

LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI

1. Un rinnovato interesse verso le PMI

1.1 Le caratteristiche del lavoro

2. Le PMI italiane

2.1 Descrizione ed evoluzione dei parametri finanziari che caratterizzano le PMI

3. L'analisi

3.1 Il campione: definizione e descrizione

3.2 Prospettiva storica e orizzonte temporale di riferimento

3.3 Gli indicatori

3.3.1 Fatturato, Margini e Marginalità

3.3.2 Investimenti

3.3.3 Rischi

3.3.4 Oneri e Debiti Finanziari, Debiti bancari e Obbligazionari

3.3.5 Dividendi

4. Le proposte operative

1.

UN RINNOVATO INTERESSE VERSO LE PMI

1.1 Le caratteristiche del lavoro

Questo lavoro di ricerca nasce con l'obiettivo di fornire un'analisi che attraverso lo studio di dati finanziari disponibili sulle piccole e medie realtà aziendali italiane possa raccontarne le caratteristiche e le peculiarità in termini economici, patrimoniali e finanziari. E' risultato evidente come nel recente scenario, caratterizzato in particolare nel biennio 2008-09 da una profonda crisi strutturale, le imprese italiane di dimensioni piccole e medie abbiano dovuto fronteggiare, forse più di altre, alcune criticità legate alla loro struttura finanziaria, non sempre adeguata e solida rispetto alle tante sfide cui fare fronte.

Questo studio, nato dall'idea di poter rappresentare un punto di intersezione tra il mondo accademico e quello delle imprese, forte di un'impostazione di carattere scientifico e di un approccio di natura fortemente empirica, cerca di andare in profondità su alcuni dei luoghi comuni più ricorrenti riguardanti lo stato di salute delle PMI italiane.

Con la crisi e le conseguenti difficoltà riscontrate dalle piccole e medie imprese italiane, si è ritenuto opportuno compiere un approfondimento sulle loro performance reddituali e sulla loro struttura finanziaria, per verificarne la coerenza rispetto alle sempre maggiori sfide strategiche e competitive che queste imprese si trovano ad affrontare.

Gli obiettivi del lavoro sono collegati a due grandi strade percorse parallelamente: da un lato, si analizza come si è evoluta negli anni più recenti la struttura finanziaria delle PMI in relazione ai cambiamenti dei principali parametri caratterizzanti un'azienda e dall'altro, con il supporto di questa analisi, si formulano alcune proposte operative volte ad attuare il rafforzamento della struttura finanziaria di questa categoria d'imprese che formano l'ossatura del sistema industriale italiano.

Risulta evidente che le PMI comprendono oggi la gran parte delle realtà imprenditoriali del nostro Paese. Il nostro sistema economico si basa infatti sulle imprese di piccola dimensione che, insieme alle microimprese, realizzano circa l'85% del nostro Pil (Unioncamere e Istituto Tagliacarne).

Nonostante l'ampia diffusione di tali imprese sul territorio nazionale e la loro capacità di aver rappresentato in passato un modello imprenditoriale vincente nelle dinamiche economiche domestiche e, talvolta, anche internazionali, si notano rilevanti criticità che le PMI devono fronteggiare rispetto alla propria gestione finanziaria.

Come sarà approfondito in seguito, vi sono degli aspetti finanziari caratteristici delle piccole e medie imprese sui quali è necessario soffermarsi per comprendere a fondo le radici delle attuali criticità della loro struttura finanziaria. Tra questi:

- il ridotto livello di capitalizzazione
- la forte dipendenza dal canale bancario
- la forte incidenza dell'indebitamento a breve termine
- la riduzione del livello degli investimenti.

Per rappresentare con elementi quantitativi questi aspetti, è stata condotta un'analisi puntuale dei dati di bilancio di un campione di oltre 20.000 imprese, descritto in modo dettagliato nei paragrafi successivi.

2.

LE PMI ITALIANE

2.1 Descrizione ed evoluzione dei parametri finanziari che caratterizzano le PMI

Le piccole e medie imprese italiane storicamente sono state caratterizzate da un uso preponderante del capitale di debito nella copertura del fabbisogno finanziario esterno. La struttura finanziaria presentata da esse è oggi piuttosto semplice nella sua composizione e contempla principalmente la presenza del debito bancario unita a quella del capitale apportato dai soci (Alma Mater Studiorum Università di Bologna – Rimini 2009).

E' evidente come vi sia una matrice culturale, di cui il tessuto economico nazionale è impregnato, che ha reso particolarmente restie le imprese italiane di piccole e medie dimensioni a propendere verso l'apertura del capitale a soci esterni, industriali o finanziari. Questo aspetto chiude evidentemente molte delle possibilità di sviluppo che queste imprese avrebbero se decidessero di abbandonare le strutture rigide a cui sono storicamente ancorate.

Dalle schede informative 2011 e 2012 dello SBA (Small Business Act), iniziativa faro dell'Unione Europea, si osserva come per gli indicatori che misurano l'accesso al capitale privato, l'Italia si posizioni al di sotto della media dell'Unione Europea. Le misure adottate di recente per migliorare la situazione sono state diverse; tra queste la moratoria sui debiti delle PMI prorogata fino al gennaio 2011 (SBA 2011) e l'istituzione nel marzo 2010 del Fondo Italiano di investimento a sostegno della capitalizzazione delle PMI con un fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di Euro.

Uno degli interrogativi fondamentali che si cercherà di sciogliere nel corso dell'analisi è quello di una più profonda comprensione di come, data l'attuale situazione delle PMI italiane, la struttura finanziaria e le scelte di gestione finanziaria possano essere riviste al fine di poter consentire a questo segmento così importante del sistema economico italiano di potersi attrezzare per affrontare le tante, forse troppe, sfide che ha di fronte.

3.

L'ANALISI

3.1 Definizione e descrizione del campione

La definizione dell'Unione Europea¹ delinea con chiarezza tutte le caratteristiche possedute da un'impresa dalle dimensioni medio-piccole. Con il termine PMI, infatti, sono indicate tutte le imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro o il cui totale delle attività da bilancio non supera i 43 milioni. All'interno di questa ampia definizione, si distinguono due categorie di imprese: la piccola impresa e la micro impresa. La prima occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato o un totale di bilancio annuo non superiore ai 10 milioni, mentre la seconda occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato o un totale di bilancio annuo non superiori ai 2 milioni.

Nel lavoro si è deciso di adottare una classificazione basata sul fatturato per rendere più evidente il confronto delle piccole imprese con realtà dalle dimensioni più significative. Essa inoltre ha consentito la reperibilità di dati più affidabili e utili per lo svolgimento della ricerca.

Si è deciso pertanto di dividere le società in base al fatturato formando tre insiemi ben distinti per dimensioni. Di seguito la classificazione delle tre tipologie di imprese:

GRANDI: da 50 a 150 milioni di Euro di fatturato

MEDIE: da 10 a 50 milioni di Euro di fatturato

PICCOLE: da 5 a 10 milioni di Euro di fatturato.

Da questo momento in poi, quindi, con la definizione di piccola e media impresa indicheremo tutte quelle realtà che rientrano nei parametri scelti e sopra descritti.

I criteri adottati per la strategia di ricerca prevedono una prima selezione delle Società in base alle seguenti caratteristiche:

- Società attive
- Società con ultimo bilancio disponibile nel 2011 o nel 2012

¹ Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, 20 maggio 2003

- Società con bilancio dettagliato o abbreviato con dettagli per gli anni 2009-2012

- Società con ricavi (da ultimo bilancio disponibile) compreso tra 5 e 150 milioni di Euro.

Il numero totale di società così trovate ammonta a 32.341. A tutte queste sono stati poi applicati ulteriori filtri che hanno condotto a un secondo livello di dettaglio. Sono state selezionate complessivamente 24.385 Società sulla base dell'aderenza a questi ulteriori vincoli:

- disponibilità del bilancio negli anni 2006-08 e 2010-12

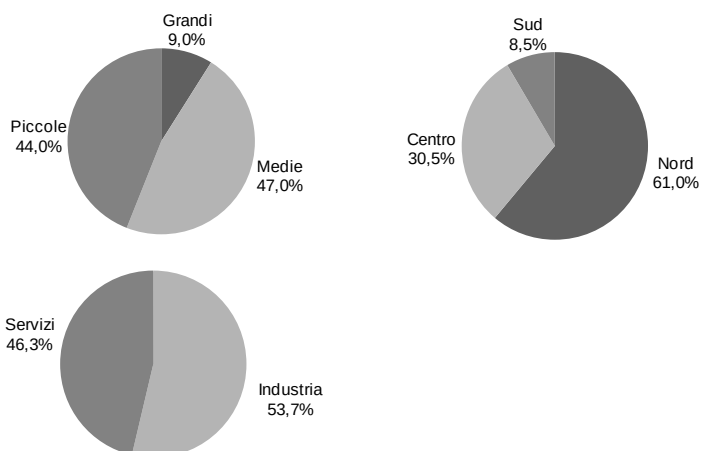
- bilancio dettagliato o abbreviato con dettagli tra il 2006 e il 2008

- fatturato minimo di 2 milioni di euro nei 6 anni di analisi

- patrimonio netto positivo nei 6 anni di analisi.

