiettivi di miglioramento della leva finanziaria attraverso processi di (ri)capitalizzazione (Arlotta & Schena, 2022).

Soprattutto a partire dal 2012, diversi interventi normativi hanno introdotto elementi per favorire il ricorso al mercato delle PMI. Citiamo, tra gli altri, le soluzioni dei *minibond* o dei *basket bond*, che si accompagnano anche a programmi e percorsi di agevolazione alla quotazione delle PMI. A tale proposito si può ricordare l'esperienza di Elite (avviata in Borsa Italiana nel 2012), che è il *private market* (piattaforma integrata di servizi finanziari) del gruppo Euronext per l'accompagnamento delle PMI alla quotazione. Il segmento *Euronext Growth Milan* di Borsa Italiana ha mostrato nel 2022 una crescita in termini di volumi di capitalizzazione ed una riduzione della dimensione media delle società ammesse alla quotazione. Ricordiamo che l'Euronext Growth Milan ha preso avvio 14 anni fa (con il nome di "AIM Italia") sul modello dell'*Alternative Investment Market* di Londra e rientra negli "*SME Growth Market*", ovvero mercati borsistici che consentono alle PMI di quotarsi con procedure più snelle e costi più bassi rispetto a quelli richiesti per il listino principale.

Al contempo vanno ricordate le trasformazioni del sistema finanziario indotte dalla digitalizzazione di operatori e strumenti finanziari, che oggi offrono alle PMI ulteriori opportunità di reperimento di risorse finanziarie. Lo sviluppo di imprese Fintech (operatori finanziari digitalizzati) ha preso avvio anche in Italia da circa dieci anni ed ha arricchito l'offerta di servizi finanziari anche per le imprese. Il fintech è un comparto molto articolato di operatori finanziari, nativi digitali, con *business model* semplici (considerabili "monoprodotto") e caratterizzati da snellezza operativa e minor costo dei servizi, rispetto a quelli applicati dagli intermediari tradizionali. Gli operatori fintech sono in grado di offrire servizi di gestione della tesoreria e forme di credito commerciale (*invoice trading*), veri e propri crediti (piattaforme di *lending*), supporto per la raccolta di capitali (piattaforme di *debt* e *equity crowdfunding*), oltre che servizi di gestione del risparmio (piattaforme di investimento, di consulenza e di *wealth management*) e servizi assicurativi (*insurtech*). Generalmente (ma non sempre) si tratta di operatori di piccole dimensioni, ma che certamente hanno introdotto elementi di concorrenzialità nel mercato. La pressione della digitalizzazione sul sistema finanziario ha anche indotto lo sviluppo di numerose *partnership* tra Fintech e operatori tradizionali per costruire soluzioni digitali indirizzate a soddisfare le esigenze della clientela, incluse le PMI.

Si aggiunga anche che sul mercato della finanza per le PMI si sono affacciati anche investitori istituzionali, che promuovono tipologie di fondi di investimento dedicati a imprese non quotate e fondi di credito, probabilmente spinti dallo sviluppo anche in Italia di ELTIF (*European Long Term Investment Fund*) e di 'PIR alternativi' (Piani Individuali di Risparmio alternativi).

Benché l'offerta sia ormai articolata, non vanno sottaciuti alcuni problemi che sono alla base della modestia dei volumi tuttora raggiunti, specie se confrontati con il volume di credito bancario offerto alle PMI (per un aggiornamento dei dati relativi al Fintech si veda Politecnico di Milano, 2023).

In alcuni casi gli operatori fintech hanno incontrato difficoltà a raggiungere condizioni di *break-even*, che hanno determinato l'uscita dal mercato o l'intervento di supporto da parte di operatori tradizionali.

Inoltre, talune incertezze e incompletezze del quadro normativo contribuiscono a rendere indefinito il contesto e a creare situazioni di sostanziale perdita di competitività dei mercati e degli operatori nazionali e, alla fine, a scoraggiare le PMI nazionali o indurle ad avvalersi di operatori e mercati esteri.



Un esempio è quello della regolamentazione delle piattaforme di *crowdfunding*. A giugno 2023 la Consob ha finalmente approvato il regolamento nazionale sui servizi di *crowdfunding*, che costituiva l'ultimo tassello necessario per la piena applicazione del Regolamento (UE) 2020/1503 sugli *European Crowdfunding Service Providers (ECSP)*; questo regolamento, considerato da taluni eccessivamente oneroso, ha finora consentito l'autorizzazione (da parte di Consob e Banca d'Italia) ad operare come piattaforme europee solo di poche realtà rispetto al più ampio numero di piattaforme precedentemente attive in Italia. Il Regolamento si applica alle piattaforme di *equity* e di *lending* (tranne quelle *P2P*). A novembre 2023 erano state autorizzate in Italia solo 11 piattaforme di *equity crowdfunding* (Politecnico di Milano, 2023). Le PMI più intraprendenti hanno finito per rivolgersi a piattaforme estere, con il risultato di una possibile emarginazione del mercato nazionale.

