



Cattedra di Finanza Aziendale

FINANZA NELLE PMI IN ITALIA E GERMANIA

Prof. Gianluca Mattarocci
RELATORE

Francesco Paolo Oliverio 250911
CANDIDATO

Anno Accademico 2022/2023

INDICE

INTRODUZIONE.....	p.3
1) PMI: DEFINIZIONE, STRUTTURA E RILEVANZA DEL RICAMBIO GENERAZIONALE	
1.1 Introduzione.....	p.5
1.2 La corporate governance nelle PMI.....	p.6
1.3 Le decisioni di finanziamento delle PMI.....	p.10
1.4 Ricambio generazionale e strategia di finanziamento.....	p.16
1.5 Conclusioni.....	p.22
2) PMI IN EUROPA: CRITERI DI FINANZIAMENTO E PROSPETTIVE DI CRESCITA	
2.1 Introduzione.....	p.24
2.2 Struttura del capitale delle PMI in Europa.....	p.26
2.3 CMU e ampliamento dei canali di finanziamento per le PMI.....	p.31
2.4 Accesso a nuove fonti di finanziamento: opportunità ed impatti.....	p.36
2.5 Conclusioni.....	p.43
3) PMI: UN CONFRONTO ITALIA – GERMANIA	
3.1 Introduzione.....	p.45
3.2 Il campione.....	p.46
3.3 Differenza tra strutture del capitale e del debito.....	p.51
3.4 Redditività delle aziende.....	p.56
3.5 Conclusioni.....	p.62
CONCLUSIONI.....	p.64
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	p.70

INTRODUZIONE

Alla base della ricerca che verrà effettuata in questa tesi vi sono i rapporti economici che intercorrono tra l'Italia e la Germania. Queste due realtà, seppur rapportandosi alle rispettive PMI in modo differente, offrono delle forme di supporto e finanziamento simili ai fini di una corretta gestione e sviluppo delle stesse. Riferendosi infatti ad oltre il 70% del totale delle imprese e contribuendo ad oltre il 50% dell'occupazione totale, le PMI sono la colonna portante dei rispettivi sistemi economici, contribuendo generalmente ad oltre il 60% del valore aggiunto. Questa ricerca orienta la sua attenzione non solo verso i volumi di interscambio tra i due paesi, in grado di confermare quanto queste due potenze economiche siano dipendenti l'una dall'altra, ma anche verso le difficoltà e le opportunità che le PMI incontrano nell'affacciarsi al mercato dei capitali. Le analisi che verranno condotte in questa ricerca mirano ad osservare la struttura del capitale sia attuale che prospettica delle PMI nei due paesi e delle iniziative attuate da istituzioni differenti per finanziarle. Saranno messi in evidenza i fattori chiave che limitano l'accesso al credito per le rispettive PMI e le soluzioni principali per ovviare a tali limiti. Ulteriori analisi saranno finalizzate a restituire un panorama completo sull'accesso al mercato dei capitali nei due paesi, anch'esso attuale e prospettico. Sarà fornito ampio spazio alla Il fine ultimo di questa ricerca è quindi quello di fornire un'analisi accurata sulle opportunità che le PMI italiane e tedesche possono sfruttare per svilupparsi e garantire ai rispettivi paesi prospettive di sviluppo e di crescita.

Nel corso del primo capitolo verranno analizzate le PMI italiane principalmente osservandone la loro struttura e restituendone un'analisi generale. La ricerca si concentrerà successivamente nelle principali scelte di finanziamento adottate dalle PMI e sulle diverse opportunità che il panorama economico italiano offre alle imprese per diversificare la loro struttura sia in

termini di capitale che di debito. Verranno analizzate in secondo luogo le motivazioni e le principali difficoltà che le PMI affrontano nell'approcciarsi a nuove forme di finanziamento in un'ottica di crescita e sviluppo, complicazioni che spesso scaturiscono dalla cattiva gestione del ricambio generale delle imprese, derivanti a loro volta dalla conduzione familiare delle PMI stesse.

Nel secondo capitolo verranno affrontate le condizioni per l'accesso al credito delle PMI in Europa e le relative strutture del capitale. Seguirà una spiegazione sulle iniziative attuali e prospettive messe in atto dall'Unione Europea e delle opportunità derivanti dall'unione del mercato dei capitali tra i paesi aderenti. Ulteriori analisi saranno condotte sulle nuove forme di finanziamento emergenti nell'area Euro e sui benefici che l'adesione a queste iniziative potrebbero portare alle PMI in Italia e Germania. Saranno rese evidenti in tal senso le iniziative concluse, attuali e prospettive attuate dall'unione europea ai fini della ricapitalizzazione, dello sviluppo e della crescita per le PMI nello scenario pre e post pandemico.

Nel terzo capitolo verranno effettuate anzitutto ricerche per confrontare quante PMI fanno ricorso al mercato dei capitali in Italia e Germania rispetto al totale delle piccole e medie imprese. Successivamente si procederà ad evidenziare le principali differenze nella struttura del capitale e del debito dei rispettivi paesi e le motivazioni di tali differenze una volta rilevate. Dalle rilevazioni effettuate si concluderà la ricerca con un confronto dei parametri di redditività delle PMI nei due paesi e l'andamento nel tempo dei parametri di riferimento stessi. L'obiettivo finale di questa tesi è quindi quello di verificare somiglianze e differenze che emergeranno dall'insieme di queste ricerche allo scopo di osservare quanto le PMI nei due paesi e le loro rispettive scelte di investimento e finanziamento possano influenzare lo scenario economico dei due paesi.

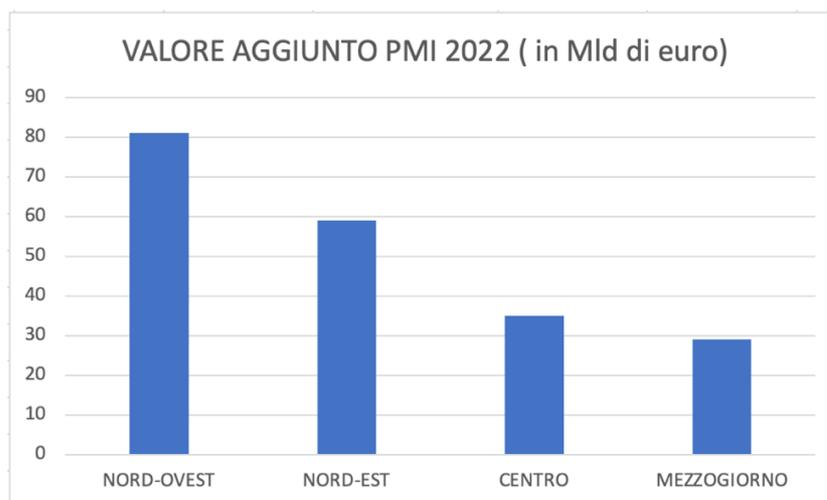
CAPITOLO 1

1.1) INTRODUZIONE

Confindustria sulle PMI italiane nel 2022 fornisce un'accurata definizione di piccola-media impresa, secondo le vigenti normative europee, come quel tipo di impresa che impiega tra i 10 e i 249 dipendenti ed ha un Totale Attivo minore o uguale a 43Mln ed un Valore della Produzione compreso tra i 2 e i 50Mln di euro.¹

Da questo report si evince che il numero di imprese riferibili a questi parametri sono circa 160mila, costituendo circa il 10% del totale delle imprese presenti sul territorio italiano; completando il quadro di dettaglio con l'89,9% di microimprese e lo 0,1% di grandi imprese.

Di seguito viene riportato l'impatto delle PMI sul valore aggiunto generato pari a circa 204Mld di euro, dei quali la quota maggiore è detenuta dall'area Nord-Ovest, seguita da Nord-Est, Centro e Mezzogiorno.



¹ Confindustria (2022) “[Rapporto regionale PMI 2022](#)”.

L'indebitamento delle PMI verso gli istituti di credito è pari a circa 255 miliardi, dove oltre i due terzi sono detenuti dalle aree Nord-Ovest e Nord-Est che presentano i più alti livelli di indebitamento per impresa, rispettivamente 1,8Mln e 1,7Mln di euro.

Le PMI italiane sono state negli ultimi anni oggetto di numerose analisi e approfondimenti considerando gli investimenti italiani e esteri nel settore. L'elevata attenzione nei confronti delle PMI italiane è giustificata dalla loro radicata presenza nel tessuto imprenditoriale italiano e del loro contributo dal punto di vista occupazionale. Questa importanza è testimoniata dalla recente propensione verso la quotazione sul mercato al fine di raccogliere le risorse necessarie a sopravvivere in un contesto sempre più competitivo. Nei paragrafi seguenti vengono introdotte le piccole e medie imprese italiane, la loro struttura, i loro punti di forza e di debolezza e le relative opportunità di finanziamento e di sviluppo.

1.2) LA CORPORATE GOVERNANCE NELLE PMI

La corporate governance è l'insieme delle norme, dei principi e delle pratiche che definiscono la struttura decisionale di un'azienda e la sua applicazione è fondamentale per garantire una gestione efficace e trasparente, finalizzata al perseguimento degli obiettivi aziendali. Nelle PMI in Italia la Corporate Governance è di grande importanza e cresce al crescere dell'anzianità dell'impresa per passare dalle strutture tipicamente "a conduzione familiare" a realtà internazionali.

Nelle PMI italiane, la corporate governance è spesso ostacolata dalla carenza delle risorse e dalla limitata formazione del management, motivo per cui sono poco chiari i ruoli svolti dai soggetti che le costituiscono e i processi

decisionali adottati. L'adesione ai principi di corporate governance è fondamentale anche in merito alla pianificazione della successione aziendale in quanto, se non è preparata e ben gestita, la successione imprenditoriale può rivelarsi molto complessa e potrebbe determinare una crisi irreversibile dell'impresa.²

La corporate governance³ deve essere gestita in modo diverso nelle PMI rispetto alle grandi imprese poiché spesso mancano le risorse necessarie per implementare strumenti di controllo di gestione avanzati. Esistono però alcune pratiche che, se adottate, possono garantire una governance efficace. È importante, in primo luogo, definire chiaramente i ruoli e le responsabilità dei vari organi aziendali, tra i quali: il CdA, il DG, il collegio sindacale (ove previsto) e i vari dipartimenti. È inoltre fondamentale garantire un adeguato livello di trasparenza e di comunicazione efficace tra i vari organi aziendali. La combinazione di questi due elementi è fondamentale soprattutto nell'ottica in cui un'impresa decida di quotarsi: la presenza degli stessi è infatti un indicatore di rilievo. Inoltre, la trasparenza in azienda può essere applicata a molteplici aspetti aziendali: la diffusione della cultura aziendale, la comunicazione degli obiettivi, la condivisione di scelte strategiche e l'allocatione di budget e risorse. Elemento fondamentale è inoltre il rispetto delle norme in materia di pubblicazione dei bilanci annuali e dei report di sostenibilità, al fine di facilitare la condivisione delle informazioni e la presa di decisioni consapevoli.

Un'altra importante pratica di CG nelle piccole medie imprese è l'adozione di codici etici e comportamentali, in grado di definire i valori dell'azienda e

² Perez A.(29 febbraio 2016) "[La Governance nelle PMI](#)".

³ Giorgino M. (2022) "[Corporate governance e PMI: costo o risorsa strategica per creare valore?](#)". LHH, 2022.

guidare il comportamento di tutti i suoi dipendenti. L'adesione a questo tipo di pratiche è fondamentale nelle PMI perché le relazioni personali e l'etica aziendale sono elementi cruciali per il successo dell'azienda.

Le PMI italiane possono trarre ulteriore vantaggio dalla partecipazione attiva dei propri dipendenti alla CG dell'azienda, resa possibile dalla creazione di comitati interni in grado di coinvolgere i dipendenti nelle decisioni aziendali. Questo tipo di attività migliora la comunicazione interna, la collaborazione tra i dipartimenti e aiuta a consolidare un senso di appartenenza e coinvolgimento dei dipendenti stessi.

Le corporate governance nelle PMI italiane è fondamentale per garantire la sostenibilità dell'azienda nel lungo termine e per aumentare la capacità di attirare investimenti. Le PMI che adottano una corporate governance efficiente possono migliorare la propria reputazione, aumentare la fiducia dei propri clienti e investitori e ridurre i propri rischi. Un ulteriore passo per garantire la sostenibilità a lungo termine è il monitoraggio attivo dei potenziali conflitti di interesse.

Fra i più interessanti temi su cui impatta una sana CG è possibile analizzare: la concentrazione dell'azionariato e la stabilità che ne deriva, la capacità di leadership imprenditoriale, l'iniziativa e l'assunzione di rischio, l'agilità dei processi decisionali.

Non meno importante evidenziare temi quali punti di debolezza o cd aree di miglioramento: presenza o meno di CFO, di una Treasury Unit, analisi dell'implementazione degli Impeghi coerenti con un sano sviluppo degli obiettivi di business.

È necessario quindi analizzare i vincoli esterni cui le PMI sono sottoposte tra i quali: l'eccessiva burocrazia, la lentezza della giustizia e la dimensione dell'evasione fiscale che limita l'accesso a fonti di finanziamento e ne determina, di conseguenza, un grado di capacità di fallimento maggiore.

La differenza nei sistemi di governance si articola successivamente nella distinzione tra le PMI quotate e quelle non quotate: le prime dispongono già di sistemi di governance avanzati per effetto della regolamentazione, dei vincoli e del confronto con gli esigenti mercati a cui sono sottoposte. Le PMI che intendono quotarsi devono infatti disporre di una governance in grado di gestire e affrontare le sfide esterne e devono garantire una comunicazione ottimale con tutti i portatori di interesse nei confronti dell'azienda. Le PMI non quotate, invece, seppur in continua crescita, necessitano di diversi strumenti per consolidare la propria governance e adottare un modello capace di rappresentare l'impresa è sempre di più una esigenza presente.

Si pone l'attenzione sugli elementi fondamentali per la costruzione di una buona governance per le PMI non quotate, concentrandosi in particolare sul Consiglio di Amministrazione, sul controllo interno e sul sistema delle remunerazioni.

Il primo elemento da considerare nel Consiglio di Amministrazione riguarda il compito che gli si intende assegnare, ovvero se indicarlo come luogo di confronto e condivisione sulle decisioni da prendere rispetto alle strategie, agli obiettivi e alle risorse oppure se assegnargli la sola approvazione delle decisioni già prese. In primo luogo, un elemento di valore nella composizione del consiglio è la presenza di amministratori dotati di competenze coerenti e funzionali per l'attività dell'impresa e al mercato in cui la stessa opera. I consiglieri indipendenti, invece, sono un elemento di supporto particolarmente importante nel prendere decisioni nell'esclusivo interesse della società. I processi di selezione del personale nel board richiedono un'attenta valutazione dei profili al fine di ottenere un impatto efficiente tra la strategia e la struttura del consiglio.

La costruzione di un sistema di controllo interno (Audit) passa per processi e regole che devono essere rese chiare e funzionanti, nonché sostenute da risorse umane competenti. Il compito principale di quest'organo è quello di verificare

l'equilibrio tra rischio e rendimento dell'azienda concentrandosi su specifici ambiti quali: la tracciabilità delle informazioni, la presenza di un prospetto economico finanziario completo e tempestivo e la possibilità di identificare rischi derivanti dalle decisioni da prendere, il rispetto delle norme e dei regolamenti vigenti (es. L.231) la cui assenza potrebbe determinare il default aziendale.

Il sistema delle remunerazioni deve essere coerente e collegato agli obiettivi dell'impresa. Le PMI italiane utilizzano un sistema di remunerazione fissa che deve essere sostituito con un sistema di remunerazioni misto tra fisso e variabile di lungo termine volto ad attrarre e fidelizzare risorse umane di valore.

1.3) LE DECISIONI DI FINANZIAMENTO DELLE PMI

La storia della Finanza italiana è sempre stata caratterizzata dalla presenza del sistema c.d. 'Bancocentrico', per via del ruolo primario svolto dalle banche nei confronti delle imprese. Le conseguenze della dipendenza dal credito bancario possono riassumersi in un'elevata esposizione non solo rispetto agli shock creditizi e sull'incidenza del debito bancario sull'equilibrio finanziario, ma anche sul mancato apporto di benefici con partner finanziari diversificati.⁴ Grazie invece all'introduzione delle PMI nella finanza strutturata, esse riscontrerebbero una mitigata esposizione alle fragilità sopraelencate. Le procedure per l'accesso al credito sono state rese sempre più difficili ed indirizzate a segmenti specifici dell'offerta, a causa della più recente crisi finanziaria del 2008. In egual misura si sono resi sempre più complicati i

⁴ Noverim (18 ottobre 2022) "L'importanza della finanza strutturata per la crescita delle PMI italiane". (documentazione privata).

rapporti tra l'istituto di credito e il richiedente, evidenziandone la difficoltà relazionale dovuta ad alcune importanti modifiche adottate quali: un nuovo modello di rating da parte del Fondo Centrale di Garanzia e l'implementazione dell'IFRS 9 e degli accordi di Basilea. La prima adozione indicata fa riferimento alla rilevanza che il Fondo Centrale di Garanzia ha assunto nella creazione di un nuovo modello di rating creditizio⁵. Le nuove disposizioni in merito al rating impongono ad oggi, svolta una preventiva attività di due diligence, la compresenza di tre tipologie di rating, che unitamente compongono il rating integrato: rating andamentale, quantitativo e qualitativo. Il primo fa riferimento all'attività svolta dalla centrale rischi, che concentra la sua attenzione su una corretta analisi dei dati di profilatura sul merito creditizio del soggetto richiedente. Questo set di dati è detenuto dalla Banca d'Italia, che generalmente riceve dati di profilatura in modo automatico, grazie alla trasmissione degli stessi da parte delle banche verso BdI. Il secondo, ovvero il rating quantitativo, fa riferimento alla disponibilità da parte del richiedente a trasmettere dati propri dell'azienda, quali documentazione ed eventuale riclassificazione dei bilanci (CEBI). L'ultimo elemento riporta un'analisi approfondita di settore, di posizionamento strategico e di modello di gestione volte a fornire una chiara rappresentazione del quadro organizzativo aziendale. Più di recente è stato introdotto il quarto parametro di rating integrato, il c.d. Rating ESG, che nasce dai mandati dalle direttive EBA predisposte

Per comprendere le diverse strategie di finanziamento applicate dalle PMI italiane si pone innanzitutto attenzione al fabbisogno finanziario dell'impresa, che adotta una combinazione equilibrata tra fonti di finanziamento endogene

⁵Noverim (30 Novembre 2021) "Rating advisory: Il ruolo del commercialista in prima linea nel delicato rapporto tra Banca, Mercato e Impresa ai tempi del Covid-19". (documentazione privata).

ed esogene, al fine ultimo di garantire un'efficiente gestione e organizzazione dell'impresa. In Italia, i dati mostrano come negli anni la strategia finanziaria applicata dalle PMI si è basata sull'elevata presenza di indebitamento bancario e autofinanziamento. Queste due metodologie si vedono come tradizionali nel sistema delle piccole e medie imprese italiane, che ad oggi sentono tuttavia la necessità di integrare le proprie strategie finanziarie con i nuovi strumenti messi a disposizione.