Le società così ottenute sono analizzate con una divisione in base a tre criteri principali: dimensione (piccole, medie, grandi), collocazione geografica nel territorio nazionale (Nord, Centro, Sud) e settore di appartenenza (industria, servizi).

Suddivisione del Campione per Cluster di Fatturato 2012, Geografia e Settore



3.2 Prospettiva storica e orizzonte temporale di riferimento

Il lavoro, supportato da una forte base quantitativa di analisi dei dati, si è posto tra gli altri l'obiettivo di una ricostruzione della loro storia recente, volta ad analizzare non solo l'attuale stato di salute delle strutture finanziarie delle PMI, ma anche a ricostruire come nei recenti anni di crisi economica esse si siano evolute e trasformate.

Si è deciso di prendere il 2009 come anno di riferimento per la crisi (anche se, come è noto, i primi dati negativi risalgono già all'ultimo semestre del 2008) e in relazione ad esso, con una prospettiva *pre e post-crisi*, sono stati analizzati i dati per valutare lo stato di salute delle PMI italiane confrontandole con realtà aziendali più grandi.

La crisi ha messo a dura prova i bilanci delle imprese provocando complessivamente una riduzione dei volumi, dei margini, dell'autofinanziamento e parallelamente aumentando la necessità di ricorrere a fonti di finanziamento esterne. I prestiti bancari, infatti, dalla fine del 2007 hanno subito un netto calo e le aziende dal canto loro hanno subito un netto irrigidimento delle condizioni di accesso al credito. In generale la domanda dei prestiti per il finanziamento di investimenti è calata, mentre è aumentata la domanda di prestiti finalizzati a ristrutturazioni del debito.

Fine ultimo di questa lente storico-economica è delineare i cambiamenti dei principali parametri finanziari che caratterizzano le aziende e le sfide strategiche che queste realtà devono oggi fronteggiare.

3.3 Gli indicatori

Con la consapevolezza che i parametri per analizzare i sistemi delle imprese sono innumerevoli, è stato scelto di utilizzare quelli finalizzati ad approfondire dinamiche di crescita, reddituali e finanziarie delle PMI italiane, confrontandoli con la struttura finanziaria e il suo costo nel tempo.

Per ogni parametro selezionato viene fornita una descrizione puntuale e viene spiegata la finalità informativa di tale scelta.

L'analisi è stata condotta su molteplici indicatori, raggruppati in alcune macroaree di riferimento:

- Fatturato, Margini e Marginalità
- Investimenti
- Capitale Circolante
- Oneri Finanziari, Debiti Finanziari, Debiti Bancari, Debiti Obbligazionari
- Debiti a Breve Termine, Debiti a Lungo Termine
- Dividendi.

3.3.1 Fatturato, Margini e Marginalità

La prima analisi svolta prende in considerazione l'andamento della somma del totale dei fatturati delle società del campione. Dal grafico si nota come il 2009, anno della crisi, sia stato particolarmente colpito e abbia toccato cifre simili a quelle degli anni precedenti al 2006, vicine ai 430 miliardi di Euro. Il 2008 ha segnato invece la conclusione di una fase positiva con cifre vicine ai 500 miliardi di Euro, superate solo nel 2011, anno al quale hanno fatto seguito nel 2012 valori complessivi di fatturato in calo, intorno ai 490 miliardi di Euro.

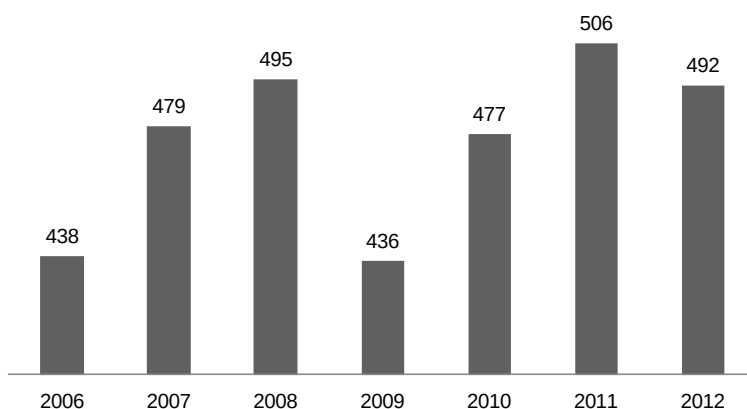
Da un punto di vista geografico, all'interno del territorio nazionale, le regioni concentrate nella fascia più meridionale del Paese hanno subito una drastica riduzione della crescita nel triennio 2010-12 rispetto agli anni 2006-08. Si nota infatti come il CAGR sia diminuito di quasi sette punti percentuali, dall'8,06% all'1,45%. Tuttavia nei due trienni i fatturati complessivi delle imprese meridionali hanno proseguito nella fase di crescita anno per anno. Attraverso un'analisi più approfondita si osserva che le regioni dell'Italia centrale e settentrionale, che rappresentano oltre il 90% del fatturato complessivo, hanno seguito l'andamento generale descritto inizialmente.

Osservando l'andamento del totale di fatturato legato alle dimensioni delle aziende considerate, si nota che le grandi

imprese sono state quelle che meno hanno subito i colpi della crisi, tanto che il loro fatturato complessivo dal 2010 al 2012 ha avuto una fase di crescita. Al contrario, le piccole e medie imprese sono state quelle i cui fatturati negli anni successivi al 2009 hanno subito le più evidenti conseguenze della crisi.

Analizzando infine i settori dell'industria e dei servizi, si deduce che i servizi hanno avuto una frenata della crescita più brusca rispetto a quella subita dal settore dell'industria.

Totale Fatturato (€mld)



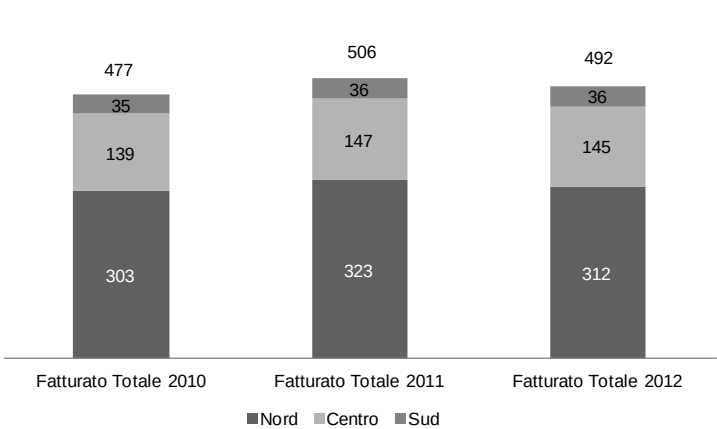
E' necessario sottolineare come all'interno dei tanti settori a cui appartengono le imprese del campione, quattro richiedano una particolare attenzione poiché considerati settori in cui l'incidenza dell'*export* è piuttosto elevata: abbigliamento, alimentare, arredamento, *real estate*. Tutti questi negli anni precedenti la crisi stavano conoscendo una fase di crescita e di espansione economica. Tra essi quello dell'abbigliamento e dell'alimentare hanno proseguito in questa fase positiva e nonostante il duro anno di crisi economica non solo hanno consolidato le cifre pre-crisi, ma le hanno anche incrementate. Essi però hanno rappresentato un'eccezione rispetto al contesto generale e ai settori dell'arredamento e del *real estate* che invece dal 2009 hanno subito colpi piuttosto negativi. A conferma di ciò si notano i valori

del CAGR nei due trienni: dal 2006 al 2008 tutti e quattro i settori hanno registrato cifre positive (abbigliamento +1,8%, alimentare +10%, arredamento +4,5%, *real estate* +9,6%), mentre dal 2010 al 2012 questo andamento, come già sottolineato, è rimasto invariato solo per i primi due settori considerati (abbigliamento +4,1%, alimentare +6,4%, arredamento -0,5%, *real estate* -2,5%).