Altrettanto lunghi e complessi sono stati sia l'iter di definizione dei Regolamenti europei che consentono la 'tokenizzazione' degli asset finanziari (digitalizzazione degli strumenti di debito e di capitale), sia l'iter di adeguamento del nostro ordinamento a tali previsioni malgrado l'attenzione particolarmente alta riservata al tema dalla Consob sin dal 2019 (Lo Giudice, 2023), in considerazione dei vantaggi in termini di costi e di semplificazione dei processi di emissione di cui potrebbero giovare anche le imprese italiane di tutte le dimensioni. Ci si riferisce, in particolare al Regolamento UE 2022/858, che ha introdotto il *DLT Pilot Regime*, prevedendo che le infrastrutture DLT possano essere gestite da imprese di investimento, banche, gestori di mercati regolamentati e depositari centrali di titoli) e al Regolamento (UE) 2023/1114 (*MiCAR - Market in Crypto-Assets Regulation*), volto a far fronte alla frammentazione del quadro giuridico applicabile alle crypto-attività e, più precisamente, agli offerenti o alle persone che ne chiedono l'ammissione alla negoziazione e ai prestatori di servizi ad esse collegati.

Un passo importante in questa direzione è stato compiuto di recente con l'emanazione del D.L. 25/2023 (c.d. "Decreto Fintech", convertito con modificazioni dalla Legge n. 52 del 10 maggio 2023), che istituisce l'albo dei gestori di registri distribuiti; è, peraltro, necessario procedere per rendere effettivamente operativo il nuovo quadro regolamentare.

Va, inoltre, citato il D.D.L. Capitali (n. 674/23, approvato dal Senato il 24 ottobre 2023) è un disegno di legge che ha lo scopo di modernizzare e rendere più efficienti i mercati dei capitali italiani, proponendosi, oltre che di semplificare ulteriormente l'iter e i requisiti per la quotazione, anche di consentire la digitalizzazione delle quote delle srl (che implica la dematerializzazione di quote di PMI). La normativa di recepimento del *DLT Pilot Regime* consente di introdurre strumenti finanziari emessi anche da PMI sulla base della tecnologia DLT.

Nel complesso, dunque, le opportunità offerte alle PMI di innovare i canali, gli strumenti e le modalità di raccolta di fondi sul mercato risultano crescenti e si prospettano di particolare interesse.

Va, tuttavia, ricordato che i limiti alla diversificazione dei canali di reperimento delle risorse finanziarie non sono legati esclusivamente a problemi di "offerta" (già oggi significativamente più articolata che in passato), ma anche a problemi congiunturali e, anche e soprattutto, a problemi di "domanda".

L'attuale congiuntura dei mercati non offre una visione particolarmente positiva con riferimento al ricorso al mercato. Vanno in questa direzione i dati sul *delisting* delle società nel corso del 2023, a cui corrisponde peraltro una evoluzione positiva dei volumi gestiti da operatori di *private equity* (Castagneto, 2023).

Dal punto di vista della “domanda” è importante osservare che una parte significativa delle PMI italiane soffre di scarsa conoscenza delle nuove opportunità sin qui richiamate e, più in generale, di una scarsa cultura finanziaria e di gestione dei rischi che non le aiuta ad approcciare nella maniera più efficace le alternative disponibili. Inoltre, come già detto, il ricorso ad ogni tipo di finanziamento (bancario o di mercato) presuppone lo sviluppo dell’attitudine delle PMI a strutturare e comunicare in modo chiaro i risultati finanziari e le informazioni rilevanti nell’ottica ESG. Si fa notare che l’indagine OCSE 2021 sul livello di conoscenza finanziaria dei piccoli imprenditori evidenzia che meno di 40 piccoli imprenditori su 100 hanno una conoscenza finanziaria adeguata (Angelini 2023a); per un’ampia e recente rassegna si rimanda a Linciano (2022). Inoltre, come già detto, il ricorso ad ogni tipo di finanziamento (bancario o di mercato) presuppone lo sviluppo dell’attitudine delle PMI a strutturare e comunicare in modo chiaro i risultati finanziari e le informazioni rilevanti nell’ottica ESG.

#### **4 – Quali conclusioni trarre per le PMI italiane?**

Si è creato un ecosistema finanziario più ricco di opportunità e alternative, e un contesto regolamentare che apre nuove soluzioni offrendo anche l’opportunità di gestire meglio la relazione creditizia. Ancorché l’attuale contesto congiunturale e regolamentare delinea incertezze e problematiche, le PMI non devono dimenticare che ci sono rilevanti direzioni di cambiamento che non devono essere né rimandate, né tantomeno ignorate.