I requisiti di accesso al credito per le PMI sono diversi, primo tra tutti il Credit Score che permette agli istituti di credito di verificare il rischio di insolvenza. Per determinarne il punteggio vengono richiesti diversi dati, tra cui la redditività aziendale, lo stato del conto corrente e le insolvenze passate. Il secondo requisito consiste nel presentare garanzie, ovvero beni che al verificarsi dell'insolvenza vengono trasferiti all'istituto di credito cui si è fatto ricorso, proporzionate all'entità del prestito richiesto.

Quale terzo punto include l'analisi qualitativa e quantitativa del rating aziendale. La prima fa riferimento a temi di modello di business sostenibile e qualificato, la seconda si riflette sulla solidità di alcuni ratios di bilancio sia Patrimoniali che economici.

L'evoluzione dell'indebitamento da parte delle PMI ha riscontrato sostanziali cambiamenti a partire dal 2014, anno nel quale le politiche monetarie espansive attuate dalla BCE hanno consentito una generale riduzione del costo del debito. Lo scenario pandemico e i decreti posti in essere per limitarne le conseguenze hanno rafforzato ulteriormente questa riduzione, permettendo l'adozione di misure quali: moratorie sui debiti e riduzione degli interessi sui nuovi crediti. I cambi di tendenza dovuti alla pandemia, si riflettono anche sul patrimonio netto delle PMI, che negli ultimi dieci anni avevano già accresciuto il ricorso al capitale proprio. Questa crescita continua, in numeri, vede la patrimonializzazione delle PMI aumentare del 6.7% nel triennio 2019-2021.

Ad oggi le strategie di finanziamento alle imprese sono implementate con nuovi strumenti rispetto al tradizionale credito bancario. La finanza alternativa⁶ fa riferimento a quei tipi di operazioni messe in atto al di fuori del circuito bancario tradizionale e vede come controparte soggetti privati o investitori istituzionali. Esistono differenti applicazioni di finanza alternativa: Mini Bond, Invoice trading e Direct Lending.

I Mini Bond⁷ sono definiti come titoli obbligazionari di medio-lungo termine che vengono emessi dalle PMI sul mercato mobiliare e sottoscritti da investitori professionali. Vengono considerati mini-bond le obbligazioni emesse con valore nominale complessivo inferiore ai 50Mln di euro. In alcuni casi quest'operazione viene emessa con Covenant, ovvero clausole vincolanti che devono essere rispettate dall'emittente e prevedono spesso limiti ai dividendi e l'impegno a rispettare i ratios finanziari prefissati. Nel 2022 la parte della raccolta che compete alle PMI è stata pari a 988Mln di euro su un totale di 1,65Mld di emissioni complessive. Il valore medio per quanto riguarda la scadenza di queste operazioni è pari a circa 5,64 anni, ma la distribuzione dei titoli è molto vasta e comprende anche emissioni short term con maturity di pochi mesi. Le emissioni che prevedono una maturity molto breve generalmente offrono la modalità bullet, ovvero il rimborso per intero alla scadenza. Per le emissioni con una maturity più lunga, è prevista una cedola che può essere fissa o indicizzata. Il compenso offerto per le emissioni di Mini Bond è in linea con la dinamica dei tassi sul mercato con una media pari al 5,18%. Il report sulle emissioni dei Mini Bond 2023 a cura del Politecnico di Milano mette in evidenza come in 31 delle 268 emissioni nel

⁶

Politecnico di Milano (Novembre 2022) "[La finanza alternativa per le PMI in Italia](#), 5[^] Quaderno di ricerca".

⁷ Osservatori EFI (8 Marzo 2023) "[Minibond: 9[^] Report Italiano](#)".

2022 la cedola fosse indicizzata alla performance di sostenibilità dell'azienda. Sul totale delle emissioni di Mini Bond nel 2022 viene sottolineata la crescente importanza delle tematiche ESG, in quanto durante l'anno sono state 60 (29 green bond, 31 sustainability-linked minibond) le emissioni specifiche rivolte a questo tema, rappresentando una quota pari al 18,5% delle emissioni totali. L'utilizzo di questo tipo di obbligazioni nasce con l'obiettivo di ridurre la dipendenza delle PMI dall'indebitamento bancario e allo stesso tempo finanziarne la crescita. Esistono, inoltre, particolari requisiti per emettere questo tipo di obbligazioni: l'emittente non deve essere una società bancaria o assicurativa, una SIM o una SGR, esso deve essere una società di capitali o cooperativa a responsabilità limitata; non deve tantomeno essere un veicolo costituito con l'obiettivo di finanziare acquisizioni o cartolarizzazioni; il titolo non deve essere quotato su un mercato regolamentato, aperto ad investitori retail.

L'Invoice trading si riferisce a quel tipo di operazioni che consente alle PMI di cedere i propri crediti commerciali maturati attraverso piattaforme digitali. Trova spazio nel contesto della finanza alternativa per piccole e medie imprese in quanto è frequentemente utilizzato lo strumento di cessione delle fatture, da cui non differisce particolarmente. Il punto di forza di questo strumento è la possibilità di generare la liquidità di cui una PMI necessita in tempi molto più rapidi rispetto ai circuiti bancari. Generalmente l'operatore che acquista la fattura deve erogare un anticipo pari a circa il 90% del credito complessivo, al netto di interessi e commissioni, impegnandosi a versare il saldo a scadenza. La differenza sostanziale tra l'Invoice trading e il più tradizionale Factoring è spiegata come segue: nel Factoring si predispone la cessione in blocco di tutto il portafoglio di crediti in maniera continuativa nel tempo. Nell'Invoice trading le piattaforme sono in grado di valutare sia le caratteristiche dell'azienda cedente sia quelle dei debitori e una volta selezionate le fatture, esse vengono cedute ad asta o su marketplace integrati. L'estrema rapidità di

tali operazioni giustifica l'ampiezza dell'utilizzo di questo strumento da parte delle PMI. A sottolineare l'importanza di questo strumento, Italia fintech⁸ mette in evidenza dati riguardanti l'introduzione e i benefici dell'invoice trading nelle PMI italiane che negli ultimi tre anni ha riscontrato un tasso di crescita superiore al 40% in termini sia di valore sia di numero di fatture acquistate. Le fintech coinvolte nella ricerca utilizzano differenti modelli di business per mettere in atto le operazioni di invoice trading: il marketplace aperto è la soluzione maggiormente utilizzata, seguono il marketplace integrato, i portali specializzati in Supply chain Finance e gli advisor. L'invoice trading, per concludere, nasce per assolvere funzioni di canale complementare al credito bancario tradizionale, allo scopo di velocizzare ed innovare procedure spesso molto lente e di erogare maggiore liquidità alle PMI necessitano di migliorare sia i propri flussi di cassa che la propria posizione finanziaria netta.

Un ulteriore strumento consiste nel Direct Lending, ovvero un'erogazione diretta di finanziamenti da parte di investitori non bancari. Questa operazione permette alle PMI sia di ricevere prestiti a medio lungo termine per realizzare progetti di crescita dell'attività sia di vendere i propri crediti commerciali. Questa tipologia di prestito viene erogata all'impresa grazie ad investimenti attuati da soggetti diversi quali: gli investitori istituzionali, che operano attraverso fondi di investimento specializzati, e i privati. Il Direct Lending viene riconosciuto come uno dei più importanti strumenti per diversificare le fonti di finanziamento aziendali laddove vi è una particolare carenza nelle tradizionali. La presenza delle piattaforme fintech trova un ruolo fondamentale nella corretta conclusione di queste operazioni grazie all'utilizzo di infrastrutture digitali. La soluzione del Direct Lending è stata in

⁸ Italiafintech (28 febbraio 2023) "[Invoice trading in Italia: Analisi, opportunità e proposte](#)".

grado di convincere un elevato numero di imprese a porla in adozione, grazie soprattutto alla possibilità di presentare la propria esigenza direttamente sui siti dell'operatore scelto. Tra i principali vantaggi del Direct Lending si evidenziano infine: La velocità, la semplicità e la specializzazione degli operatori.

1.4 RICAMBIO GENERAZIONALE E STRATEGIA DI FINANZIAMENTO

Il tessuto imprenditoriale italiano è composto per la maggior parte da imprese familiari: le attività sono impostate al loro interno seguendo spesso compiti e ruoli caratterizzati da scarsa chiarezza e non dettagliati nei prospetti informativi. Una più recente analisi ha riportato come più della metà delle imprese italiane sia gestita da imprenditori in una fascia d'età che supera i 60 anni: in queste aziende, presumibilmente, nei prossimi 5 o 10 anni si risconterà la necessità di attuare un passaggio generazionale di management. La transizione vede coinvolti diversi fattori psicologici ed emotivi che, affiancati ai rischi e alle opportunità sul fronte organizzativo, costituiscono la base dell'analisi che segue. Prima di elencare e descrivere i differenti obiettivi del passaggio generazionale vi è in primo luogo la considerazione dell'impresa come realtà vivente. Gli obiettivi non si limitano al fine ultimo del trasferimento del patrimonio aziendale, ma rivolgono l'attenzione sull'esigenza di assicurare la continuità dell'impresa nel tempo. Il passaggio generazionale emerge quindi come processo fondamentale che, alle volte, può determinare il proseguimento o la fine delle attività in questione. Vengono individuate diverse tipologie di imprese, ognuna con diversa possibilità di attuare il passaggio o meno in funzione del fine stesso delle imprese in

oggetto. Si evidenziano di seguito alcune differenti situazioni aziendali. Le prime sono quelle in cui l'attività aziendale ha il fine ultimo di alimentare solo il patrimonio personale degli imprenditori: ciò pone l'azienda in una situazione finanziaria sottocapitalizzata e ad alto rischio. Il verificarsi di una crisi di mercato potrebbe mettere in discussione la fragilità del Patrimonio Aziendale e la tenuta stessa del modello di business: fra le principali criticità, oltre alla problematica derivante dalla distinzione poco netta tra patrimonio familiare e aziendale, l'equilibrio della Struttura Impieghi/Fonti.

Un'ulteriore situazione si riferisce al caso in cui l'attività viene considerata come fonte di occupazione per tutta la famiglia: motivo per cui spesso non vengono analizzate le competenze e le capacità professionali dei membri della famiglia. Questa situazione trova difficoltà nell'attuazione del passaggio a causa dell'assenza di valutazioni di merito, che non consentono la valorizzazione di chi è in grado di portare valore aggiunto all'attività, compresi managers e consulenti esterni.

In tutte le tipologie di situazioni aziendali presentate, per garantire la continuità dell'impresa è necessario delineare un processo di transizione che l'imprenditore deve essere in grado di attuare. Spesso la propensione di quest'ultimo e il suo impegno non sono tali da garantire l'efficace applicazione di questo processo. Sono da considerare in tal senso situazioni quali: elusione della successione, rinvio della successione e programmazione della successione in step pianificati. Nel primo caso l'imprenditore presenta una superflua propensione all'accentramento aziendale ed è così coinvolto nella gestione operativa più che strategica facendo emergere il rischio di compromettere la continuità aziendale. Nel secondo caso l'imprenditore è consapevole dell'esigenza di mettere in atto il passaggio generazionale ma lo rinvia sistematicamente. Nell'ultimo caso la programmazione favorisce la corretta introduzione del successore grazie all'applicazione di procedure volte

a garantire un subentro efficiente, dal punto di vista legale e tributario ed efficace, dal punto di vista aziendale.

Una volta osservate le maggiori criticità del ricambio generazionale nelle PMI, si osservano ora le soluzioni principali di finanziamento potenziali dopo il sopravvenuto inserimento del successore in azienda. L'erede designato per la continuazione dell'attività trova nell'80% dei casi una situazione di sottocapitalizzazione dell'azienda, spesso dovuta ad una confusionaria amministrazione del patrimonio aziendale da parte dell'imprenditore che lo ha preceduto. Alcune evidenze hanno dimostrato le principali motivazioni di sottocapitalizzazione quali: elevato squilibrio nel prospetto fonti/impieghi e la necessità sia di fare revamping sugli assets aziendali sia di rilanciare nuove linee di business volte allo sviluppo. Una volta individuato nel deficit di capitale l'elemento dirimente si procede al calcolo del fabbisogno finanziario effettivo, da cui scaturiscono le seguenti soluzioni di ricapitalizzazione. Una delle principali soluzioni alla sottocapitalizzazione d'azienda cui può fare ricorso il nuovo management è lo strumento del Private Equity. Questa modalità di ricerca di capitali attraverso il mercato si denota come primaria tra le diverse opportunità di funding. Tale strumento può essere interpretato in due diverse accezioni: inserire il Private Equity in azienda in minoranza o in maggioranza. Qualora l'erede dovesse ritenere opportuno l'ingresso della Private Equity non solo come supporto finanziario ma anche come supporto manageriale, una soluzione efficace potrebbe essere quella di inserirla in governance. I fondi di Private Equity⁹ sono fondi chiusi che raccolgono capitali provenienti da investitori professionali (Limited Partners) che vengono reinvestiti nel capitale di imprese non quotate. La durata di questa tipologia di investimenti è di circa dieci anni e viene suddivisa in due periodi:

⁹ Noverim, (1° dicembre 2022) "PMI e start up innovative: strumenti strategici per la finanza alternativa". (documentazione privata).

investment period e disinvestment period equamente distribuiti. La gestione di questi fondi è affidata ai General Partners, che hanno il controllo manageriale della società di gestione e prendono decisioni su quali e quanti investimenti effettuare. L'allineamento degli interessi tra General e Limited Partners si presuppone efficace quando il regolamento del fondo prevede clausole che limitano i rischi per i Limited Partners, sia sulla tipologia di investimento che sulle sue caratteristiche e in alcuni casi possono fare riferimento anche ad aree geografiche o settori specifici. In termini di remunerazione si distinguono tre classi: Management Fee, che riguarda la commissione imputata ai costi di gestione del fondo e alla retribuzione dei General Partners, Carried interests, applicati in percentuale sulla performance realizzata sopra un valore target (Hurdle Rate), e Coinvestimento, che implica una remunerazione variabile derivante dalle risorse comunemente investite da GP e LP. L'introduzione di fondi di Private Equity all'interno della PMI ha un'incidenza diversa a seconda dello stadio di vita dell'impresa. Ad esempio, se il fondo decidesse di entrare in un'impresa nel momento in cui l'imprenditore è ancora in cerca di finanziamenti per sviluppare la propria idea di business, il rischio e l'incertezza del rendimento potrebbero ostacolare l'ingresso del fondo. Se invece l'introduzione del fondo nell'equity dell'impresa avesse luogo nello stadio c.d. Early Stage, nonostante i rischi ancora elevati, il supporto fornito potrebbe rivelarsi molto efficace grazie all'intervento nelle decisioni strategiche e nell'intraprendere attività necessarie volte ad evitare errori da parte del management. Tra i principali effetti positivi sulle società target si evidenziano: iniezione di liquidità, condivisione di elevato know-how strategico e finanziario, elevati standard informativi interni ed esterni, la predisposizione ottenuta, in grado di orientare l'impresa verso operazioni come IPO o M&A, un solido rapporto con l'ecosistema finanziario e una messa a nuovo dei modelli di Governance. Tuttavia, le scelte aziendali di compatibilità non sempre adottano questa soluzione. Potrebbero altresì essere

soggette a revisioni per molteplici motivazioni: il rischio di una presenza in governance ritenuta eccessiva e di negative covenants troppo vincolanti sono solo alcuni tra gli esempi di potenziale incompatibilità. Generalmente, la preferenza dell'ingresso del private Equity in minoranza presuppone un intervento meno incisivo nella governance e nella pianificazione aziendale. L'adozione di questo tipo di strumento prevede in primo luogo una definizione ben chiara del ruolo dell'erede e quello del partner finanziario, nonché del fine ultimo dell'intervento e delle tempistiche di permanenza nell'impresa. È necessario quindi fornire una definizione delle modalità di uscita del P.E., del ruolo dell'AD e dei poteri e delle responsabilità dei soggetti coinvolti.