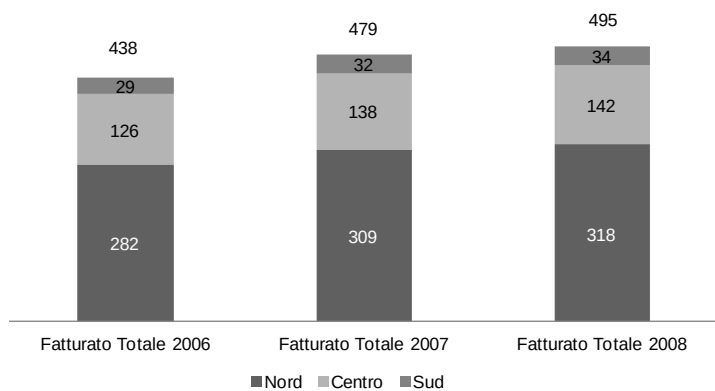
CAGR Triennale per Settore

CAGR	2006-2008	2010-2012
Abbigliamento	1,8%	4,1%
Alimentari	10,0%	6,4%
Arredamento	4,5%	(0,5%)
Real Estate	9,6%	(2,5%)
Totale Campione	6,26%	1,60%

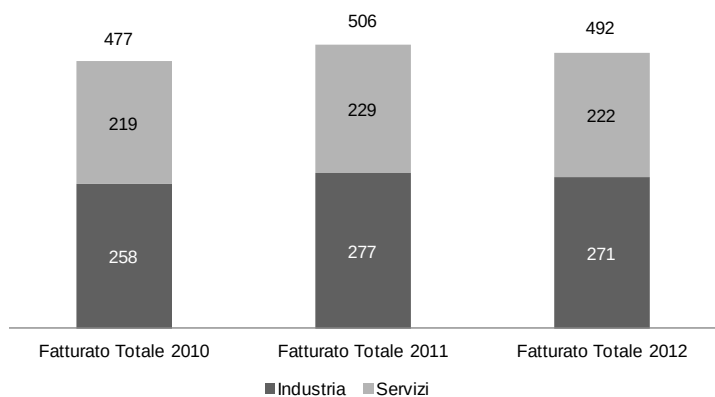
Totale Fatturato per Geografia 2010-2012 (€mld)



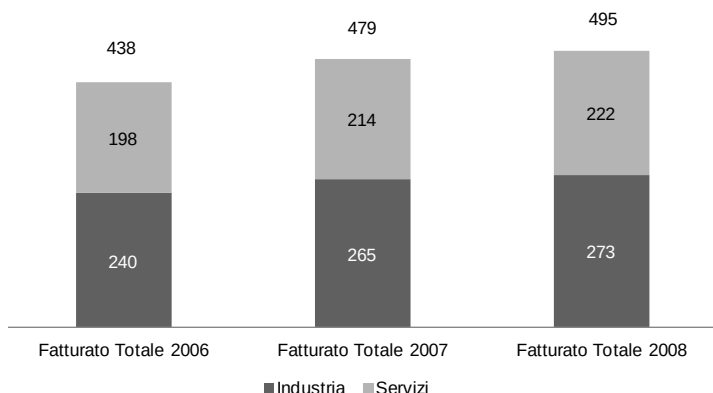
Totale Fatturato per Geografia 2006-2008 (€mld)



Totale Fatturato per Settore 2010-2012 (€mld)



Totale Fatturato per Settore 2006-2008 (€mld)

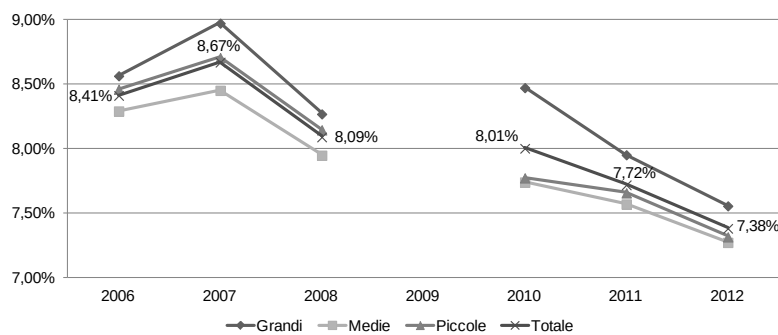


Oltre al fatturato in questa prima sezione si è deciso di prendere in considerazione anche l'andamento dell'EBIT e dell'EBITDA in ogni anno, sia con un filtro di analisi di tipo geografico, sia di tipo dimensionale che settoriale. Dai grafici si evince che il 2007 è stato un anno in cui è stato registrato un picco di marginalità. Nel 2008 invece per i primi mesi i numeri si sono mantenuti sulla linea tracciata dall'anno precedente, mentre per i mesi successivi si nota come l'anno abbia avuto una funzione di "spartiacque" segnando un'evidente inversione di tendenza. Da quel momento in poi la marginalità ha continuato a seguire un trend negativo che è continuato ancora nei mesi più recenti.

A seguito del 2009 è evidente la perdita di marginalità che, osservando i grafici, ha portato a registrare trend simili tra le suddivisioni scelte per le società analizzate, sia in termini di fatturato che di geografia e settore.

Le piccole imprese hanno registrato margini superiori rispetto alle imprese di medie dimensioni, ma nettamente inferiori rispetto alle grandi società. Da un punto di vista geografico, la marginalità delle imprese del Nord Italia è stata di gran lunga maggiore di quella delle imprese meridionali. Anche il settore dell'industria risulta aver registrato margini superiori di due punti percentuali di quelli delle imprese del settore dei servizi. In generale possiamo affermare che la marginalità anche nel 2012, anno successivo al periodo della crisi, abbia continuato a ridursi.

EBITDA/Fatturato per Cluster di Fatturato

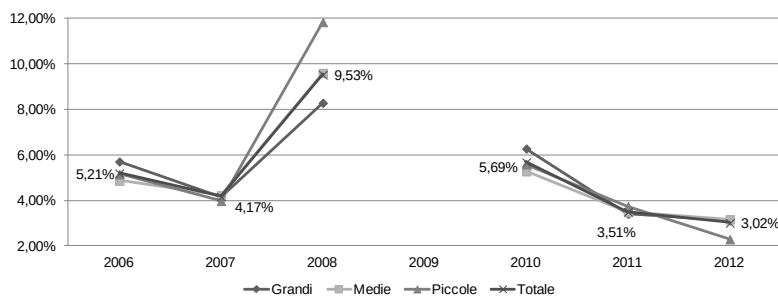


3.3.2 Investimenti

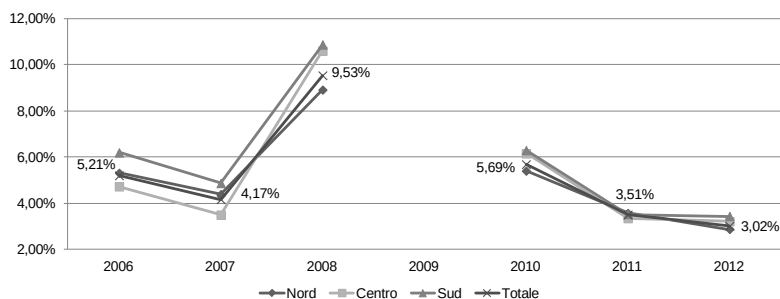
L'analisi del rapporto tra le spese in conto capitale (capex) e il fatturato è volta a comprendere le relazioni che intercorrono tra gli investimenti in capitale fisso, tangibile e intangibile, e le dinamiche di crescita aziendale. Negli anni considerati si nota come vi sia stata una decrescita degli investimenti in tutte e tre le categorie di imprese considerate, sia per quanto riguarda la classificazione per dimensioni che per criteri geografici e per settore.

Analizzando l'andamento degli investimenti si nota che nel 2012 il loro valore complessivo è stato di oltre 30 miliardi di Euro inferiore rispetto al 2008. Se rapportati al fatturato, si vede come essi siano diminuiti di oltre 6,5 punti percentuali.

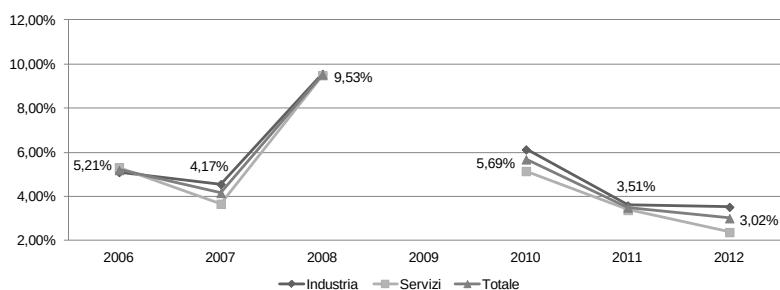
Capex/Fatturato per Cluster di Fatturato



Capex/Fatturato per Geografia



Capex/Fatturato per Settore

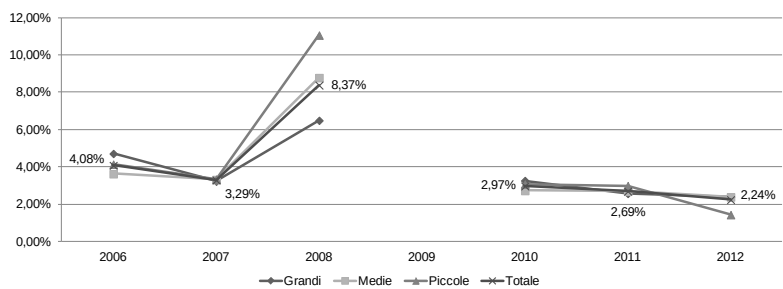


Dal calcolo dell'indice risulta evidente un picco nel 2008 dovuto da un lato al crollo dei fatturati (denominatore) registrati a fine anno a causa della crisi e dall'altro a un piano degli investimenti (numeratore) adottato ad inizio anno in virtù di previsioni che si sono poi dimostrate errate e che non contemplavano il momento di crisi. Le piccole imprese sono state quelle maggiormente colpite da questa situazione, tanto che nel 2012 hanno subito le conseguenze più evidenti del crollo degli investimenti.