Lavorare sul profilo di sostenibilità ambientale e sociale, sia per riuscire a generare dati e informazioni, sia per progettare un percorso di transizione ambientale e di corretta gestione dei rischi fisici è necessario e urgente al fine di raccogliere le risorse finanziarie rivolgendosi alle banche o agli investitori e ai mercati finanziari.

La capacità di individuare controparti alternative e di sfruttare le opzioni aperte dalla digitalizzazione degli strumenti finanziari e dei mercati presuppone una conoscenza strutturata delle opzioni, del quadro normativo e dei rischi che si intende affrontare. Pertanto, un accrescimento della consapevolezza e delle competenze finanziarie è essenziale per consentire alle PMI un percorso di crescita e di successo. A tal fine è anche utile ricordare che gli imprenditori con maggiore conoscenza finanziaria sono in grado di negoziare meglio le condizioni del *funding*.(Angelini, 2023b).

#### **5 – Riferimenti bibliografici**

- Angelini, P. (2022a). *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d’insieme e una prima valutazione*. Intervento al Comitato Esecutivo dell’Associazione bancaria italiana, Roma, 19 gennaio.
- Angelini, P. (2022b). *I rischi finanziari posti dai cambiamenti climatici: carenze informative e piani di transizione*. Intervento presso l’Associazione nazionale per lo studio dei problemi del credito, Milano, 15 novembre.
- Angelini, P. (2023a). *Piccole imprese, scelte grandi. Percorsi di educazione finanziaria*. Indirizzo di saluto, 3 luglio.
- Angelini, P. (2023b). *Le PMI e la transizione climatica e ambientale*. Intervento al convegno “Finanza e disclosure ESG. Soluzioni di sistema per le imprese” organizzato da Confindustria, Roma, 26 settembre.

- Anselmi, G., & Petrella G. (2022). *Il Rating ESG. Dinamica temporale e spaziale, divergenze di opinioni tra provider ed effetti sui rendimenti azionari*. In Osservatorio Monetario, n.2/2022 (<https://www.assbb.it/osservatorio-monetario/>).
- Arlotta, C., & Schena, C. (2022). *Strumenti e percorsi di accesso al mercato per le PMI*. In Locatelli R.- Schena C. (a cura di) (2022).
- Assolombarda. (2023). *Il Rating. Priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*. [www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/documenti/rating-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese](http://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/documenti/rating-priorita-e-prospettive-per-la-crescita-e-lo-sviluppo-delle-imprese).
- BCE. (2022a). *2022 Climate Stress Test*, luglio.
- BCE. (2022b). *Thematic Review on Climate and Environmental Risks*.
- Berg, F., Kolbel, J. & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion. The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6).
- Castagneto, G. (2023). *Borsa Bye Bye. Il boom di crescita ora si fa fuori* In "Bee-Beez Magazine", n. 15
- Cerved. (2023a). *Le PMI italiane tra vecchi e nuovi divari e le sfide per la transizione* (maggio).
- Cerved. (2023b). *Rapporto Cerved PMI*, decima edizione.
- Forum per la Finanza Sostenibile. (2021). *Tassonomia UE e altre normative sulla finanza sostenibile: implicazioni e prospettive per gli operatori finanziari* ([https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2021/09/Tassonomia-europea\\_WEB.pdf](https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2021/09/Tassonomia-europea_WEB.pdf))
- Forum per la Finanza Sostenibile. (2023). *PMI Italiane, Policrisi e Finanza Sostenibile. Le opportunità per le imprese*
- Linciano, N. E., Cafiero, A., Ciavarella, G., Di Stefano, E., Levantini, G., Mollo, S., Nocella, R., Santamaria, M., Taverna (2021). *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*. Quaderno "Finanza Sostenibile" – CONSOB, n. 1/2021.
- Linciano, N. (2022). *Competenze finanziarie e esigenze di formazione delle PMI*. In Locatelli R.- Schena C. (a cura di) (2022).
- Locatelli, R., & Schena, C. (a cura di) (2022). *Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI*. Franco Angeli, Milano.
- Lo Giudice, S. G. (2023). *A.S. 605 "Conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, recante disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech"*, Audizione della Consob presso il Senato della Repubblica – Commissione Finanze e Tesoro, 4 aprile. [www.consob.it/documents/1912911/2129425/Audizione\\_Lo\\_Giudice\\_20230404.pdf/7aa7bcda-8e71-6c1c-e386-40b5e2528f4e](http://www.consob.it/documents/1912911/2129425/Audizione_Lo_Giudice_20230404.pdf/7aa7bcda-8e71-6c1c-e386-40b5e2528f4e)
- Politecnico di Milano. (2023). *La finanza alternativa per le PMI in Italia*. Osservatori Entrepreneurship, Finance and Innovation, 6° quaderno di ricerca
- Signorini, L. F. (2023). *La sfida della sostenibilità: transizione ecologica e finanza pubblica*. Intervento in occasione dell'inaugurazione del Corso di Alta Formazione dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 18 aprile.