Esistono in alternativa due possibilità di ricapitalizzazione quali: l'aumento di capitale presso soci o la quotazione al mercato. Nel primo caso l'operazione prevede una sottoscrizione da parte dei soci già esistenti per un ammontare definito dal CFO e ritenuto necessario per rispondere alle necessità sopracitate. Nel secondo caso, la quotazione in Borsa¹⁰, è lo strumento che permette alla PMI di accedere al mercato dei capitali e prevede un processo di pianificazione delle attività preparatorie (Due Diligence) diverso a seconda del mercato cui si fa riferimento. La quotazione è una scelta strategica che può essere messa in atto dal destinatario del ricambio generazionale volta alla raccolta di capitali dal mercato. Il successo del processo di quotazione sopracitato dipende non solo dalle caratteristiche e dalla potenzialità del business in oggetto, ma anche dell'impegno da parte di tutti gli attori aziendali a favorire il buon esito di quest'iniziativa. Viene definita in primo luogo la scelta del mercato di riferimento, in Italia il processo di quotazione varia a seconda della scelta di quotazione in Euronext Growth Milan o Euronext Milan. La fase di preparazione ha un ruolo fondamentale per l'esito positivo della quotazione e dipende dall'attenzione rivolta sui seguenti ambiti:

¹⁰ Borsa Italiana (2022) "[Il processo di quotazione delle PMI](#)".

definizione di strategie volte alla creazione di valore, l'analisi del settore in cui la PMI opera e il vantaggio competitivo acquisito, la certificazione dei bilanci precedenti, la predisposizione di piani industriali prospettici, l'identificazione di un perimetro di quotazione adatto, l'implementazione di procedure e prassi volte ad una corretta gestione aziendale e la presentazione dell'equity story. Per poter garantire l'efficacia della preparazione nel rispetto degli ambiti sopraelencati è necessaria la composizione di una squadra manageriale adeguata. I costi che l'azienda sostiene per il processo di quotazione vengono sostenuti una volta sola ed, in alcuni casi, beneficiando di sgravi fiscali importanti: il beneficio permanente riguarda la visibilità aziendale e la possibilità di una più decisa valorizzazione del patrimonio aziendale nel M/L periodo.¹¹ La legge di bilancio 2018 ha inoltre introdotto il credito d'imposta sui costi di consulenza sostenuti per la quotazione quale forma di incentivo fiscale per le PMI che intendono quotarsi. Grazie alla combinazione di crediti di imposta e PIR (piani individuali di risparmio) sono state poste le basi per abbattere il divario esistente tra il mercato finanziario e le piccole-medie imprese. L'efficacia di questi due strumenti si riflette in un incremento del +126% di società quotate, che passano da 77 a 174 nel quinquennio 2017-2021. Questi costi sono necessari per assicurare la competitività della società e per fornire una struttura più solida in grado di affrontare le sfide del mercato internazionale. Sono inoltre costi che variano in funzione sia del mercato di quotazione sia della struttura, dimensione e complessità aziendale. Una volta messa in atto tutta la procedura di preparazione inizia il processo di IPO con le rispettive fasi: per la quotazione all'Euronext Growth Milan, dopo il processo di preparazione vengono

¹¹ Lambiase A. (2022) "La quotazione in borsa delle PMI: Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan", 4^a Edizione. Ed. FrancoAngeli.

selezionati advisors e consulenti e viene definita la struttura dell'offerta. Seguono le attività di Due Diligence e di raccolta degli ordini e la presentazione della domanda di ammissione. Non è molto diverso il processo di quotazione all'Euronext Milan che prevede, oltre all'introduzione del pre-marketing, una fase di istruttoria supervisionata e regolamentata dalla Consob e un'ammissione più lunga seguita dalla fase di collocamento composta da roadshow e bookbuilding.

1.5 CONCLUSIONI

La panoramica svolta sulla situazione attuale delle PMI italiane e sulle loro possibilità in termini di innovazione e sviluppo ha reso evidente la presenza di molteplici strumenti e iniziative che, se applicate con le giuste prerogative, permetterebbero alle PMI di raggiungere una solidità maggiore, di cui ora non godono. Le evidenze emerse dalle ricerche in termini di corporate governance e di ricambio generazionale evidenziano come la fitta presenza di aziende a conduzione familiare sia una delle fonti di maggior fragilità nell'ottica dello sviluppo e dell'innovazione d'impresa. Sono state messe in evidenza nel corso del capitolo le principali soluzioni alle criticità delle PMI in quanto esse, da anni caposaldo del settore industriale italiano, necessitano di sostegno e di iniziative valide per raggiungere una maggiore stabilità. Le nuove forme di finanziamento alternativo messe a disposizione sono la risposta alle esigenze di cambiamento di strategia finanziaria nelle imprese. Il tema di fondo è proprio la ricerca di canali di finanziamento alternativi all'indebitamento bancario tradizionale, da cui le PMI stanno provando a staccarsi, pronte a sostenere nuove e rapide alternative. La combinazione tra ricambio generazionale efficiente e finanza alternativa potrebbe rivelarsi la soluzione migliore per le imprese italiane che vogliono raggiungere una condizione tale

da permettergli di competere anche nei mercati internazionali. La quotazione, in questo senso, ha permesso e permetterà nei prossimi anni alle imprese di accedere a canali cui non si erano mai rivolte prima. La prospettiva di sviluppo delle piccole e medie imprese potrebbe inoltre, nei prossimi anni, ampliare il proprio contributo in termini occupazionali, per cui rappresentano già il 70% del totale degli occupati, e nell'ottica di crescita del PIL.

CAPITOLO 2

PMI IN EUROPA: CRITERI DI FINANZIAMENTO E PROSPETTIVE DI CRESCITA

2.1 INTRODUZIONE:

Nella maggior parte degli stati membri dell'Unione Europea il ricorso al credito bancario è la forma di finanziamento maggiormente utilizzata dalle PMI che operano in tale contesto¹². La più recente situazione economica, aggravata dalle criticità emerse nello scenario pandemico e post-pandemico, hanno generato una forte contrazione dei prestiti bancari, rendendo ancora più complicato il rapporto tra banca e impresa. Le limitazioni sull'accesso al mercato dei capitali hanno ridotto la possibilità, da parte delle imprese, di cercare finanziamenti e nuova liquidità nei mercati internazionali. Secondo i dati pubblicati dal Parlamento Europeo, le PMI rappresentano il 99% delle imprese presenti in Europa e forniscono oltre i due terzi dell'occupazione nel settore privato. I dati aggiornati al 2020 mostrano che oltre 766mila piccole e medie imprese europee hanno fatto ricorso ai fondi europei per finanziare la propria crescita e il proprio sviluppo. Le Banca Mondiale stima che saranno necessari oltre 600 milioni di posti di lavoro nei prossimi 7 anni, sarà quindi prioritario consentire lo sviluppo alle PMI, che contribuiscono a creare sette posti di lavoro su dieci, attraverso canali di finanziamento innovativi e semplificati. Osservati i numeri si rende evidente la necessità di promuovere la creazione canali alternativi o complementari per finanziare le imprese, tema preminente su cui banche ed istituzioni devono lavorare al fine di permettere

¹² [Piccole e medie imprese: note tematiche sull'Unione Europea.](#)

alle PMI di continuare a creare occupazione e valore aggiunto per il paese di provenienza. Le leggi emanate dal Parlamento Europeo che interessano le piccole e medie imprese trovano applicazione nei seguenti campi: fiscale (art. 110-113 del TFUE), concorrenza (art. 101-109 TFUE) e diritto societario (art. 49-54 TFUE). Inoltre, la definizione di PMI viene fornita dalla Commissione Europea nella raccomandazione 2003/361/CE. L'attenzione dell'Europa nei confronti delle piccole e medie imprese si è intensificata a partire dal 2008, anno nel quale è stato stipulato lo Small Business Act (SBA)¹³. Quest'iniziativa è nata con l'intenzione di integrare strumenti sia esistenti che nuovi al fine di incentivare le PMI, favorendone la crescita e il miglioramento in termini occupazionali. Tra le priorità di quest'iniziativa, riassunte in dieci punti, si evidenziano le intenzioni fondanti di ridurre il carico normativo, aumentare l'accesso alle fonti di finanziamento e migliorare l'accesso ai mercati e l'internazionalizzazione. Le misure predisposte nell'SBA sono state oggetto d'esame negli anni successivi ed hanno evidenziato alcune delle maggiori criticità riguardanti la persistente difficoltà nell'accesso ai finanziamenti e la preoccupazione derivante dagli oneri amministrativi e legali.

¹³ [Small Business Act per le PMI europee.](#)

2.2 STRUTTURA DEL CAPITALE DELLE PMI IN EUROPA

La struttura del capitale delle PMI in Europa è storicamente definita come quell'insieme composto da equity e debito di medio-lungo termine che contribuiscono al fabbisogno finanziario dell'impresa, utilizzato per investimenti ai fini dello sviluppo e della crescita dell'impresa stessa¹⁴. Stime più recenti riferiscono che l'EIB (European Investment Bank) e l'EIF (European Investment Fund) nel 2021 hanno supportato oltre 431 mila imprese con nuovi finanziamenti.¹⁵ I sostegni finanziari verso le PMI europee sono una priorità e, in termini di volume, alle stime del 2021 si osserva che su un totale di 94,9Mld di prestiti concessi dall'EIB, oltre il 47% è stato accordato alle PMI europee (circa 45Mld). Le scelte di finanziamento da parte delle imprese, che costituiscono il loro capitale, sono varie e dipendono non solo dalla loro dimensione, ma anche dall'area geografica di provenienza e dalle differenti fonti di finanziamento e iniziative di cui dispone l'area Euro. Di seguito vengono presentati i requisiti fondamentali che devono essere rispettati dalle PMI europee per accedere al credito ordinario: le c.d. SMEs (Small and Medium Enterprises) in Europa sono definite tali quando rispettano i prerequisiti generali su numero di dipendenti (10-249), totale valore della produzione (2-50Mln) e totale attivo (max. 43Mln). Queste condizioni generali consentono l'accesso al credito ordinario, che scaturisce nella maggior parte dei casi in indebitamento bancario. La presenza da sempre molto elevata di quest'ultimo nel capitale delle piccole e medie imprese deriva dall'essere la più agevole fonte di finanziamento. Allo stesso tempo però, l'eccessivo

¹⁴ Assolombarda (2021) "[Finanziare le imprese in Italia e in Europa](#)". Rapporto 08/2021.

¹⁵ The World Bank (2021) "[SME's Finance: Improving SME's access to finance and finding innovative solutions to unlock sources of capital](#)".

ricorso al credito bancario ha reso le piccole e medie imprese europee sempre più vulnerabili alle crisi finanziarie.¹⁶ Nel corso degli anni le PMI europee sono state disincentivate a cercare nuove fonti di finanziamento a causa della difficoltà nell'accedervi e dalla loro scarsità nel mercato.¹⁷ Uno dei principali fattori che ostacolano l'accesso a fonti di finanziamento alternative deriva dalla presenza di informazioni ridotte sulle PMI rispetto alle imprese di grandi dimensioni. Generalmente, le informazioni mancanti riguardano la chiara distinzione dei ruoli all'interno dell'impresa o dell'impossibilità di ricevere informazioni più remote sull'andamento economico-finanziario dell'impresa stessa. In Europa, infatti, indipendentemente dalla presenza della PMI in un paese sviluppato o meno, si riscontrano simili problemi per quanto riguarda i canali di finanziamento.

Un report della BCE¹⁸ ha reso evidente nel grafico sottostante le difficoltà principali riscontrate dalle PMI europee (dati al 2022), tra cui l'accesso ai finanziamenti e la possibilità di reclutare uno staff adeguato o un management esperto. I risultati emersi evidenziano un miglioramento significativo nel periodo successivo alla crisi pandemica. Nonostante i più recenti aumenti del costo del debito, le PMI europee non hanno ridotto la richiesta di finanziamenti alternativi da preferire all'indebitamento bancario.

¹⁶ Holm-Hadulla F., Musso A., Nicoletti G. and Tujula M. (2022) "[Firm debt financing structures and the transmission of shocks in the euro area, ECB economic bulletin, Issue 4/2022](#)".

¹⁸ [Survey on access to finance of enterprises \(SAFE\) 2022, European Central Bank](#). Chart 4.

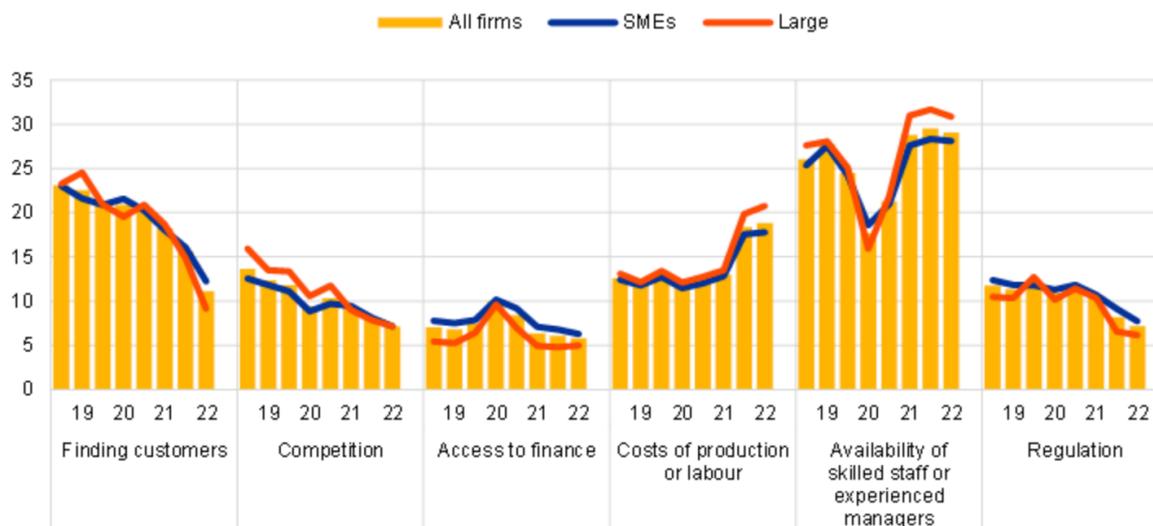


Figura 1 Survey on the access to finance of enterprises, 2022 Chart 4

Inoltre, in una delle sue ultime pubblicazioni, ha fornito un grafico in cui viene presentata la percentuale di debt securities rispetto ai prestiti bancari nel 2021 presenti nel capitale delle imprese europee.

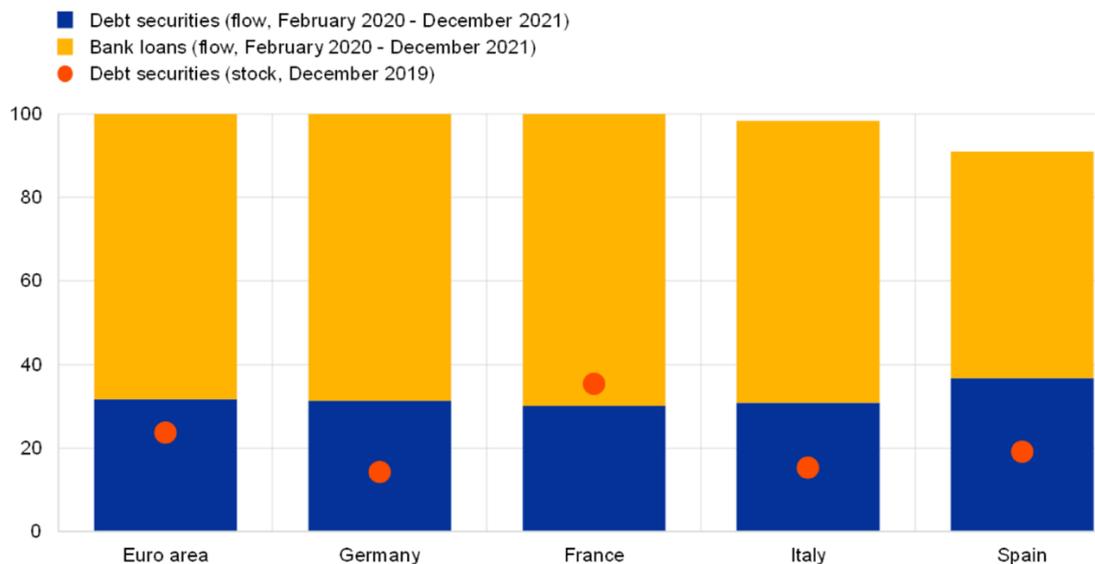


Figura 2 Firms debt financing structures and the transmissions of shocks in the euro area, Chart 2.

Risulta evidente, pertanto, che la maggior parte dei finanziamenti cui ricorrono le imprese derivi da indebitamento bancario (70%) mentre solo il 30% riguarda titoli di debito diversi.

Sono diverse ad oggi le fonti di finanziamento alternative predisposte sia dalle nazioni di riferimento, che propongono iniziative e incentivi volti alla crescita e allo sviluppo delle PMI nazionali, sia dalla Commissione Europea¹⁹. Le piccole e medie imprese europee ad oggi, possono diversificare la struttura del loro capitale grazie a varie fonti da cui ricavare nuova liquidità a condizioni meno stringenti rispetto a quelle tradizionali del debito bancario, rendendo così il proprio capitale più solido e meno condizionato dalle criticità del sistema finanziario. Tra le principali iniziative che vengono avviate dalle PMI europee per finanziarsi sono ricorrenti le operazioni di: Venture Capital, Private Equity, Direct Lending, Mini Bond e Invoice Trading²⁰.