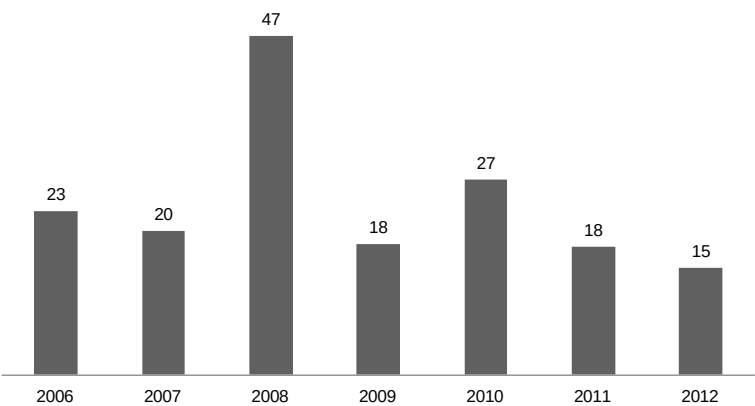
Degno di essere sottolineato è il fatto che il 2011 sia stato un anno in cui le piccole realtà imprenditoriali hanno investito soprattutto in attività materiali (es. macchinari), a differenza delle imprese di grandi dimensioni che invece hanno deciso di non effettuare investimenti in questo tipo di immobilizzazioni. Ciò è stato vero solo per il 2011, tanto che il 2012 risulta essere stato un anno

piuttosto diverso nelle decisioni di investimento in immobilizzazioni.

Capex su Imm. Materiali/Fatturato per Cluster di Fatturato



Capex Totale (€mld)

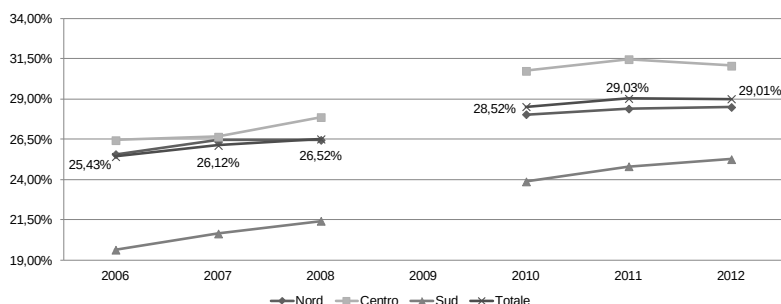


3.3.3 Capitale Circolante

Il capitale circolante netto è un indicatore utilizzato per verificare l'equilibrio finanziario di un'azienda nel breve termine. All'interno di questo studio esso è stato calcolato come la differenza tra i valori dei crediti verso clienti sommati al magazzino e i debiti verso i fornitori, tutti al netto dei relativi acconti. Dallo studio è emerso come esso sia sempre aumentato dal 2006 al 2012, anno che ha segnato una stabilizzazione dei suoi valori. Guardando all'andamento del capitale circolante nelle diverse zone del Paese, in entrambi i trienni considerati emergono dati che segnano valori di capitale circolante più piccoli nelle regioni meridionali italiane rispetto a quelli delle fasce settentrionali e centrali della penisola. Va poi evidenziato il fatto che lo stesso andamento è stato registrato dalle piccole realtà imprenditoriali, che si sono distinte rispetto a quelle di dimensioni medie e grandi per valori di capitale circolante più esigui. Per quanto riguarda la differenziazione delle imprese nei due settori considerati nello studio, quello dei servizi e dell'industria, emerge come l'industria si sia distinta per cifre più significative rispetto ai servizi.

Il 2012 è stato un anno particolare in cui è risultata evidente una grande crescita dei valori del capitale circolante, in particolare per ciò che riguarda le imprese di piccole dimensioni.

CCN/Fatturato per Geografia



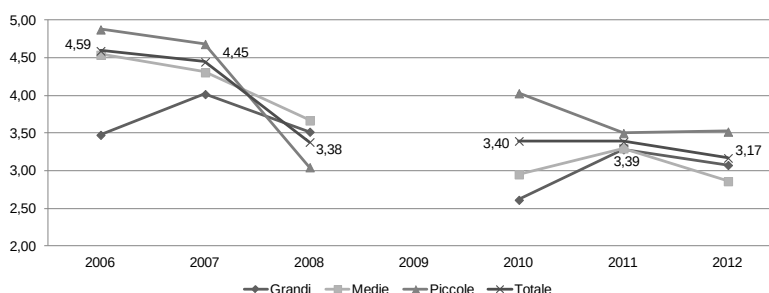
3.3.4 Oneri e debiti finanziari, debiti bancari e obbligazionari

La scelta dell'analisi degli oneri finanziari, dei debiti bancari e obbligazionari in particolare fa riferimento alle scadenze da questi presentate e quindi alla prospettiva temporale con cui essi devono rapportarsi. Come primo elemento è stato analizzato nel dettaglio il rapporto di indebitamento (o *leverage*) che rappresenta indirettamente la proporzione che esiste tra le risorse proprie e le risorse di terzi utilizzate per finanziare gli impieghi.

Dai dati analizzati si nota come negli anni il *leverage* si sia mantenuto sempre piuttosto elevato, con cifre superiori a 3. Questa cifra indica il fatto che non più del 25% del totale attivo è finanziato con mezzi propri. Si ottiene così una misura significativa della dipendenza delle aziende dai finanziatori esterni. Osservando l'andamento del rapporto di indebitamento nel tempo, si nota che dal 2006 è iniziato un trend a ribasso che ha segnato il passaggio da un *leverage* con cifre vicine ai 5 a valori intorno a 3.

Da un punto di vista geografico le imprese più indebitate sono risultate essere quelle dell'Italia centrale. Dai grafici si osserva inoltre che un andamento simile è stato subito dalle piccole imprese. Nel dettaglio si nota come le piccole imprese abbiano avuto una diminuzione del *leverage* sia nel 2008 che nel 2012, a differenza di quelle delle regioni meridionali italiane che hanno subito questa diminuzione solo nel 2008, mentre nel 2012 hanno registrato un probabile incremento del debito (o una diminuzione di capitale).

Debiti Finanziari/Patrimonio Netto per Cluster di Fatturato



Eliminando dal calcolo degli indici i debiti infragruppo, le piccole imprese risultano essere state quelle con valori di *leverage* più elevati; tuttavia in generale il trend complessivo delle società piccole, medie e grandi è stato piuttosto simile, indice questo del fatto che la percentuale del debito infragruppo si è mantenuta costante. Nel 2012 si è registrato in questo senso un anno esplosivo tra le imprese meridionali.

Queste cifre si comprendono alla luce del fatto che il rapporto di indebitamento può essere ridotto per una precisa scelta da parte della società o per la mancata elargizione di credito da parte del mercato. In questo senso, possiamo leggere le cifre sopra analizzate come rappresentative di una difficoltà nel reperire fondi finanziari.

Nel corso del lavoro tra i debiti finanziari sono stati studiati anche quelli bancari. Nello specifico si è osservato come negli anni più recenti i debiti a breve termine siano stati prevalenti rispetto a quelli a lungo termine e hanno rappresentato una percentuale superiore al 60%, a differenza degli anni precedenti il 2009 quando non erano state rilevate particolari differenze tra le due tipologie.

Per quanto riguarda gli oneri finanziari si vede come questi siano sempre stati in crescita negli anni rilevati per lo studio. La crisi ha senza dubbio segnato in modo molto incisivo il loro andamento. Nel periodo successivo al 2009 questa tendenza si è radicalmente modificata. Gli interessi pagati oggi alle banche o al mercato obbligazionario sono particolarmente elevati e corrispondono circa al 7%, che tradotto in miliardi di Euro diventa una cifra prossima ai 10 miliardi.

3.3.5 Dividendi

I dati ricercati sui dividendi distribuiti dalle imprese analizzate non sono risultati disponibili perché non presenti nei bilanci civilistici utilizzati per lo studio. Tuttavia con i dati a disposizione è stato possibile calcolare una *proxy* del valore dei dividendi al netto degli aumenti di capitale.