Nonostante le diverse alternative offerte dal mercato, le PMI europee non sono ancora in grado di diversificare a pieno le proprie fonti di finanziamento. Un report pre-pandemico della BCE ha spiegato la correlazione tra il numero di risorse finanziarie utilizzate e la dimensione dell'impresa, evidenziando come le PMI facciano ricorso, per la maggior parte, a non più di due risorse finanziarie differenti.

¹⁹ Bańkowska K., Ferrando A. and Garcia J.A. (2020) “[Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data](#)”. Part of ECB Economic Bulletin, Issue 4/2020.

²⁰ De Fiore F., Uhlig H. (Febbraio 2015) “[Corporate Debt Structure and the financial crisis](#)”.

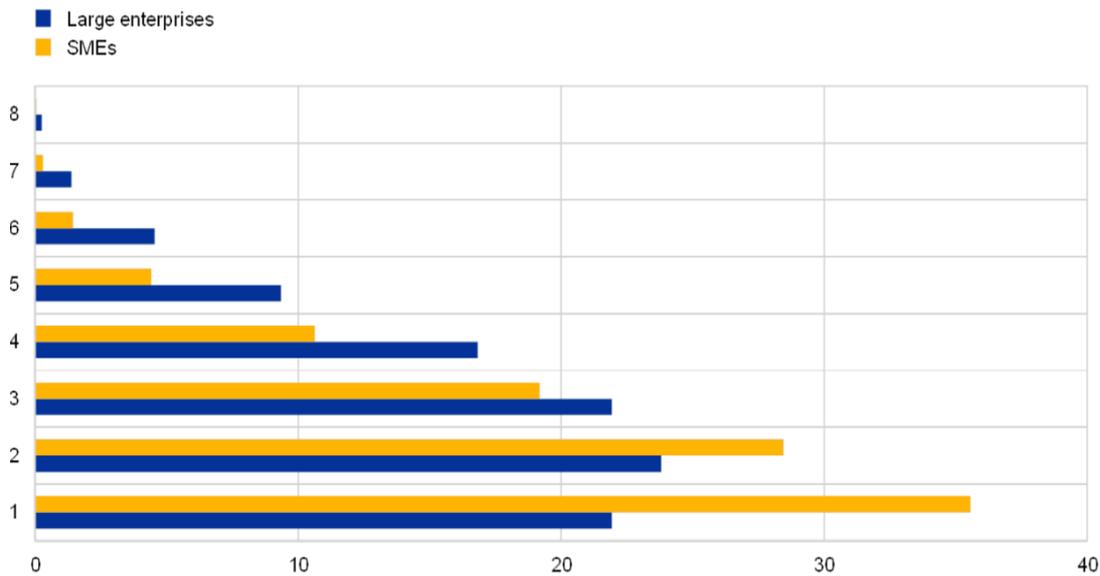


Figure 3 Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data, Chart 10

Negli ultimi quattro anni i cambiamenti in termini di reperibilità di finanziamento esterno per le PMI europee sono stati significativi e sono stati espressione della difficoltà delle imprese di diversificare i canali di finanziamento, non solo ai fini di solidità della struttura del capitale ma anche in termini di riduzione della dipendenza dall'indebitamento bancario.

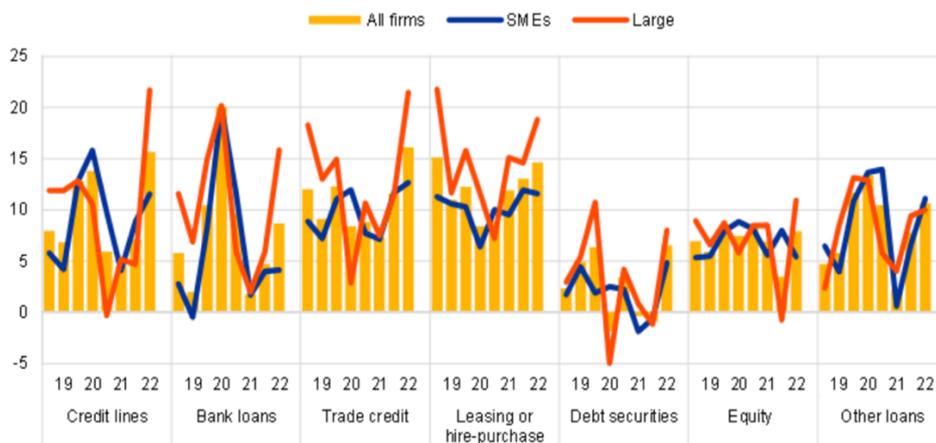


Figura 4 Survey on the access to finance of enterprises, Chart 6

Nel grafico sopra riportato, con l'attenzione rivolta alla linea blu, viene evidenziata la variazione, in calo dal periodo pandemico, della necessità di prestiti bancari. A crescere, invece, è la necessità di nuove linee di credito e di

debt securities, oltre che di differenti forme di finanziamento alternative. Il report della BCE²¹ riferisce che l'incremento della domanda di prestiti bancari deriva dalla Francia (15%) mentre la richiesta di maggiori linee di credito deriva dalla Germania.

2.3 CMU E AMPLIAMENTO DEI CANALI DI FINANZIAMENTO PER LE PMI

L'iniziativa predisposta dall'unione europea volta a creare un mercato unico dei capitali (CMU) ha come obiettivo principale quello di garantire un flusso di investimenti e di risparmi a vantaggio di tutti gli stati membri²². Se integrato e funzionante, garantirebbe diverse opportunità in primis sulle nuove fonti di finanziamento alle imprese, in particolare a sostegno delle PMI europee. Ulteriori vantaggi del CMU si riferiscono ad una riduzione del costo della raccolta dei capitali, al sostenimento di progetti di investimento a lungo termine ed ha come fine ultimo quello di rendere il sistema finanziario dell'UE più stabile. L'unione dei mercati è fondamentale ai fini della crescita economica e competitiva dell'Unione Europea, e consentirebbe la corretta applicazione delle principali politiche UE come: transizione verde, transizione digitale ed autonomia strategica.

Nel 2015 la commissione europea ha presentato per la prima volta un piano d'azione volto all'unione del mercato dei capitali. Le questioni più rilevanti,

²¹ ECB (14 ottobre 2022) "[Survey on access to finance of enterprises \(SAFE\) 2022, European Central Bank](#)".

²² Consiglio europeo, consiglio dell'unione europea. (2022) "[Unione dei mercati dei capitali](#)".

in grado di creare ostacoli alla realizzazione del mercato unico, sono individuate in specifici settori quali vigilanza, regimi fiscali e insolvenza.

L'ampliamento dell'accesso alle fonti di finanziamento basate sul mercato per le imprese europee si trova al centro dell'unione dei mercati dei capitali. A tal fine, le iniziative proposte nel CMU si impegnano a creare un quadro normativo favorevole a sostegno dell'accesso a finanziamenti pubblici per le PMI europee²³. Nell'ottobre 2020 la Commissione Europea, al fine di promuovere l'uso dei 'growth markets' per le PMI, ha istituito un gruppo tecnico di esperti di piccole e medie imprese denominato TESG (Technical Expert Stakeholders Group). Questo gruppo è stato incaricato di monitorare e valutare il funzionamento dei 'growth markets' per le PMI, fondendo competenze e contributi su aree rilevanti dell'accesso delle PMI ai mercati dei capitali. Il loro lavoro, conclusosi nel 2021, trova nella sua relazione finale dodici raccomandazioni concrete per promuovere la quotazione delle PMI. Sulla base delle raccomandazioni del TESG²⁴ e delle misure adottate dai co-legislatori nel pacchetto per la ripresa del mercato dei capitali (Capital Markets Recovery Package), il 7 dicembre 2022 la Commissione ha adottato un pacchetto di proposte legislative volte alla riduzione della burocrazia per le società che desiderano raccogliere fondi sui mercati pubblici europei. La proposta valuta in modo critico le norme applicabili alle società che si sottopongono a un processo di quotazione e alle società già quotate sui mercati dell'UE. Il pacchetto emesso comprende diverse proposte legislative, terza

²³ European Commission press release (7 dicembre 2022) "[Capital Markets Union: new proposals on clearing, corporate insolvency and company listing to make EU capital markets more attractive](#)".

²⁴ Commissione Europea (Maggio 2021) "[Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group \(TESG\) on SMEs](#)".

delle quali è il rinnovamento normativo riguardante la quotazione sui mercati, volta alla riduzione degli oneri amministrativi e burocratici e a facilitare l'accesso delle PMI europee alla quotazione. Le altre due direttive sono rivolte ai c.d. clearing services e all'armonizzazione delle normative in tema di insolvenza.²⁵

Il c.d. Listing Act è parte della proposta della Commissione Europea per semplificare la normativa sulla quotazione in borsa ed ambisce a rendere più proporzionati i requisiti da rispettare sia prima che dopo la quotazione, oltre che a mantenere un grado di trasparenza e di protezione degli investitori adeguato²⁶. È quindi la trasparenza informativa il fattore chiave di cui le PMI europee necessitano per accedere a nuove fonti di finanziamento, grazie alla quale gli investitori saranno più propensi ad investire e perdurare ai fini della crescita aziendale e settoriale. Il 7 dicembre 2022 la Commissione Europea ha emesso con il un pacchetto di misure, Listing Act compreso, volte a facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese europee nel mercato dei capitali e ad attirare nuovi investitori, mantenendo allo stesso modo un alto livello di protezione degli stessi e garantendo l'integrità del mercato. La criticità principale dell'accesso ai mercati regolamentati per le PMI europee è dovuta agli eccessivi requisiti richiesti. La nuova proposta è pertanto volta ad una semplificazione della documentazione richiesta, oltre ad uno snellimento del processo di esaminazione da parte degli enti nazionali di supervisione e alla velocizzazione e riduzione dei costi di quotazione. Tra gli obiettivi principali si evidenzia la volontà di permettere alle PMI europee di quotarsi sui c.d.

²⁵ World Bank Group, (Maggio 2018) “[Improving access to finance for SME’s: Opportunities through credit reporting, secured lending and insolvency practices](#)”.

²⁶ European Parliament. Collovà C., Höflmayr M., Hipp F. (Dicembre 2022) “[Listing Act: SMEs and access to capital](#)”.

Grow Markets utilizzando l'emissione di azioni a voto multiplo, per garantire un controllo sufficiente da parte della governance precedente anche dopo la quotazione. Un ulteriore obiettivo del Listing Act è relativo al sostegno per le PMI europee ad attrarre nuovi investitori e ad implementare la ricerca di finanziamenti. L'emissione di questo pacchetto normativo ha inoltre evidenziato l'importanza del MAR (Market Abuse Regulation), volto al rispetto e all'adempimento della divulgazione informativa interna delle PMI europee che intendono rivolgersi al mercato dei capitali e che non dispongono ancora di un sistema informativo trasparente e adeguato per poterne fare ricorso.

Un ulteriore provvedimento contenuto nel pacchetto normativo del 7 dicembre 2022 riguarda l'armonizzazione delle leggi in tema di insolvenza. Questa proposta mira alla semplificazione del processo di recupero dei crediti dall'insieme fallimentare liquidato, oltre che a rendere più efficienti le procedure di insolvenza e garantire una distribuzione equa e prevedibile del valore recuperato tra i creditori²⁷. Questa direttiva incorpora due atti legislativi già adottati di recente; il primo riguarda le procedure di pre-insolvenza e l'estinzione di debiti a seguito di procedure di insolvenza mentre il secondo riguarda il regolamento sulla determinazione della giurisdizione e della legge applicabile in caso di insolvenza transfrontaliera. Tra gli obiettivi principali del CMU vi è infatti quello di agevolare gli investimenti transfrontalieri e di rafforzare e armonizzare procedimenti legislativi in tema di insolvenza che sono ad oggi disomogenei e soggetti a normative nazionali. La direttiva proposta prevede regole comuni per tutti gli aspetti relativi alle procedure di insolvenza, tra cui l'annullamento delle transazioni effettuate dal debitore

²⁷ European Parliament, Issam Hallak Members' Research Service (Marzo 2023) "[Harmonising certain aspects of insolvency law in the EU](#)".

prima dell'apertura della procedura d'insolvenza, il rintracciamento dei beni appartenenti alla massa fallimentare, l'obbligo per gli amministratori di presentare una richiesta di apertura della procedura d'insolvenza ed una procedura di liquidazione semplificata per le microimprese. L'insieme di iniziative e di regole comuni è rivolto anche alla riduzione dei tempi medi di recupero dei crediti, molto variabile tra i paesi europei. Stando ai dati pubblicati dall'EBA (European Banking Authority), il tempo di recupero dei crediti spazia in un range molto ampio, mediamente tra i 6 mesi e i 7 anni, che varia a seconda dello Stato Membro di riferimento. Il tasso medio di recupero dei crediti nell'area euro nel 2018 era pari al 40% dell'importo totale al momento dell'inadempienza, ma si estendeva dalla Polonia (6,9%) alla Danimarca (95,2%). L'EPRS (European Parliament Research Services) ha reso disponibile nel grafico sottostante il tasso medio di recupero dei crediti in stato di insolvenza per le PMI europee, che nel 2018 era mediamente del 34%.

PANEL A: Small and medium-sized enterprises

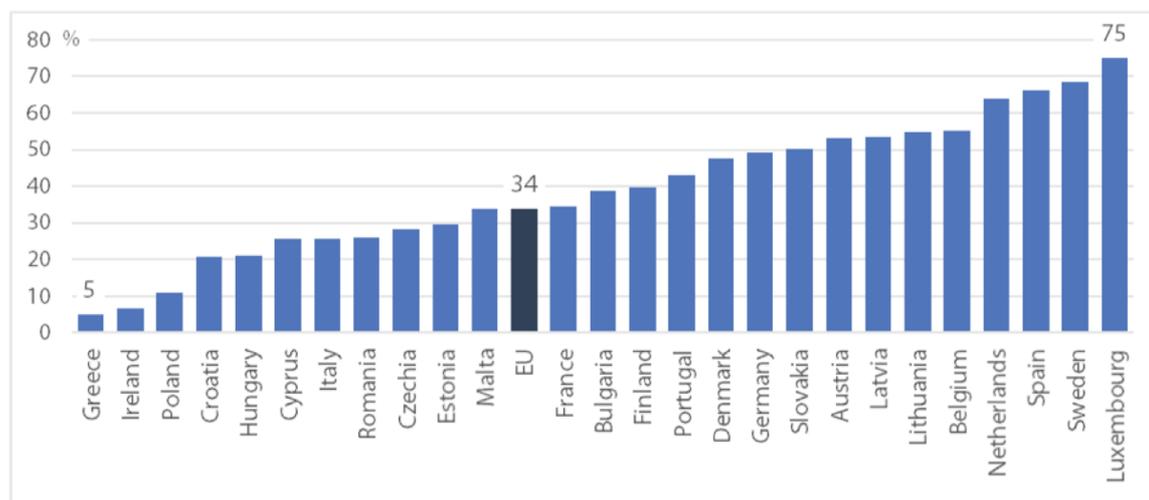


Figura 5 Harmonising certain aspects of insolvency law in EU, Panel A

Si ritiene importante evidenziare che i paesi con il minor tasso medio di recupero dei crediti siano gli stessi che presentano contemporaneamente tempi di recupero medi tra i più elevati e costi giudiziari per il recupero più bassi.

EU Benchmarks – Time to Recovery (years), per EU Member-State – SMEs

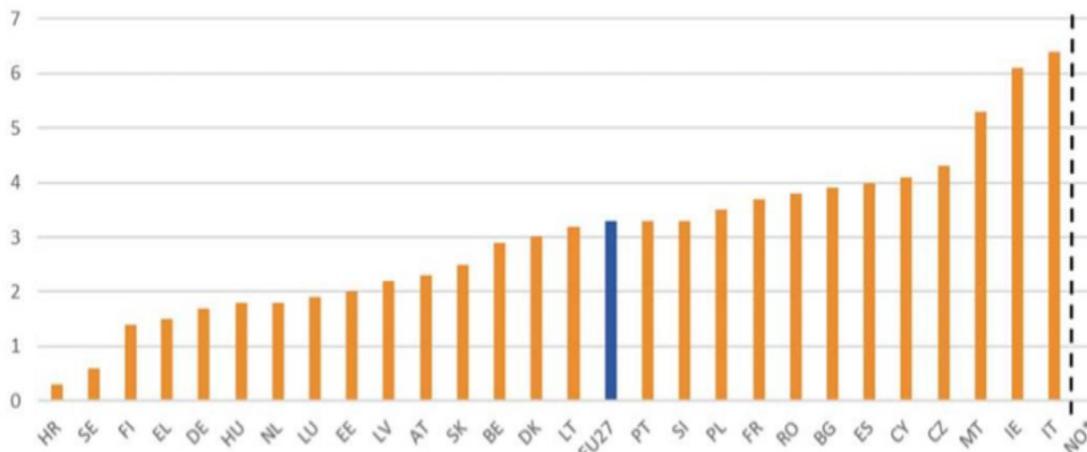


Figura 6 EU benchmarks of insolvency frameworks and main determinants of recovery rates and time to recoveries for bank loans p. 10

EU Benchmarks – Judicial Cost to Recovery (%), per EU Member-State – SMEs

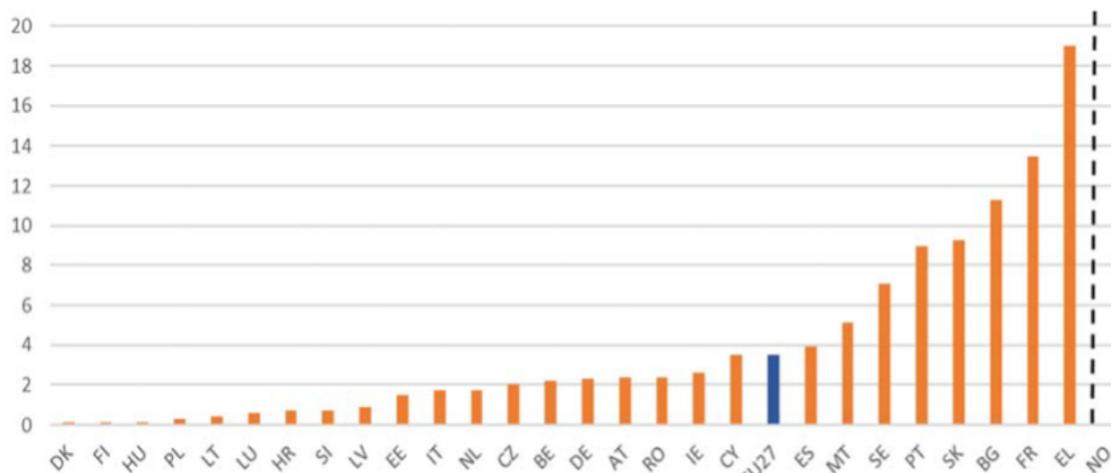


Figura 7 EU benchmarks of insolvency frameworks and main determinants of recovery rates and time to recoveries for bank loans p. 10

2.4 ACCESSO A NUOVE FONTI DI FINANZIAMENTO: OPPORTUNITÀ ED IMPATTI

L'Unione Europea negli ultimi dieci anni ha introdotto numerose iniziative volte a finanziare ed agevolare le piccole e medie imprese europee, da cui dipende oltre il 70% dell'occupazione totale e circa il 60% del valore aggiunto. La loro presenza nell'area euro conta il 99,8% del totale delle imprese, diventa necessario permettere loro di accedere a nuova finanza in tempi brevi attraverso lo snellimento burocratico di tale processo. La necessità di diversificazione delle fonti di finanziamento è rilevante per le PMI europee al fine di poter perseguire i propri obiettivi di sviluppo e mantenere crescenti i trend occupazionali e di valore aggiunto. Le limitazioni più frequenti sono dovute all'assenza di un prospetto informativo adeguato ai fini della valutazione e comparazione delle imprese. Diventa fondamentale in tal senso la presenza di un set informativo dettagliato e trasparente da trasmettere nel sistema, all'obiettivo di attrarre nuovi investitori. Al fine di sostenere al meglio le PMI europee nella raccolta di capitali, la Commissione Europea mette a disposizione diversi strumenti finanziari, garantendo soluzioni equivalenti, se non migliori, al tradizionale indebitamento bancario.

Uno dei principali programmi di investimento attuati dalla Commissione Europea è stato il COSME (Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises), uno strumento di garanzia dei presiti che, affiancato all'EFSI (European Fund for Strategic Investments), ha permesso a più di 800mila piccole e medie imprese europee di ricevere oltre 50Mld di sostegno finanziario al debito attraverso diverse forme come leasing e prestiti. Questo programma, nato come attuazione dell'SBA, rispecchiava la volontà della Commissione europea di evidenziare il ruolo centrale delle PMI europee ed in particolare il loro contributo all'occupazione. Tra gli obiettivi principali del COSME, oltre all'agevolare l'accesso ai finanziamenti e ai mercati, vi era anche l'incoraggiamento alla cultura imprenditoriale e la creazione di un ambiente competitivo.

L'efficacia di quest'iniziativa, terminata nel 2020, è confluita in 'InvestEU programme'²⁸, che tra il 2021 e il 2027 ha stanziato un budget garantito dall'UE pari a circa 372Mld da utilizzare per investimenti nelle imprese europee. Parte di questo budget è destinato agli investimenti nelle PMI europee, sostenute in gran parte da EIF ed EIB. Quest'iniziativa è rivolta principalmente alle PMI percepite come ad alto rischio o con garanzie insufficienti, comprese le imprese innovative, quelle ad alta intensità di consumo energetico che stanno transitando verso soluzioni più sostenibili e quelle che adottano pratiche commerciali digitali. Lo sportello dedicato alle PMI di InvestEU sostiene anche l'equity financing per le imprese che operano in settori di interesse speciale per la politica dell'UE come spazio aereo e difesa, sostenibilità, digitalizzazione e tecnologie green. La peculiarità di questo programma è la possibilità da parte delle PMI europee di farsi finanziare in ogni stadio di vita dell'impresa, dall'avvio alla quotazione in borsa. Tra i principali strumenti cui fa ricorso questo programma vi sono gli accordi con diversi investitori, in particolare con business angels, fondi di venture capital e compagnie assicurative.

I business angels possono rivelarsi figure chiave in tutte le PMI europee in fase di avvio o crescita che operano in settori emergenti. Agiscono individualmente o come parte di un consorzio in cui assumono il ruolo di leader e investono direttamente parte del loro patrimonio in imprese private nuove o in crescita. Si tratta di individui con un'ampia esperienza nel mondo del business che sono ancora attivi nella ricerca di investimenti ad alto rischio e alto rendimento. Oltre al capitale, i c.d. 'angel investor' forniscono all'imprenditore esperienza nella gestione aziendale, competenze e parte dei

²⁸ European commission (2021) "[InvestEU Fund – SME window](#)".

propri contatti²⁹. L'introduzione dei business angels nelle piccole e medie imprese porta vantaggi sia in termini economici (colmando l'equity gap) che di supporto, in quanto guide esperte in grado di suggerire decisioni o scelte, senza interferire direttamente nelle stesse poiché non dispongono del sufficiente grado di proprietà per farlo. Negli ultimi anni queste figure si sono affermate sempre di più, configurandosi in alcuni paesi europei come la seconda fonte di finanziamento esterna per le nuove PMI dopo la famiglia e gli amici. Anche questa tipologia di investitori è promossa e supportata dall'Unione Europea, la quale mette a disposizione diverse iniziative per incentivare i privati ad investire nelle imprese. Promuovere gli investimenti dei business angels consente di ottenere un effetto leva per le economie, in quanto essi possono determinare la sopravvivenza e la crescita delle PMI europee. Una delle principali iniziative attuate dall'Unione Europea è quella di co-investire con i business angel facendo ricorso a fondi pubblici. È stato attuato, alternativamente, un sistema di sgravi fiscali per coloro che investono in start-up, che prevede una detrazione fiscale immediata nel processo di investimento. La scelta di introdurre fondi di cofinanziamento si è rivelata efficace poiché rappresenta la soluzione principale alla tematica sulle assunzioni di rischi. Cofinanziando le PMI, gli enti pubblici e i business angel diminuiscono il rischio assunto e la percezione dello stesso, oltre alla possibilità di raccogliere somme maggiori ed effettuare più investimenti. Si vedono ridotte anche le spese, in quanto le competenze e l'assistenza vengono fornite da entrambe le parti così come le commissioni di gestione.

Questa opzione non avviene unicamente tra business angels ed enti pubblici, tra le diverse opportunità di coinvestimento la tendenza generale è quella di

²⁹ European Commission(2021) "[Directorate-General for Internal market, industry, entrepreneurship and SMEs,Business Angels overview](#)".

coinvestire con un altro business angel, seguita da altre opzioni indicate nel grafico che segue³⁰.

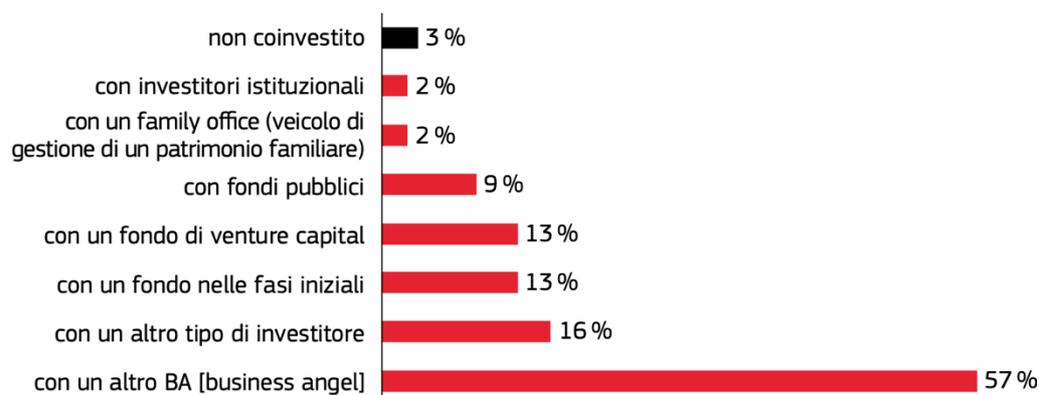


Figura 8 *Fostering business angels activities in support of SME growth*. p.20

Il processo di coinvestimento passa per alcuni punti fondamentali, al fine di gestire al meglio tempo e risorse per garantire lo sviluppo e la sopravvivenza della PMI interessata. Il primo passo è quello di identificare le parti interessate al progetto; l'attenzione si sposta quindi sulla definizione di obiettivi e caratteristiche essenziali del regime di coinvestimento e all'elaborazione di norme e contratti tra i business angel e i fondi individuati. Una volta esaminate tutte le candidature presentate vengono selezionati solo alcuni investitori e con essi si concludono i contratti che possono essere sottoscritti con singoli business angel o consorzi. Qualora ci si rivolgesse ai consorzi di business angels, e fossero stati rispettati tutti i punti precedenti, il passo successivo sarebbe quello di trasferire il proprio denaro ai consorzi al fine di evitarne l'inattività e il deterioramento. La PMI/start-up interessata, durante questo processo e una volta ricevuti i fondi, deve regolarmente fornire relazioni sull'andamento dei progressi compiuti. Una volta terminato il lavoro all'interno della PMI, il business angel che ha co-investito con il consorzio

³⁰ European Commission (2015) "[Fostering business angels activities in support of SME growth](#)". Directorate-General for internal market, industry, entrepreneurship, and SMEs.

riceverà proporzionalmente la somma disinvestita dal consorzio al momento dell'uscita. Si effettuano infine le valutazioni finali sul progetto e i relativi risultati ottenuti.

Un report aggiuntivo fornito dalla commissione europea sull'incidenza dei business angel e dei loro investimenti sull'occupazione spiega nel grafico sottostante come le imprese in cui i business angel apportano capitali, che vedono un'occupazione media di cinque dipendenti, riescono a triplicarne il numero nei primi tre anni. Ciò avviene perché all'aumentare del capitale apportato in azienda, sarà maggiore la produttività e gli investimenti attuati dalla stessa, tra cui quelli in personale qualificato e di manodopera, se necessaria.

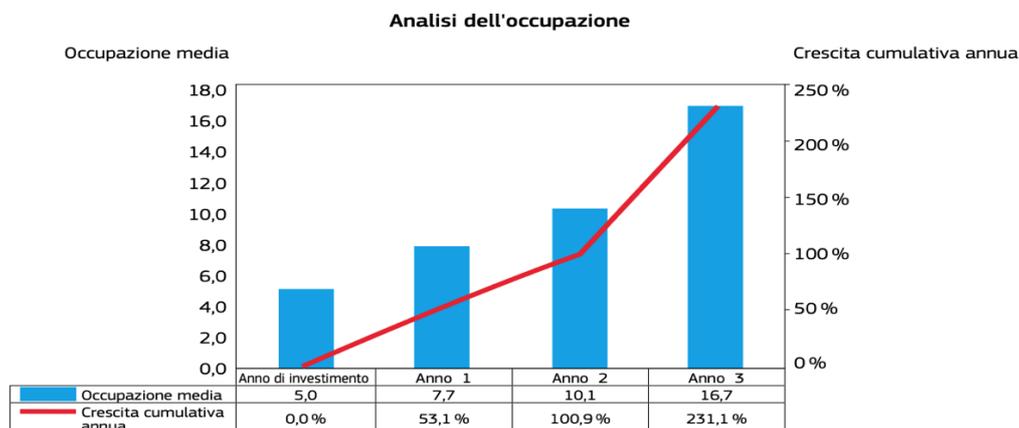


Figura 9 *Fostering business angels activities in support of SME growth*, p10

Un'ulteriore forma di finanziamento alle PMI europee è il Venture Capital, ovvero una forma di 'equity financing' attuata da fondi di investimento al fine di finanziare le PMI che necessitano di nuovi investitori per finanziare i propri progetti³¹. La differenza sostanziale tra questa tipologia di finanziamento e i Business Angel è che questi ultimi attuano investimenti in progetti di cui

³¹ Bellucci, A., Gucciardi, G. and Nepelski, D. (2021) "Venture Capital in Europe: [Evidence-based insights about Venture Capitalists and venture capital-backed firms](#)". Publications Office of the European Union, Luxembourg.

conoscono già bene il settore mentre i Venture Capitalist si focalizzano sulla potenzialità economica del progetto e non sul settore di provenienza. I Venture Capitalist apportano nuova finanza alle PMI europee a seconda del ciclo di vita dell'impresa, applicando una tipologia di finanziamento proporzionata allo stadio in cui si trova. In aggiunta alle tipologie scelte sulla base del ciclo di vita i Venture Capitalist possono configurarsi anche come acceleratori, ovvero portatori di capitale e supervisione per un periodo predeterminato in cambio di quote della società. L'intervento del Venture Capitalist per le PMI europee è uno dei migliori canali alternativi di finanziamento in quanto consente ai proprietari dell'impresa di mantenere il controllo sulla stessa, affidando quote minoritarie ai fondi che apportano capitali. La questione dell'assetto proprietario è un tema fondamentale per le PMI europee, in quanto gran parte delle stesse ha fatto sempre ricorso all'indebitamento bancario per paura che l'affidarsi alle nuove forme di finanza alternativa potesse far perdere ai proprietari gran parte del controllo della società.

L'ammontare di investimenti e di accordi conclusi dai fondi di VC è strettamente correlato al paese in cui vengono effettuati, questo perché in ogni paese è differente l'incentivo che viene applicato agli investitori. Nel grafico sottostante si rende evidente come la maggior parte degli investimenti è destinata alle PMI del Regno Unito, della Germania e della Francia, così come lo sono il numero di accordi conclusi.

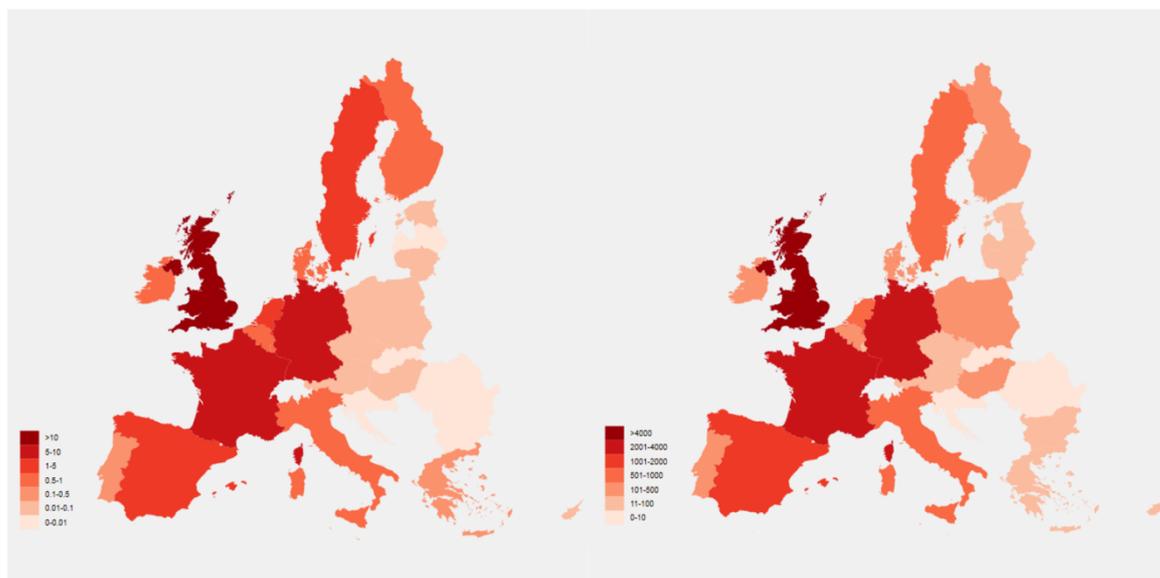


Figura 10 Venture capital in Europe, evidence-based insights about venture capitalists and venture capital backed firms.
 figura 3.6

Il principale ostacolo all'adozione di questa tipologia di finanziamenti consiste nella possibilità che, se la PMI presa in considerazione è controllata da terzi, la valutazione delle dimensioni aziendali (Raccomandazione 2003/361/CE) deve essere effettuata includendo anche i dati delle altre imprese del gruppo. Ne consegue che, se l'investitore acquisisce più del 50% del capitale o dei diritti di voto attraverso il suo investimento, la PMI interessata e l'investitore vengono considerati come gruppo e possono perdere lo status di PMI. Questo fenomeno potrebbe portare ad un impatto concreto sulla PMI in questione che perdendo lo status di non rientrerebbe più nei parametri di ammissibilità ai programmi di finanziamento della CE.