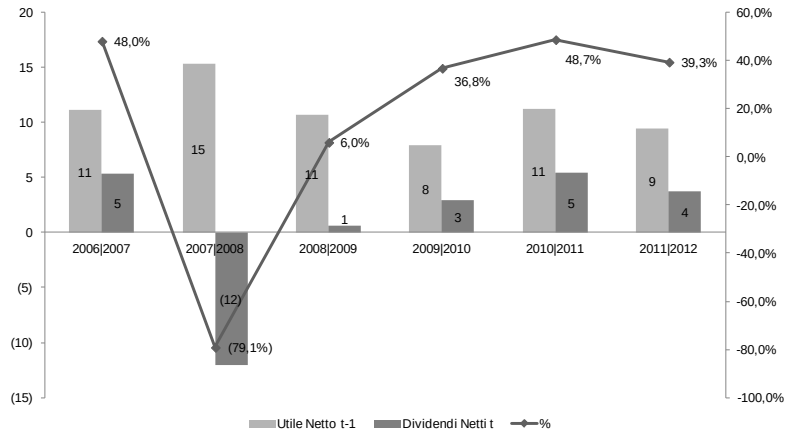
Negli anni dal 2010 al 2012 la media dei valori dei dividendi netti ha raggiunto il 42% sull'utile netto sommato degli ultimi tre anni. Per

le piccole imprese tale valore ha raggiunto i 55 punti percentuali, a conferma del fatto che più della metà degli utili di queste aziende in quegli anni sono stati distribuiti in dividendi netti. Per quanto riguarda invece le grandi e medie imprese, esse hanno registrato rispettivamente valori intorno al 46% e al 35%.

Analizzando i dati della ricerca con una diversa prospettiva, è stato sviluppato il grafico che mostra nell'intero arco temporale coperto dai due trienni quale sia stato l'andamento dei valori dei dividendi netti distribuiti ogni anno in rapporto all'utile netto dell'anno precedente. Dal grafico è evidente come il 2008 sia stato un anno con significativi aumenti di capitale, mentre il 2009 risulta aver registrato cifre di dividendi netti distribuiti poco elevate.

Negli anni successivi i valori dei dividendi netti distribuiti si sono mantenuti o piuttosto simili al 2009 o maggiori al 40% dell'utile netto dell'anno precedente.

Dividendi Netti/Utile Netto anno precedente (€mld)



4.

LE PROPOSTE OPERATIVE

Dall'analisi svolta emergono in conclusione tre temi principali che interessano trasversalmente l'intero campione analizzato. In sintesi questi sono:

- basso livello di capitalizzazione e alti oneri finanziari
- performance in diminuzione, in particolare delle piccole imprese
- calo degli investimenti.

Alla luce di questi elementi sono state individuate alcune aree di intervento. Tra esse in primo luogo vi è la necessità di una progressiva uscita da un sistema di tipo banco-centrico, ottenibile ricorrendo a fonti di finanziamento distinte dal canale bancario, anche per effetto, tra l'altro, della difficoltà del sistema bancario a continuare a interpretare un ruolo così rilevante come in passato.

Le PMI hanno bisogno di lavorare su due dimensioni distinte e complementari, quella dell'*equity*, troppo carente, e quella del debito mobiliare, meglio se di medio-lungo periodo.

Per cogliere le rilevanti sfide competitive, le imprese devono rafforzare il proprio livello di solidità patrimoniale e in questo colmare, senza più attendere, un ormai insostenibile "equity gap". Al tempo stesso devono aumentare la "duration" dei propri debiti andando ad emettere strumenti mobiliari di medio-lungo periodo sui mercati.

Le emissioni obbligazionarie devono in questo contesto rappresentare un'alternativa percorribile; in particolare per le PMI potrebbe essere rilevante l'utilizzo di mini bond finanziati da investitori istituzionali e sottoscritti da fondi chiusi.

Proprio i fondi chiusi, e tra questi anche quelli di private equity, possono rappresentare una soluzione per l'ottenimento a livello macro e microeconomico di un utilizzo più equilibrato delle risorse di debito ed equity. Perché ciò si realizzi in Italia sono quindi necessarie la propensione degli imprenditori ad una maggiore apertura verso i mercati dei capitali, di debito e di equity, facendo anche affidamento sulle interessanti prospettive che oggi anche la borsa consente, su entrambi i fronti.

Anche da parte dello Stato vi può essere l'esigenza di poter intervenire in questo processo così rilevante per il Paese e per la

sostenibilità del sistema imprenditoriale ed economico nazionale nel tempo. C'è bisogno di almeno due tipi di interventi.

Da un lato, lo Stato può essere coinvestitore o, ove non possibile, almeno garante rispetto a determinate operazioni in cui sono coinvolti operatori privati. Le garanzie possono essere anche parziali ma anche in questo caso possono contribuire a rendere rischi e costi più accessibili rispetto ad imprese che hanno bisogno di essere sostenute.

Dall'altro, lo Stato può incentivare fiscalmente le imprese ad emettere strumenti di debito a lungo termine ed equity e gli investitori ad investire su questi strumenti. Il risparmio in Italia non manca. E' una grande risorsa del nostro Paese. E continua ad essere rilevante. E' opportuno portarlo, come in passato non è successo, in modo disintermediato sul sistema delle imprese in una logica di investimento di medio e lungo termine. Il potenziale è enorme. La fiscalità può far partire una tendenza che potrebbe dare un nuovo impulso ad una nuova finanza coerente con le esigenze del cuore del nostro sistema industriale per una vera rinascita e un forte recupero della competitività dell'Italia.

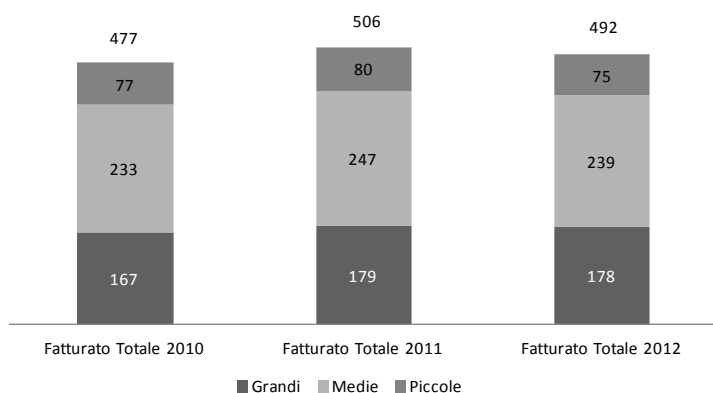
Temi sicuramente rilevanti risultano essere il reinvestimento degli utili in azienda e le operazioni straordinarie come fusioni e acquisizioni: indispensabile anche in questi casi un trattamento fiscale più incentivante ed a vantaggio di tutte le parti coinvolte. Punto di partenza di questo studio è stato proprio la constatazione di quanto siano oggi diffuse le piccole e medie realtà imprenditoriali sul territorio del nostro Paese e come però le loro performance siano inferiori a quelle di società più grandi. Quanto mai urgente appare la necessità di uscire da una logica legata al concetto di "piccolo è bello". Perché le aziende possano crescere ed espandersi è necessario che non pensino all'export come unica soluzione possibile, ma che comprendano che anche investire nel lungo termine, aggregarsi e unirsi può e deve essere una strada percorribile.

Riassumendo, a fronte delle criticità individuate rispetto al basso livello di capitalizzazione, alle scarse performance delle piccole imprese e alla depressione degli investimenti, le principali soluzioni individuate devono poter riguardare:

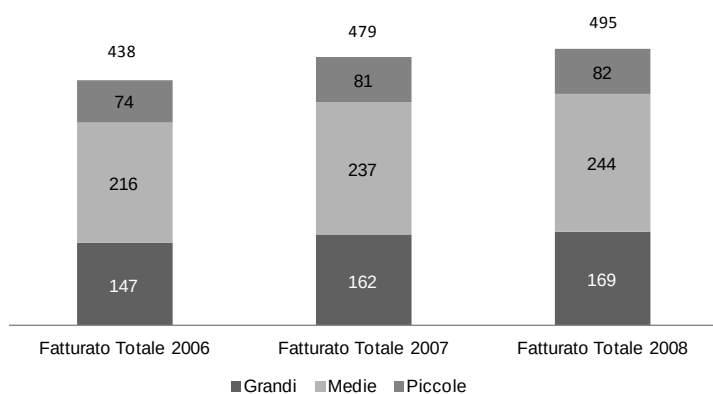
- integrazione del finanziamento tramite il canale bancario con emissioni di bond e mini bond
- maggiore ricorso ad equity privato
- garanzie e incentivi fiscali a sostegno delle nuove emissioni
- incentivi fiscali per il reinvestimento degli utili e per la crescita esterna tramite fusioni e acquisizioni.

APPENDIX

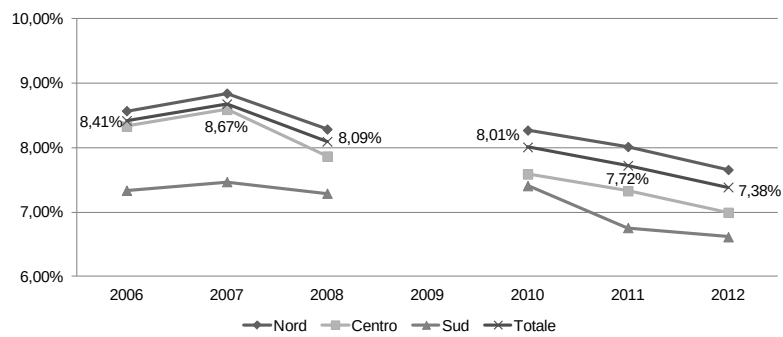
Totale Fatturato per Cluster di Fatturato 2010-2012 (€mld)



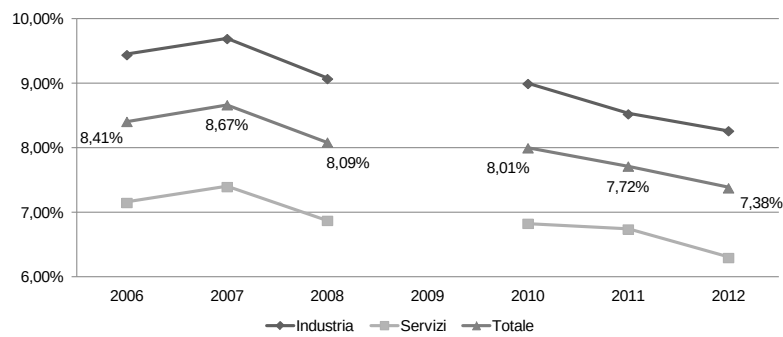
Totale Fatturato per Cluster di Fatturato 2006-2008 (€mld)



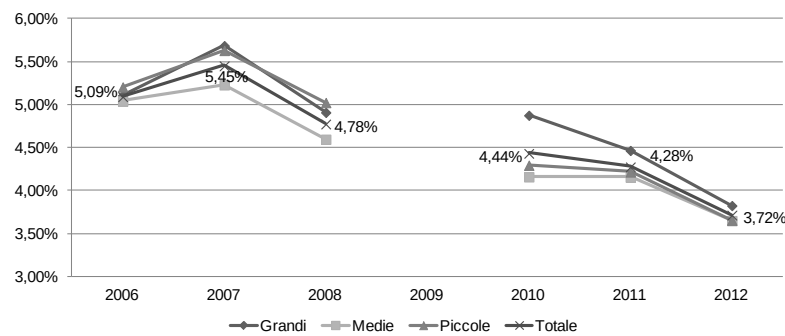
EBITDA/Fatturato per Geografia



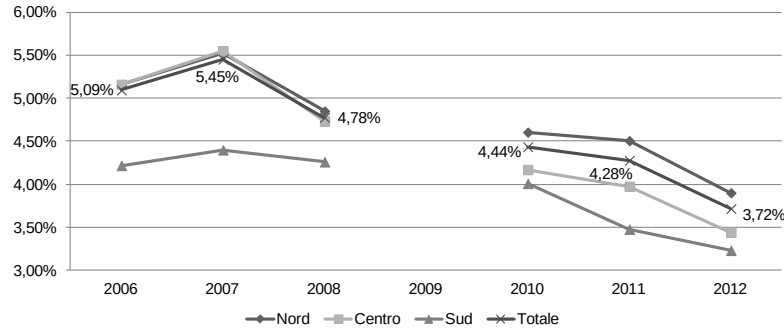
EBITDA/Fatturato per Settore



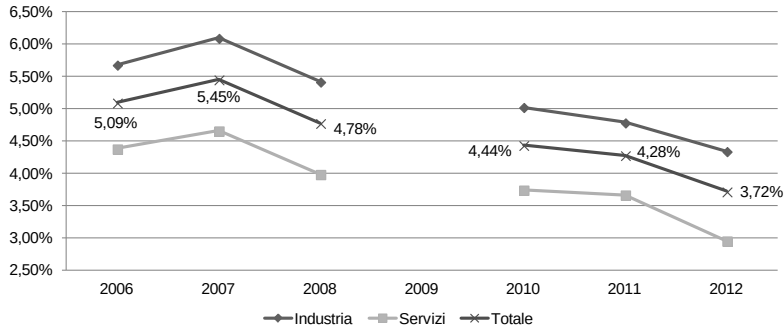
EBIT/Fatturato per Cluster di Fatturato



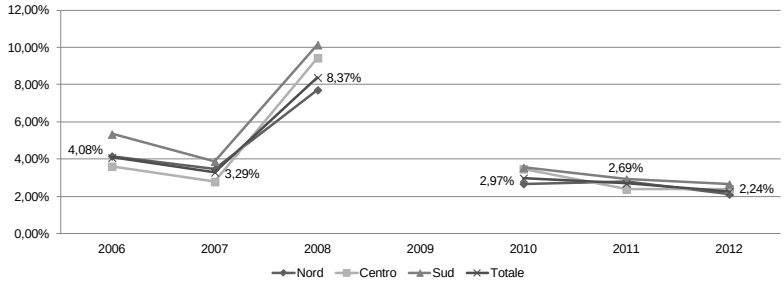
EBIT/Fatturato per Geografia



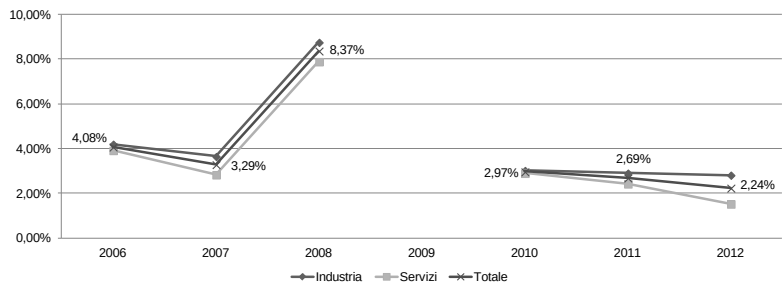
EBIT/Fatturato per Settore



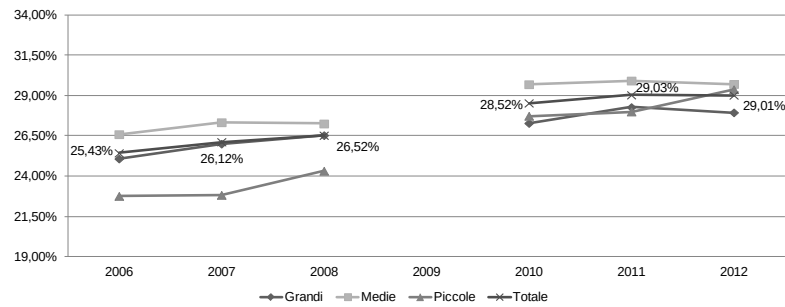
Capex su Imm. Materiali/Fatturato per Geografia



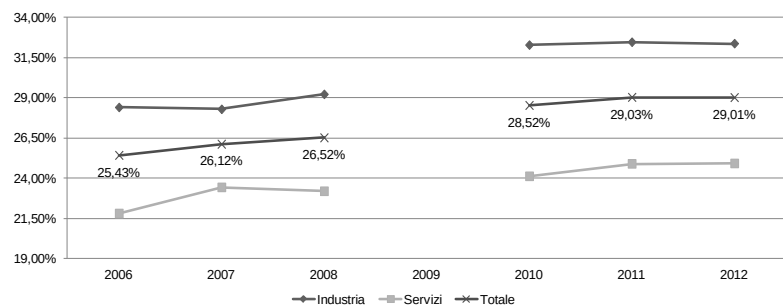
Capex su Imm. Materiali/Fatturato per Settore



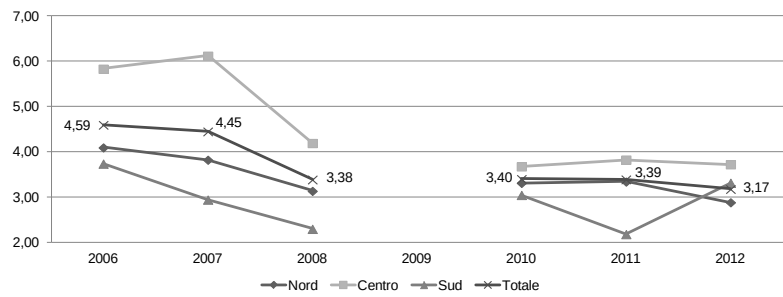
CCN/Fatturato per Cluster di Fatturato



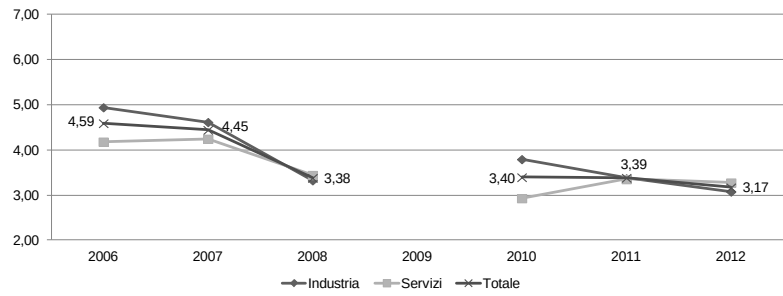
CCN/Fatturato per Settore



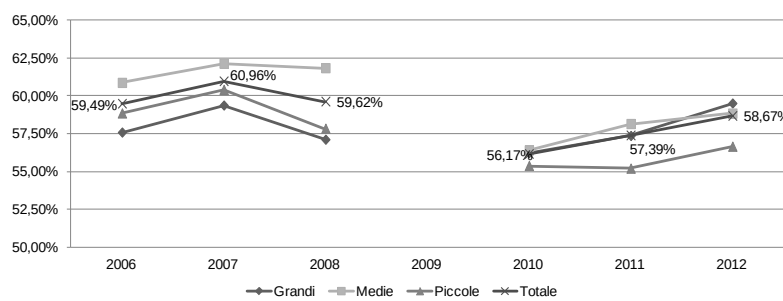
Debiti Finanziari/Patrimonio Netto per Geografia