2.5 CONCLUSIONI

Nel corso di questo capitolo sono state esposte le principali caratteristiche delle PMI europee, sia per quanto riguarda la struttura del capitale, ancora oggi molto lontana dalla riduzione del tradizionale indebitamento bancario, sia per quanto riguarda le maggiori criticità che esse incontrano nell'accedere a fonti di finanziamento alternative. Le disposizioni emanate dalla Commissione

Europea, volte ad una riduzione burocratica dell'accesso ai mercati per le PMI europee e ad un'armonizzazione della regolamentazione in tema di insolvenza, sono state applicate da circa quattro mesi e necessitano di tempistiche più lunghe per poterne valutare l'efficacia. L'unione dei mercati dei capitali (CMU) sta trovando ampio spazio di discussione, nonché di approfondimento, poiché il sostegno alle PMI si è rivelato fondamentale per sviluppare e sostenere la crescita dell'UE dal punto di vista economico e finanziario. Le piccole e medie imprese, colonna portante del sistema produttivo europeo, necessitano di iniziative costanti ed efficaci al fine di poter aumentare il proprio contributo sia dal punto di vista occupazionale che di valore aggiunto, cui già contribuiscono in gran parte. L'iniziativa del COSME si è rivelata talmente efficace che le sue direttive, rivolte alle PMI europee, sono state utilizzate come basi per l'apertura dello sportello PMI di investEU. Questo programma, partito nel 2021 con deadline fissata al 2027 è uno dei più grandi pacchetti attuati dall'Europa per finanziare le imprese dei paesi che vi fanno parte. Ad accompagnare quest'iniziativa, il Listing Act ha emanato alcune direttive che potrebbero rivelarsi essenziali nell'accesso a nuovi finanziamenti per le PMI europee, ancora troppo affezionate all'indebitamento bancario. Risulta evidente, pertanto, che la creazione di nuovi ed affidabili strumenti di finanza alternativa vengano resi disponibili all'ecosistema delle PMI, in qualsiasi settore esse operino. La promozione di servizi come Venture Capital e business angels hanno portato a notevoli risultati per quanto concerne le PMI in fase di sviluppo ma la loro polarizzazione territoriale ostacola particolarmente i paesi che non rientrano nella top dieci europea. L'intervento dell'unione europea deve essere rivolto anche a tutti i paesi che non dispongono di sufficienti iniziative nazionali per la promozione di investimenti nelle PMI o nella creazione delle stesse. Le nuove iniziative europee che verranno rese disponibili nei prossimi anni dovranno mettere quindi al centro delle loro proposte la promozione di servizi

alle piccole medie imprese, contribuendo a mantenere stabili i livelli di nuova occupazione già raggiunti ed incrementarli.

CAPITOLO 3 PMI: UN CONFRONTO ITALIA – GERMANIA

3.1 INTRODUZIONE

Al fine di elaborare un campione efficiente da cui ricavare dati rilevanti sull'export del nostro paese verso la Germania e confrontarne i risultati ottenuti sono stati individuati i seguenti prerequisiti: perimetro delle PMI; numero di dipendenti, fatturato, totale di bilancio annuo e determinati ratio patrimoniali ricorrenti per l'accesso al credito; individuazione dei settori strategici di maggiore interesse ai fini dell'export (elaborati SACE): Industrie alimentari, Fabbricazione di prodotti chimici, Fabbricazione di prodotti farmaceutici di base e di preparate farmaceutici, Metallurgia, Fabbricazione di prodotti in metallo, Fabbricazione di computer e di prodotti di elettronica e ottica, Fabbricazione di macchinari ed apparecchiature NCA, Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi. Stando a questi requisiti è emerso un campione pari a 25.012 PMI. Un report successivo derivante dalla ricerca di un perimetro geografico regionale corrispondente ai criteri sopraelencati ha ricondotto ad un totale di imprese pari a circa 21.953, di cui più del 87,76% proviene da: Emilia-Romagna, Veneto, Lombardia, Piemonte, Toscana, Liguria, Campania, Friuli-Venezia Giulia, Trentino-Alto Adige e Lazio.

La scelta delle regioni deriva dalla ricerca effettuata sulle maggiori regioni esportatrici nel territorio nazionale verso il territorio tedesco, che pone sempre di più il suo affidamento nei confronti delle PMI italiane manifatturiere per sviluppare la propria economia.

Analisi e report di dati successivi in questo capitolo mettono in evidenza il confronto e l'interdipendenza di queste due economie, all'obiettivo di mettere in luce le principali differenze in termini di strutture del capitale, del debito e della redditività aziendale.

3.2 IL CAMPIONE

La scelta di mettere in evidenza l'interdipendenza e le relazioni tra PMI manifatturiere italiane e tedesche deriva innanzitutto dai dati che individuano la Germania come primo mercato di destinazione per l'export italiano.

L'analisi effettuata pone poi attenzione ai dati riguardo l'import tedesco nei confronti del mercato italiano che, nel 2021, è arrivato a 77Mld di euro, circa il 25,6% in più rispetto al 2020³². Nello stesso report viene mostrato l'andamento dell'export italiano dal 2020 e le previsioni sulle prospettive di crescita fino al 2025.

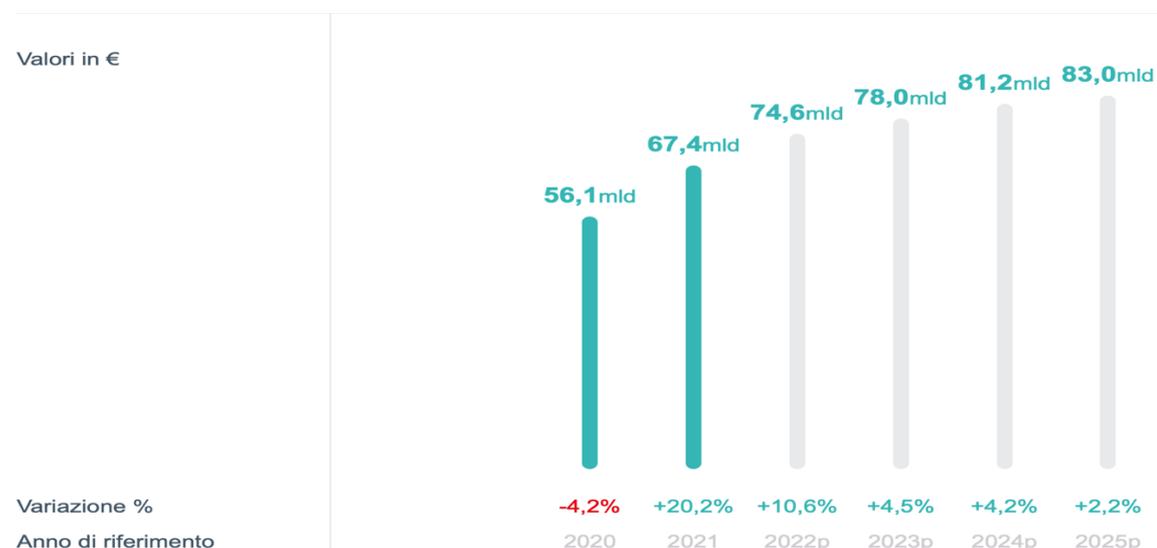


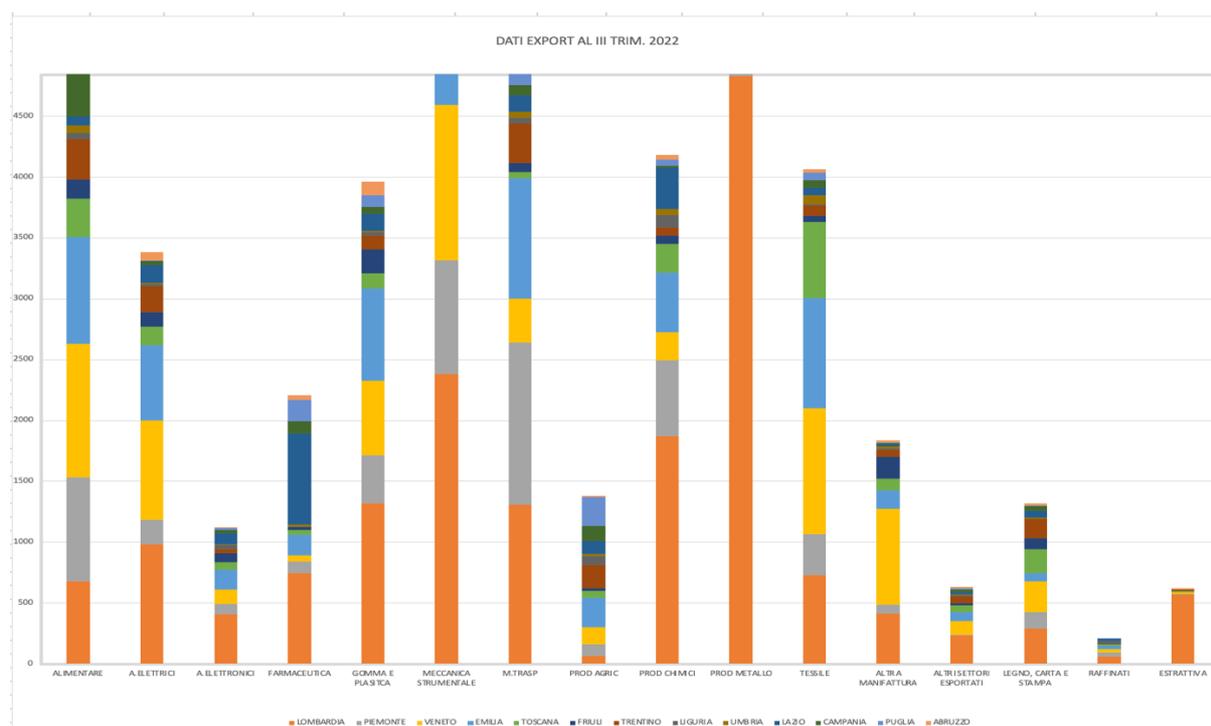
Figura 11 Opportunità per l'export italiano e indici di rischio. SACE, scheda Germania. Report 2021. p.2

Le imprese italiane vengono poi raggruppate in un grafico concernente i dati regionali (al III trim. 2022) espressi in Mln di euro e divisi a loro volta in settori esportativi per indicare quali essi siano e in che volume vengano esportati in Germania. Nella tabella sottostante si evidenzia come i principali settori esportati verso la Germania siano: Produzione Metallo, Prodotti

32

SACE (2021) "[Opportunità per l'export italiano e indici di rischio](#)". Report scheda Germania.

chimici, Tessile, Mezzi di Trasporto, Meccanica strumentale, Gomma e Plastica, Apparecchi Elettrici e Alimentare. Grazie alla stessa tabella è stato possibile individuare le regioni con il volume di export maggiore, tra le quali primeggia la regione Lombardia (16,87Mld), seguita da Veneto (8,5Mld), Emilia-Romagna (7,94Mld), Piemonte (5,8Mld), Lazio (3,14Mld) e Toscana (2,73Mld).



Osservando inoltre i dati del report sull'interscambio Italia-Germania del 2022 fornito da AHK, Camera di Commercio Italo-Tedesca, si mette in luce un interscambio totale di 168,5Mld di euro, ai massimi storici avendo realizzato una crescita di oltre il 18% rispetto al 2021, confermando la Germania come primo partner commerciale per l'Italia. Si ritiene importante evidenziare che, a livello regionale, la Lombardia ha contribuito per oltre 56Mld di euro, valendo circa un terzo dell'interscambio totale. A dimostrazione della connessione tra le strategie industriali di Italia e Germana i dati riportati evidenziano i solidi rapporti tra i due paesi, in grado di ampliare i loro livelli

di interscambio nonostante il recente conflitto russo-ucraino, che ha condizionato pesantemente i rapporti e gli scambi tra i paesi dell'UE³³.

Nello stesso report vengono confermati, come evidenziato in precedenza, i settori chiave di import-export con la Germania nel 2022 e le relative tendenze di crescita rispetto all'anno precedente.

Settori-chiave: import ed export

Inflazione media 2022 in Italia: 8,1% (NIC) | Picco 2022 inflazione in Italia: 11,8% (NIC, ottobre e novembre 2022)

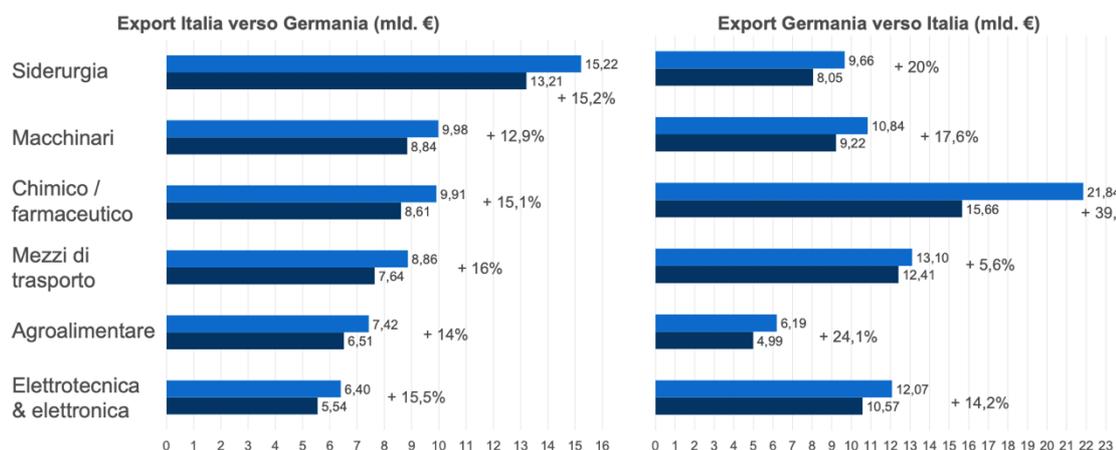


Figura 12 Italia/Germania: interscambio economico 2022. AHK Italien. Milano, 23 marzo 2023. p.13

Un ulteriore grafico fornito dallo stesso report identifica l'Italia come primo paese verso il quale la Germania sta cercando di aprire nuove sedi o nel quale sta ricercando nuovi fornitori, dato su cui si pone particolare attenzione poiché riporta un +14,7% rispetto alla ricerca nell'eurozona in generale.

Le ragioni principali per cui la Germania si è affacciata al mercato italiano consistono in primo luogo nella ricerca di nuove sedi produttive o nuovi fornitori e l'ottimizzazione dei costi, seguono altre ragioni secondarie quali: diversificazione o minimizzazione dei rischi, l'accesso alle materie prime, le

³³ AHK Italien (23 marzo 2023) "[Interscambio Italia-Germania 2022 ancora da record: oltre 168 miliardi di valore nell'anno della guerra e delle crisi energetiche](#)".

barriere o sanzioni, i regolamenti ambientali forniti dall'Unione Europea e la chiusura dei mercati.

A livello geografico, la prima indagine è stata effettuata su scala nazionale, individuando circa 66.133 imprese i cui requisiti rispondono, oltre che ad un numero di dipendenti compreso tra 10 e 249, un fatturato annuo che non superi i 50Mln di euro e un totale attivo che non superi i 43Mln di euro, anche i seguenti ratio patrimoniali ritenuti determinanti per l'accesso al credito delle PMI: rapporto PFN/Equity minore o uguale a 2 e un rapporto PFN/EBITDA minore o uguale a 7.

L'analisi effettuata sulle aziende italiane ed il suo successivo filtraggio per regione hanno evidenziato come tra le 12.415 (filtro regione, settore, parametri1, parametri2) PMI prese in considerazione, soltanto 6 sono quotate. Se si prendesse in considerazione il campione totale delle PMI italiane, escludendo dalla fase di filtraggio i ratio patrimoniali inerenti l'accesso al credito ordinario e la classificazione merceologica destinata all'export nella nostra traccia, le aziende quotate sarebbero in totale 91 (81 da regioni precedenti).

Una volta messi in evidenza i settori merceologici presi in considerazione le aziende quotate sono 10, di cui 8 prese dall'insieme regionale di riferimento. Come per l'Italia, in Germania i parametri utilizzati precedentemente hanno permesso di individuare che tra le 1.143 imprese quotate complessivamente, 182 sono PMI (di cui 54 micro-imprese) su un totale di 47.705 PMI. Mettendo i risultati in Germania a confronto con quelli italiani viene evidenziato come le PMI quotate, benché con numeri rispettivamente simili, rispetto al totale imprese sia in rapporto inferiore in Italia, che conta 165 PMI quotate su un totale di 121.582.

×	<input checked="" type="checkbox"/>	1. Stato: Società attive, Situazione sconosciuta	>	330,257,276	330,257,276
×	<input checked="" type="checkbox"/>	2. Area geografica/Paese/Regione: Germania	>	4,571,680	3,902,414
×	<input checked="" type="checkbox"/>	3. Società quotate/non quotate: Società quotate	>	84,827	1,143
×	<input checked="" type="checkbox"/>	4. Numero dipendenti: min=1, max=249, 2021, escluse società che non presentano dati finanziari rece... Mostra di più	>	81,794,690	239
×	<input checked="" type="checkbox"/>	5. Totale valore della produzione (mil EUR): min=0, max=50, 2021, escluse società che non presentano ... Mostra di più	>	85,383,112	182
Ricerca Booleana: <input type="text" value="1 e 2 e 3 e 4 e 5"/>				Totale: 182	

Figura 13 ORBIS, applicazione filtri per individuazione PMI in Germania, 2021

Le motivazioni in grado di spiegare un rapporto basso di PMI quotate sul totale delle imprese nei due paesi sono diverse. Per l'Italia, la presenza di poche PMI quotate deriva dalla conduzione familiare delle imprese stesse e dalla loro paura che quotandosi in un mercato regolamentato possa venire meno il loro potere decisionale. In Germania, il rapporto così basso deriva dalla grande fiducia nella solidità sistema bancario tedesco, tanto da ritenerlo una soluzione più valida rispetto alle forme di finanziamento alternative. Le diverse disposizioni normative ed incentivi attuati dalla Commissione Europea al fine di indirizzare le PMI europee verso soluzioni di finanziamento alternative non presentano ancora un sufficiente grado di applicazione da parte delle imprese, la preferenza è ancora rivolta nella maggior parte dei casi a forme di finanziamento tradizionali quali indebitamento bancario e capitale proprio. Tuttavia, alcune soluzioni si stanno rivelando efficienti nel sostegno alle PMI in fase di avvio o start-up che, seguendo le precise indicazioni dei portatori di fondi, hanno maggiori possibilità di sopravvivenza nel mercato di riferimento.