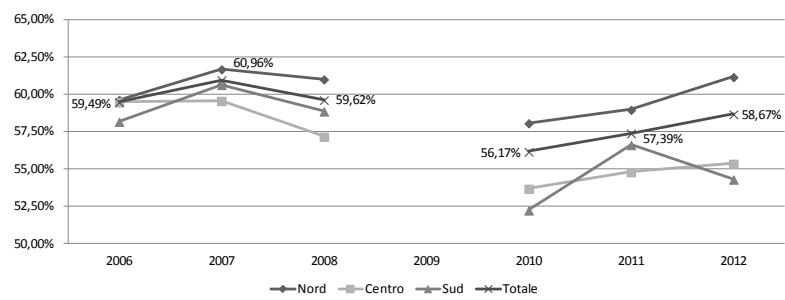
Debiti Finanziari/Patrimonio Netto per Settore



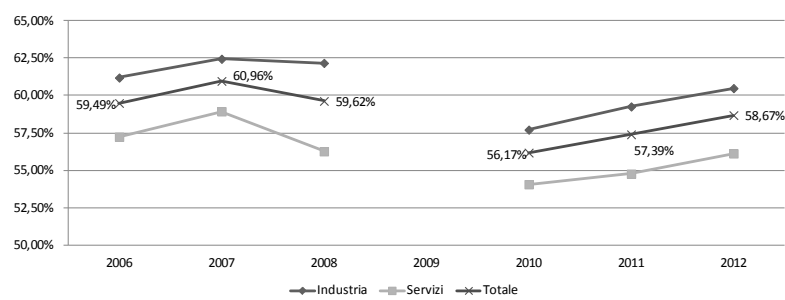
Debiti Bancari a breve/Debiti Bancari per Cluster di Fatturato



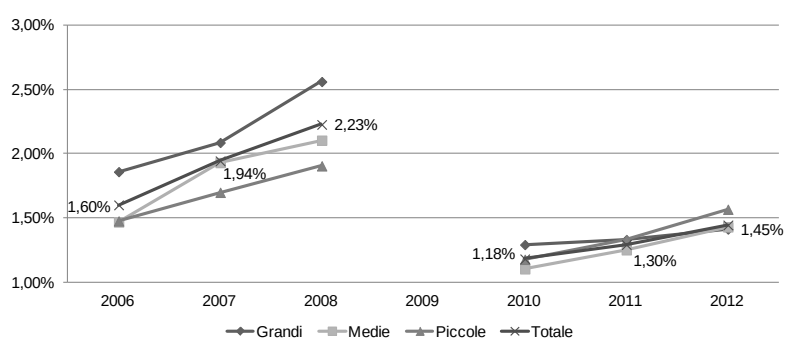
Debiti Bancari a breve/Debiti Bancari per Geografia



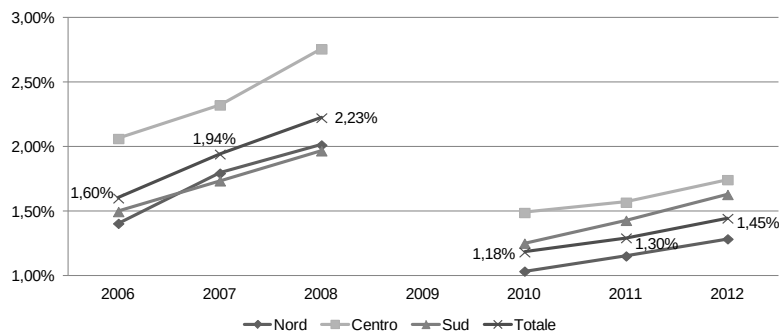
Debiti Bancari a breve/Debiti Bancari per Settore



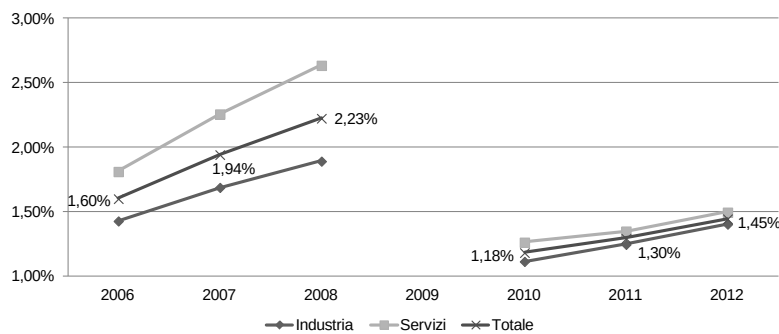
Oneri Finanziari/Fatturato per Cluster di Fatturato



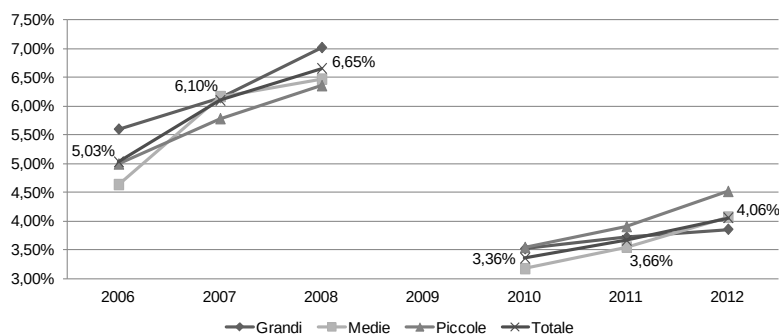
Oneri Finanziari/Fatturato per Geografia



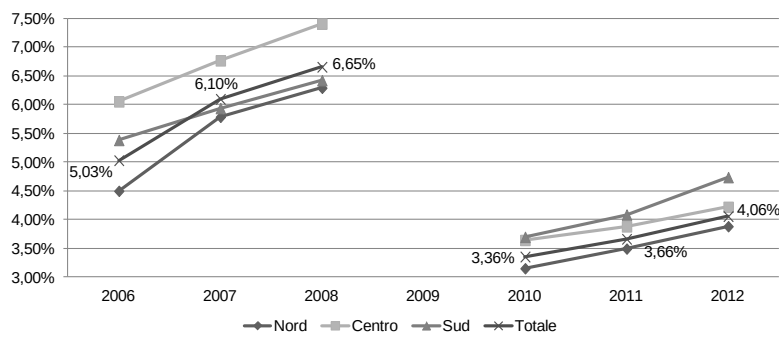
Oneri Finanziari/Fatturato per Settore



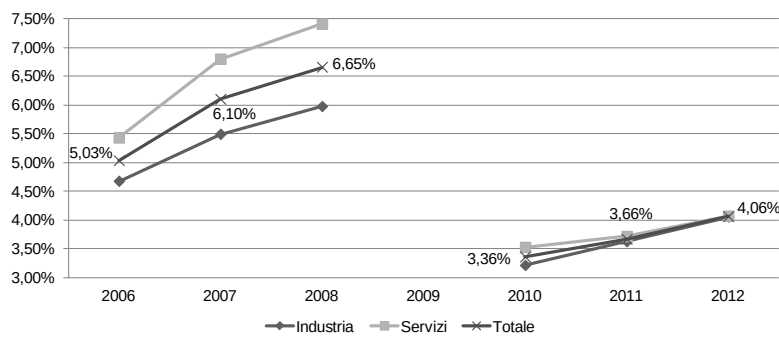
Oneri Finanziari/Debiti Finanziari per Cluster di Fatturato



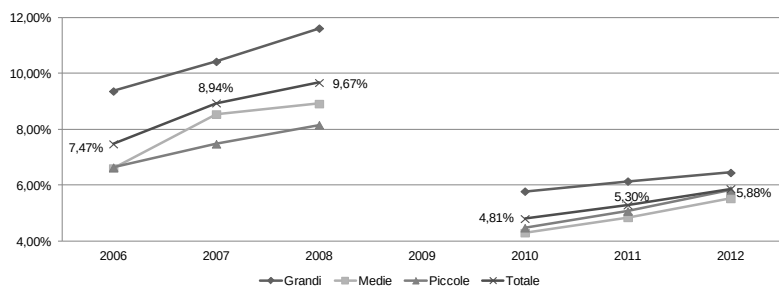
Oneri Finanziari/Debiti Finanziari per Geografia