3.3 DIFFERENZE TRA STRUTTURA DEL CAPITALE E DEL DEBITO

La struttura del capitale delle piccole e medie imprese in Italia e Germania non rileva particolari differenze. Entrambe si vedono in linea con la media dell'eurozona nella quale le PMI fanno ancora ricorso all'indebitamento tradizionale, ovvero l'utilizzo del capitale proprio o del debito bancario. In Germania, la percentuale elevata di indebitamento bancario deriva da una forte fiducia nei confronti della solidità del sistema bancario tedesco. La scelta di fare ricorso a metodi di finanziamento esterno come la quotazione, i venture capital e business angels non rappresenta per le PMI tedesche una valida alternativa. La motivazione principale è che la maggior parte delle piccole e medie imprese tedesche non si sentono pronte ad affacciarsi al mercato dei capitali a causa delle loro dimensioni ristrette. Tuttavia, sono state diverse le esperienze di successo registrate dalle piccole e medie imprese tedesche, che nonostante le loro dimensioni contenute, sono state in grado di affacciarsi ai mercati dei capitali con la giusta strategia e un'attenta pianificazione³⁴. Le difficoltà riscontrate dalle PMI tedesche nell'accesso a fonti di credito alternative, al fine di costruire una struttura del capitale maggiormente diversificata, sono state agevolate dalle varie iniziative messe in atto per arginare gli impatti economici negativi emersi nello scenario pandemico. Le misure adottate dal governo tedesco in risposta alla crisi pandemica hanno introdotto e agevolato, grazie all'emissione di appositi pacchetti, l'accesso al mercato dei capitali per le start-up e le PMI. Queste misure sono state incorporate nel preesistente fondo di strumenti finanziari alternativi, il c.d. ERP Special Fund. Questo fondo è composto da un sistema strutturato con

³⁴

Rödl&Partner Insights (2022) "[Strengths of small to medium-sized enterprises companies in Germany and the consequences for the financial managements](#)".

modalità di finanziamento in grado di sostenere le PMI tedesche in ogni fase del loro ciclo di vita. Le alternative offerte da questo fondo si mostrano particolarmente vantaggiose sia in termini di tassi d'interesse che di durata del prestito. A favorire la concessione di queste tipologie di prestiti vi è il vantaggio per le banche che decidono di concederli, che possono essere esentate da una parte del 'credit default risk', comunemente noto come il rischio d'insolvenza. Oltre alla concessione di queste tipologie di prestiti, le piccole e medie imprese tedesche possono fare ricorso al Private Equity e a fondi i Venture Capital. La maggior parte di queste istituzioni, alcune di queste create appositamente dal Governo Federale tedesco, rivolge le proprie iniziative a tutte quelle imprese che svolgono un'attività di ricerca e sviluppo in tecnologie avanzate. Si ritiene di particolare importanza che sono presenti da tempo nel tessuto finanziario tedesco dei fondi di finanziamento, i c.d. Micro-Mezzanine Fund, che indirizzano le loro alternative di finanziamento a specifici target, come donne, immigrati o persone che sono formalmente disoccupate. Dalla creazione del fondo ad oggi, si è passati dall'erogazione di 74Mln di euro ai più recenti 153,2Mln³⁵.

Per quanto riguarda la struttura del capitale delle PMI italiane, non si evidenziano differenze sostanziali con quelle tedesche, osservando la tabella sottostante, infatti, si può notare come i livelli di utilizzo del prestito bancario siano pressoché gli stessi tra i due paesi.

³⁵ OECD Library (2022) "[Financing SMEs and Entrepreneurs 2022, an OECD scoreboard](#)". Panel 16 Germany.

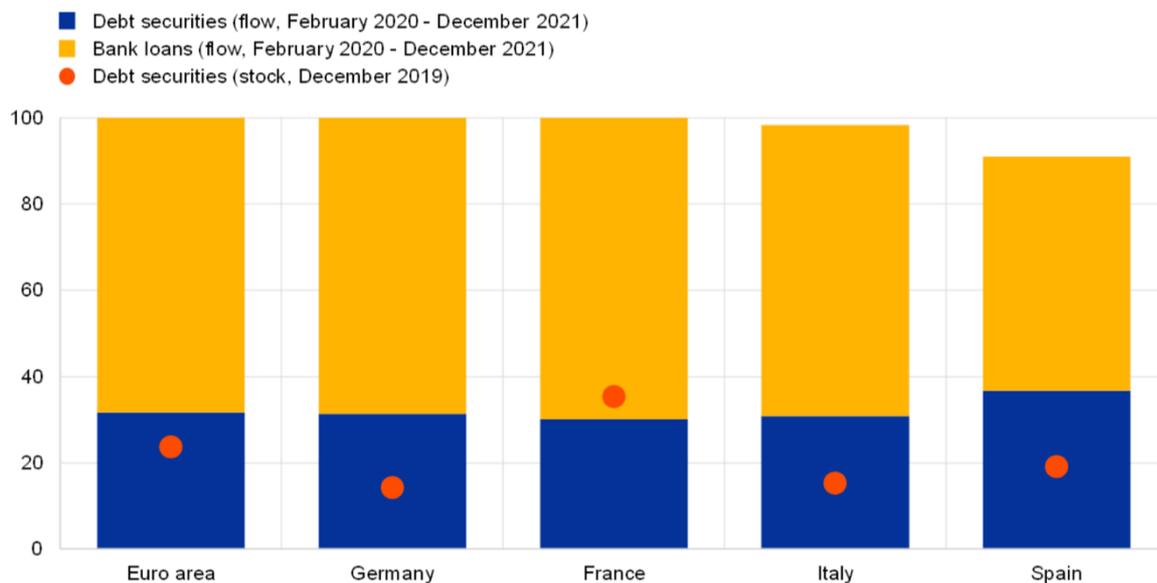


Figura 14 firm debt financing structures and the transmission of shocks in the euro area, panel b.

Nelle PMI italiane, così come per quelle tedesche, l'equilibrio della struttura del capitale è determinato dall'ampia presenza di capitale proprio e di indebitamento bancario quali forme di finanziamento. L'evidenza osservata nel grafico sopra riportato conferma l'incidenza della cultura imprenditoriale italiana, nella quale, pur di mantenere un controllo assoluto nei confronti dell'impresa e garantirne la trasferibilità agli eredi, si fa ricorso a fonti di finanziamento con tassi di interesse molto elevati, ma che allo stesso tempo non confluiscano a titolo di equity, impossibilitando di fatto la presenza di eventuali forme di finanziamento alternative. Sono state diverse le iniziative volte alla riduzione dell'indebitamento tradizionale da parte delle imprese, come visto nei capitoli precedenti. La maggior parte di queste ha come fine ultimo quello di riequilibrare la struttura finanziaria delle PMI, una volta notata l'eccessiva dipendenza e presenza di debito nelle stesse. Un eccessivo utilizzo del debito influenza il total debt ratio, dato dal rapporto tra il totale dei debiti (sia di breve che di lungo termine) e il totale degli asset, alla cui crescita corrisponde un innalzamento del grado di leva, impedendo alle PMI di richiedere nuovi finanziamenti dato l'elevato livello di rischio.

Tuttavia, un più recente report fornito da Cerved ha evidenziato con i seguenti grafici come l'incidenza degli oneri finanziari e del costo del debito siano in rapida decrescita. Queste rilevazioni sono in grado di spiegare come nonostante la crescita dei livelli di indebitamento derivanti dalla pandemia, gli interventi dello stato a favore della ricapitalizzazione delle imprese si siano rivelati efficaci³⁶.

Debiti finanziari per classe dimensionale
Numeri indice (2007=100)



Figura 15 Rapporto Cerved PMI 2022. Cerved, novembre 2022 p.27

³⁶ Cerved (novembre 2022) [“Rapporto Cerved PMI 2022”](#).

Costo del debito per classe dimensionale
Valori %

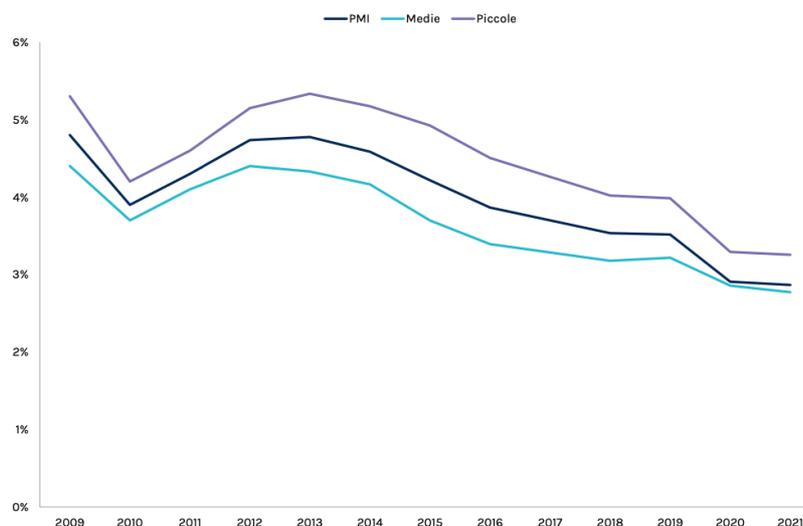


Figura 16 Rapporto Cerved PMI 2022. Cerved, novembre 2022 p.27

Una volta osservati i grafici sopra riportati è possibile poi andare ad effettuare ulteriori valutazioni sul livello di leva raggiunto dalle piccole e medie imprese italiane. A testimonianza dell'efficacia delle disposizioni normative e delle iniziative attuate dal governo italiano a favore della ricapitalizzazione delle imprese, è possibile notare come i cambiamenti nella struttura del capitale delle PMI italiane, derivanti dall'applicazione delle iniziative stesse, abbiano contribuito ad un sostanziale abbassamento del livello di leva (-4,5% rispetto al 2019).

Leverage per classe dimensionale Valori %

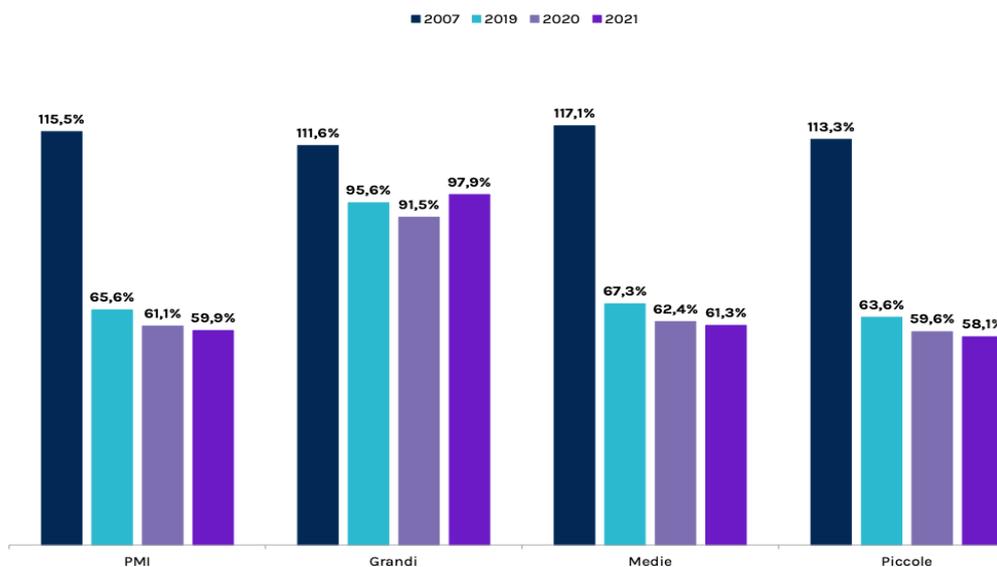


Figura 17 Rapporto Cerved PMI 2022. Cerved, novembre 2022 p.29

In generale, per le PMI italiane così come per quelle tedesche, le iniziative governative attuate al fine di ricapitalizzare le imprese si sono rivelate particolarmente efficaci nel permettere alle imprese di diversificare la propria struttura del capitale, permettendo loro di incorporare nuovo debito facendo ricorso a fonti di finanziamento alternative. Gli strumenti provvisori messi a disposizione delle PMI si sono rivelati di maggior interesse e applicazione rispetto agli strumenti precedentemente messi in atto.

3.4 REDDITIVITÀ DELLE AZIENDE

Nel confrontare la redditività delle Piccole e medie imprese italiane e tedesche sono stati presi in considerazione differenti parametri di riferimento e i relativi andamenti. Per quanto riguarda la redditività delle PMI italiane, un report fornito da Confindustria ha messo in evidenza l'andamento del margine

operativo lordo (MOL), che dopo lo shock subito a causa della situazione pandemica ha registrato un aumento del 17,5 % rispetto al 2020³⁷.

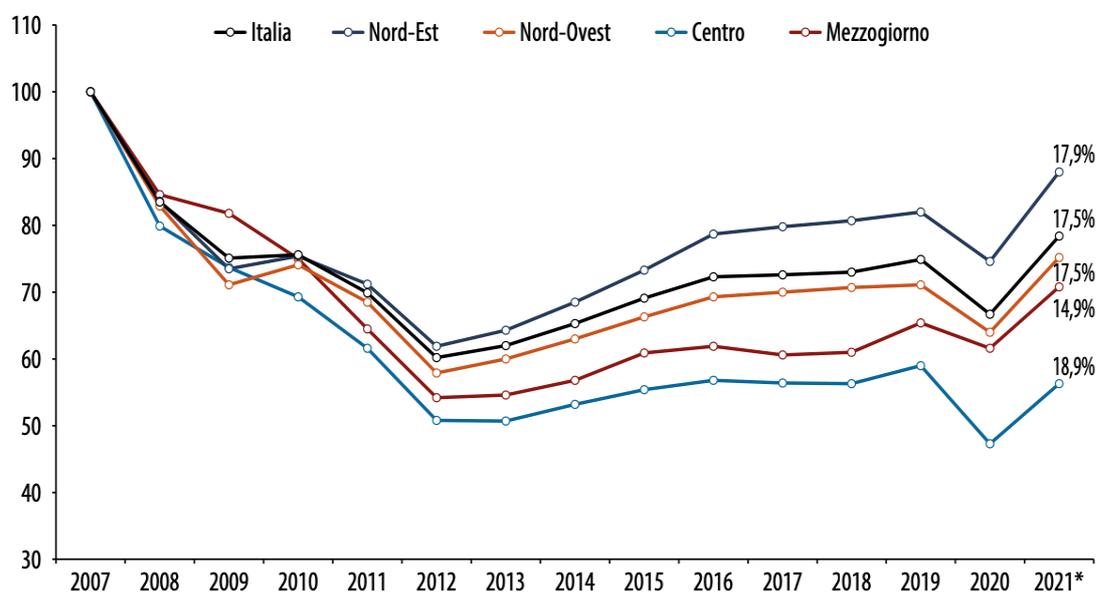


Figura 18 Rapporto regionale PMI 2022. Confindustria 2022 p.77

Un ulteriore fattore di redditività delle PMI italiane è testimoniato dall'utile corrente ante oneri finanziari, fattore che ha influenzato l'aumento della redditività, che nel 2021 è aumentato di oltre un punto e mezzo percentuale dal 2020, raggiungendo complessivamente il 5,9%.

37

Confindustria (2022) "[Rapporto regionale PMI 2022](#)". p.77-81.

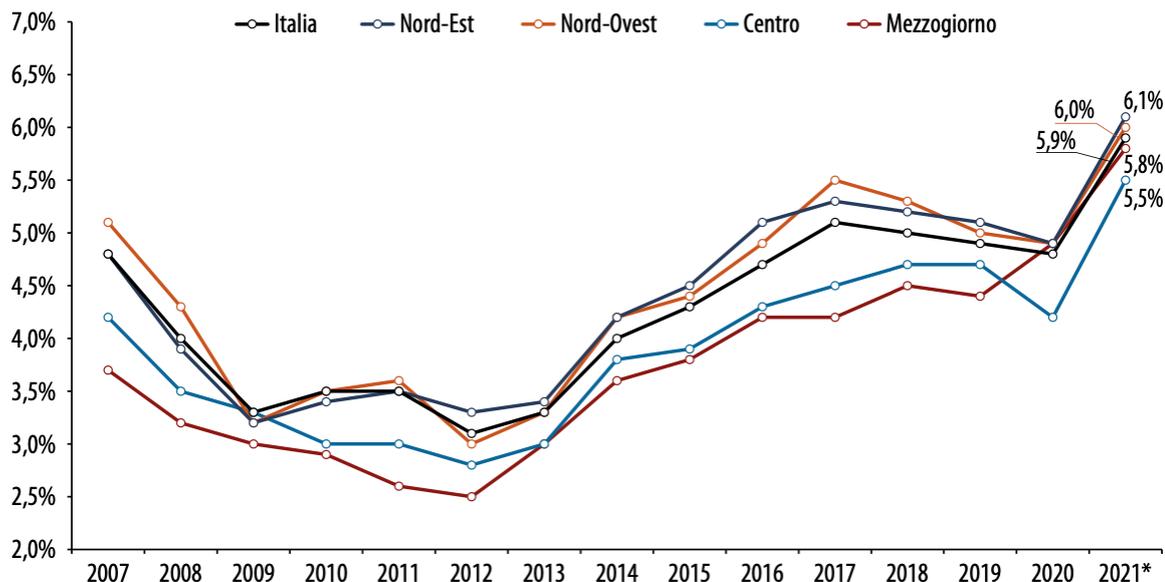


Figura 19 Rapporto regionale PMI 2022. Confindustria 2022 p.79

Diverso è il discorso per il ROE, in grado di misurare il profitto generato dagli azionisti con il rapporto tra utile netto e capitale proprio. Nel 2021 si è registrato un recupero del ROE ante imposte di circa il 2% rispetto all'anno precedente, considerando che i valori medi variavano tra l'8,3% e il 10,5%.