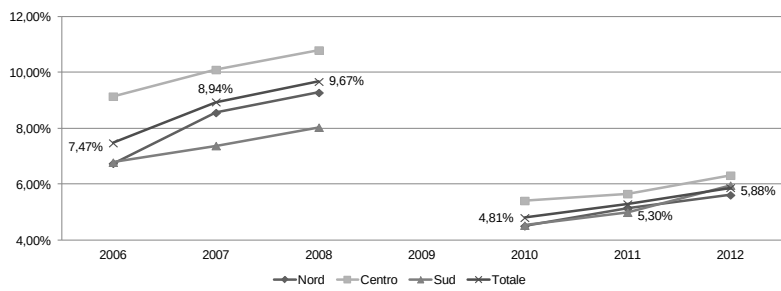
Oneri Finanziari/Debiti Finanziari per Settore



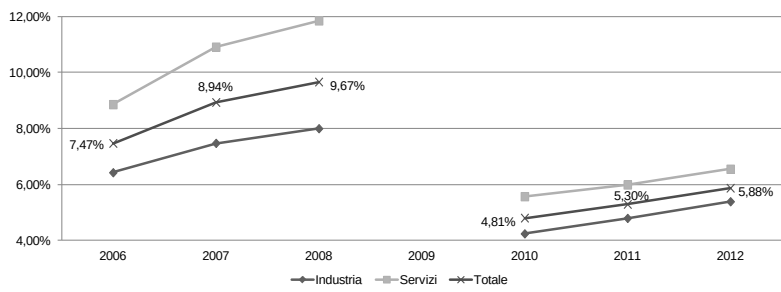
Oneri Finanziari/Debiti Bancari e Obbligazionari per Cluster di Fatturato



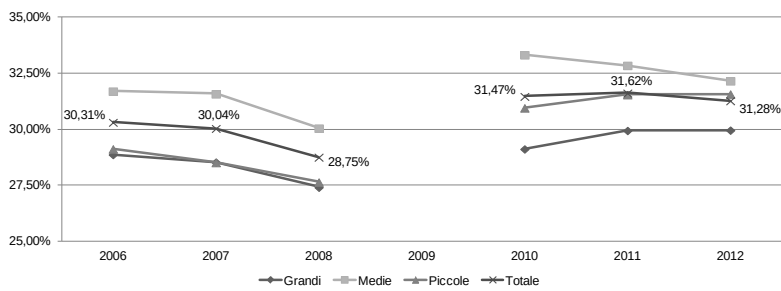
Oneri Finanziari/Debiti Bancari e Obbligazionari per Geografia



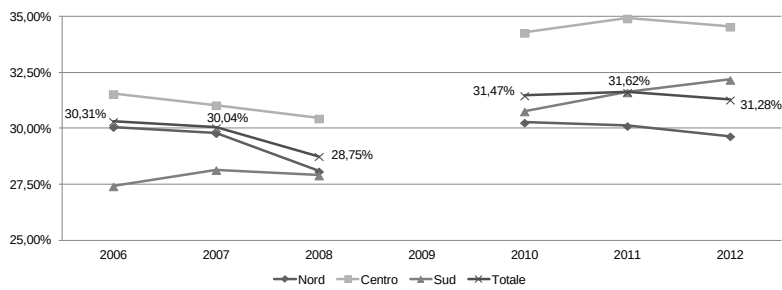
Oneri Finanziari/Debiti Bancari e Obbligazionari per Settore



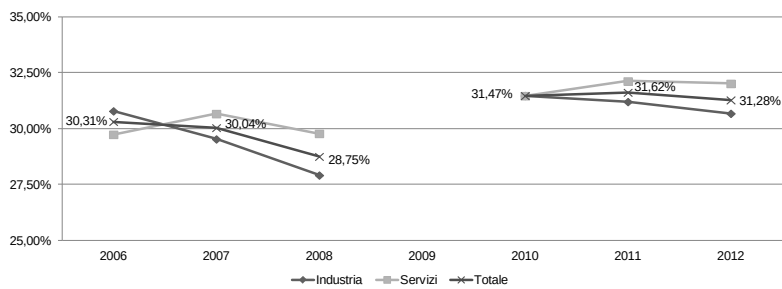
Crediti/Fatturato per Cluster di Fatturato



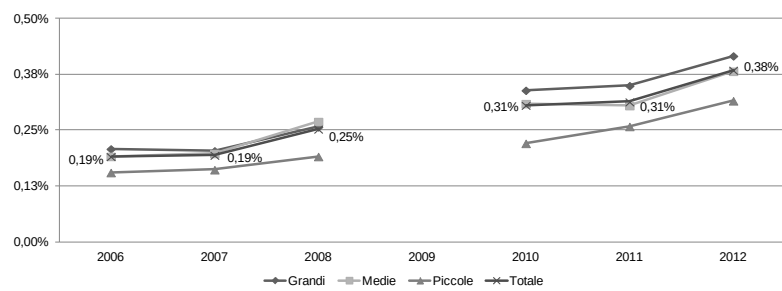
Crediti/Fatturato per Geografia



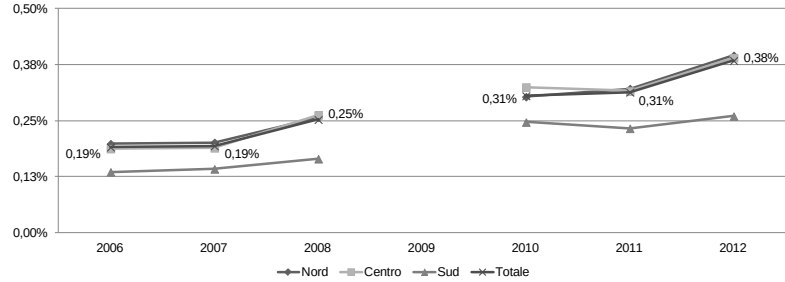
Crediti/Fatturato per Settore



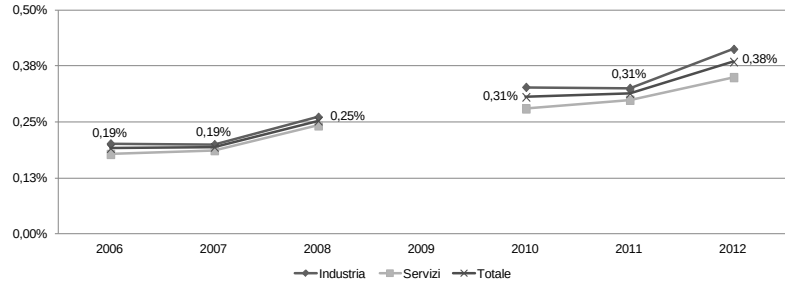
Svalutazione Crediti/Fatturato per Cluster di Fatturato



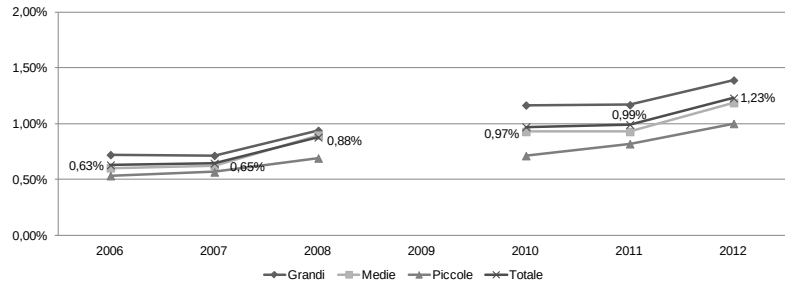
Svalutazione Crediti/Fatturato per Geografia



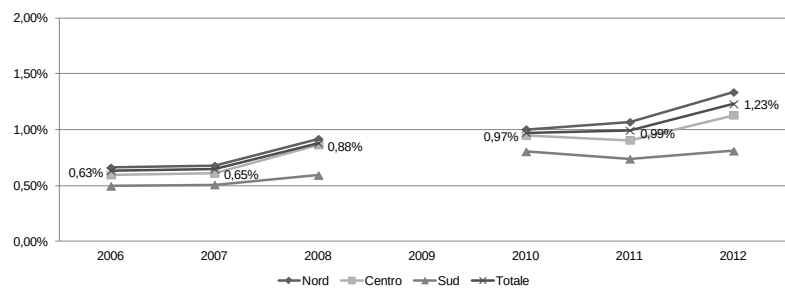
Svalutazione Crediti/Fatturato per Settore



Svalutazione Crediti/Crediti per Cluster di Fatturato



Svalutazione Crediti/Crediti per Geografia



Svalutazione Crediti/Crediti per Settore