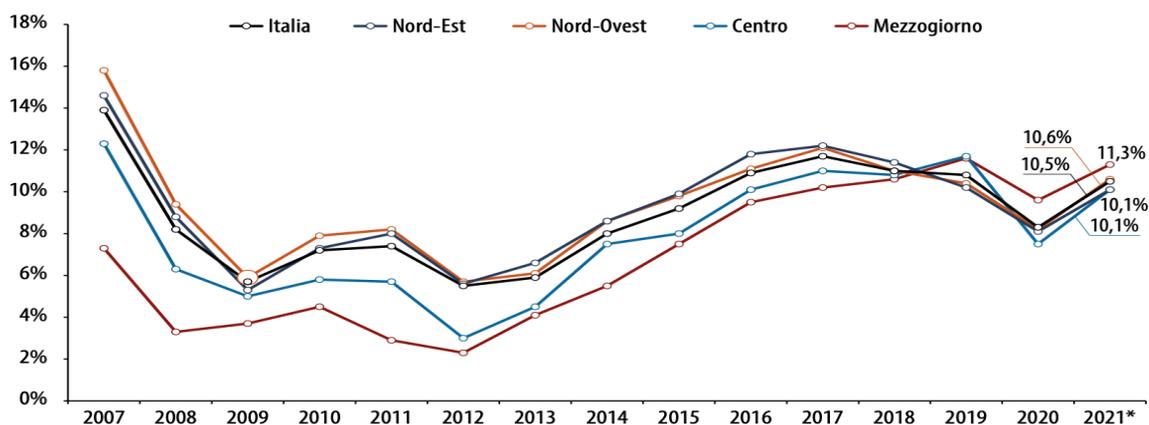


Figura 20 Rapporto regionale PMI 2022. Confindustria 2022 p.81

Per quanto riguarda la redditività delle PMI tedesche, l'osservazione principale è stata rivolta alla significativa crescita del fatturato registrata nel

2021 rispetto all'anno precedente. Le PMI tedesche non avendo riscontrato alcun calo dei profitti durante la crisi pandemica, hanno registrato un incremento del margine di profitto dal 7,3% al 7,4%. Le misure attuate dalle autorità tedesche hanno permesso efficacemente alle PMI di arginare eventuali cali di fatturato, probabile conseguenza delle instabilità derivanti dalla crisi pandemica, grazie agli adeguamenti nelle strutture dei costi e ai programmi di sostegno pubblico³⁸.

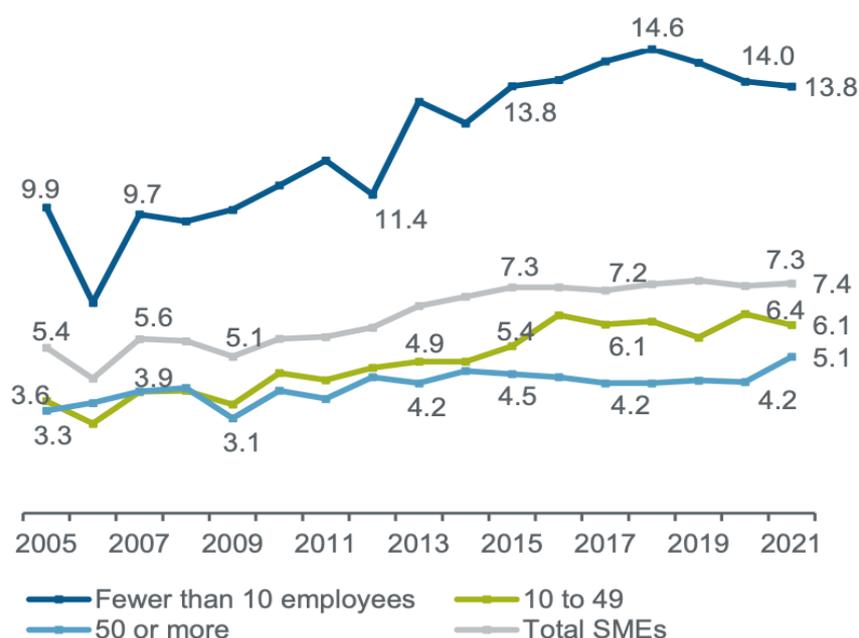


Figura 21 KfW SME panel 2022: SMEs have largely digested the pandemic but the war in Ukraine and the energy crisis are clouding the business outlook. KfW Research, 2022. P.11

Ulteriori grafici forniti nello stesso report spiegano come l'incremento record della quota di capitale proprio nelle PMI tedesche, in particolare per le micro,

³⁸ [KfW SME panel \(2022\) "SMEs have largely digested the pandemic but the war in Ukraine and the energy crisis are clouding the business outlook"](#). KfW Research. p.11-28.

sia stato in grado di compensare efficacemente gli effetti della pandemia. Gli impatti più pesanti sono stati registrati infatti sulle imprese che prima della pandemia erano sottocapitalizzate e con scarsa liquidità. Le rilevazioni hanno individuato un aumento del 6% sulla quota di capitale proprio nelle imprese che passa dal 17,4% del 2020 al 23,7% nel 2021. La presenza di un'elevata quota di capitale proprio nelle PMI tedesche è una componente chiave che, oltre a ridurre il rischio di insolvenza e di liquidità, rende più agevole il ricorso a fonti di finanziamento esterne.

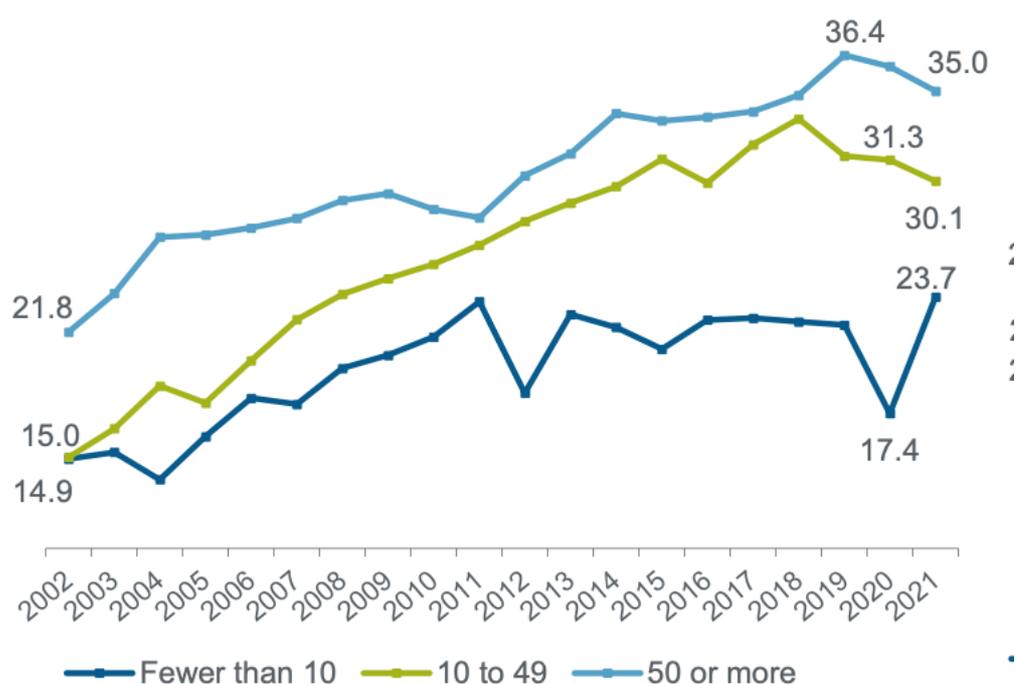


Figura 22 KfW SME panel 2022: SMEs have largely digested the pandemic but the war in Ukraine and the energy crisis are clouding the business outlook. KfW Research, 2022. P.16

La presenza di indici di redditività ottimi, ha permesso alle PMI tedesche di richiedere prestiti anche di grandi dimensioni con i quali ha attuato investimenti per circa 183Mld di euro nel 2021. A testimonianza di ciò, i seguenti grafici dimostrano l'incremento di negoziazioni sui prestiti concluse positivamente e una simultanea riduzione delle richieste di prestito negate.

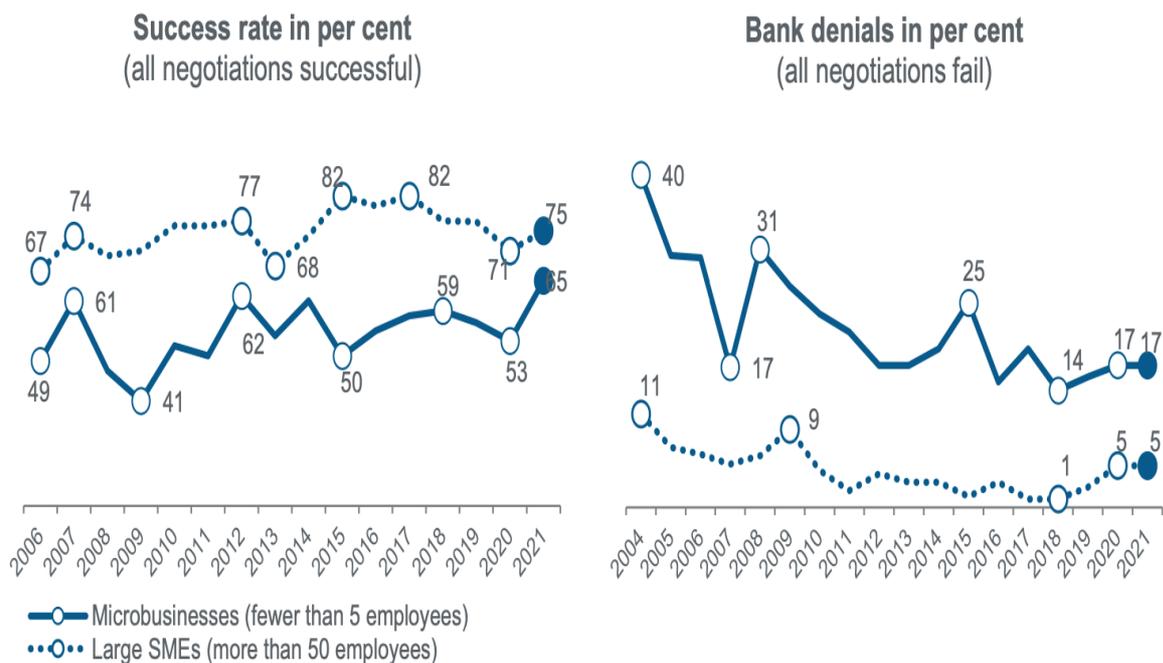


Figura 23 KfW SME panel 2022: SMEs have largely digested the pandemic but the war in Ukraine and the energy crisis are clouding the business outlook. KfW Research, 2022. P.23

Le osservazioni esposte sopra sono valide anche per testimoniare una sostanziale riduzione delle spese in interessi annuali per i prestiti concessi per investimenti in PMI. Si ritiene importante evidenziare che dal 2009 al 2020 le spese in interessi per i prestiti sono pressochè dimezzate.

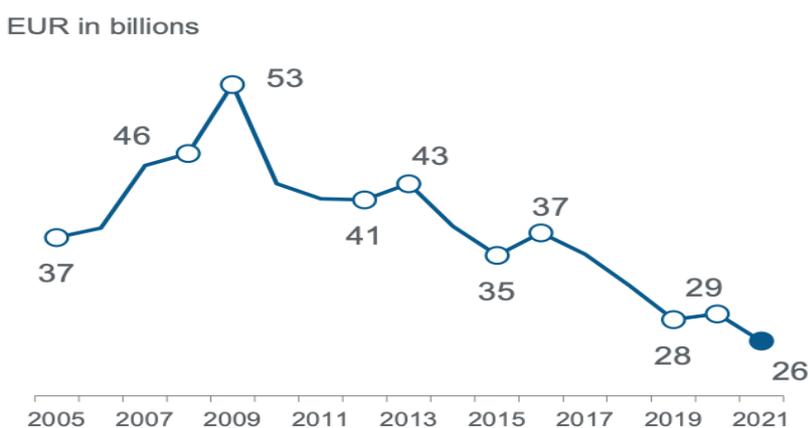


Figura 24 KfW SME panel 2022: SMEs have largely digested the pandemic but the war in Ukraine and the energy crisis are clouding the business outlook. KfW Research, 2022. P.27

Tuttavia, le PMI stanno cercando sempre di più di sostituire la tradizionale richiesta di prestiti alle banche con le più moderne iniziative di finanziamento. Elemento rafforzativo della redditività delle imprese tedesche è rappresentato dall'elevato numero di investimenti fatti nel 2021 dalle PMI, che hanno contribuito ad investire in buona parte con l'utilizzo del capitale proprio per non sottoporsi a ulteriori fonti di costo derivanti dagli interessi sui prestiti concessi³⁹.

3.5 CONCLUSIONI

Nel capitolo le analisi realizzate hanno confermato in primo luogo il forte legame che intercorre tra le piccole e medie imprese italiane e tedesche. Né la situazione pandemica, né il conflitto russo-ucraino sono state situazioni in grado di danneggiare la connessione tra i due paesi, a dimostrazione della strutturalità dei rapporti che vi intercorrono⁴⁰. Un'ulteriore testimonianza è data dall'interscambio dal valore complessivo record, raggiungendo oltre 168,5Mld, che conferma la Germania come primo partner commerciale per l'Italia. Le differenze riportate riguardo la struttura del capitale e del debito tra le PMI hanno messo in luce quanto la stabilità di un sistema bancario e la conduzione familiare delle imprese possa influire pesantemente sulla scelta dei canali di finanziamento e sulla composizione del capitale stesso.

³⁹ [KfW SME panel \(2022\) “SMEs have largely digested the pandemic but the war in Ukraine and the energy crisis are clouding the business outlook”](#). KfW Research. p.11-28.

⁴⁰ AHK Italien (23 marzo 2023) [Italia/Germania: interscambio economico 2022. AHK Italien](#).

Altrettanto influenti sono state le disposizioni normative e le iniziative attuate nei rispettivi paesi, volte non solo alla salvaguardia del sistema economico nei periodi di crisi ma anche alla crescita e allo sviluppo delle PMI nel medio-lungo periodo. Il successivo confronto sulla redditività delle PMI in Italia e Germania ha rivelato quanto l'accesso a nuove forme di finanziamento e gli incentivi posti in essere a tal fine siano rilevanti. Discorso valido sia per la diversificazione del proprio patrimonio netto sia per la conseguente capacità di attuare investimenti finalizzati alla crescita individuale e settoriale delle PMI.

CONCLUSIONI

Gli obiettivi prefissati all'inizio della ricerca che è stata condotta erano volti ad un'accurata analisi del contesto economico finanziario e dei rapporti commerciali che intercorrono tra Italia e Germania. In primo luogo, si è proceduto ad analizzare distintamente i due contesti, ricavandone dati sufficienti ai fini di una corretta interpretazione del contesto di riferimento. L'osservazione principale è stata fatta sull'importanza che le PMI hanno per i rispettivi paesi poiché, in quanto colonna portante del sistema produttivo italiano e tedesco, necessitano dai rispettivi governi maggiori incentivi in grado di supportarle e contribuire al loro sviluppo. Queste iniziative nei confronti delle PMI, citate ed approfondite nel corso di tutta la ricerca, si vedono fondamentali perché allo sviluppo di queste imprese ne consegue un aumento in termini sia occupazionali che di valore aggiunto. Per l'Italia, la ricerca condotta ha riportato in primis dati rilevanti per quanto riguarda le grandi difficoltà riscontrate dalle PMI italiane nell'accesso al credito. Gli ostacoli principali vedono la propria origine nella conduzione familiare delle imprese stesse, impedendo ad istituti di credito o banche di ricevere un sufficiente set informativo sul quale basare il merito creditizio delle stesse. In primis si osservano i sistemi di governance di queste imprese le quali, essendo poco chiare nella distinzione dei ruoli al loro interno, non restituiscono alle istituzioni cui richiedono finanziamento un panorama informativo chiaro e dettagliato. Secondo ostacolo molto importante è rappresentato dalla questione del ricambio generazionale delle PMI stesse, fattore influenzante in

quanto, dati alla mano, solo il 30% delle PMI italiane è in grado di persistere nel mercato dopo il ricambio generazionale. Le difficoltà principali riscontrate vedono nella programmazione della successione uno dei metodi più efficaci al fine di garantire una corretta introduzione del successore nell'impresa. Una programmazione efficace, seguendo alla lettera specifici passaggi, è infatti in grado di risolvere la maggior parte delle difficoltà che sorgono in fase di ricambio generazionale d'impresa. Questi due grandi ostacoli, se affrontati preventivamente, permetterebbero alle PMI di affacciarsi ad istituti di credito e banche con una struttura più solida, in base alla quale gli istituti stessi sono in grado di valutarne il merito creditizio più facilmente grazie un set informativo completo e dettagliato. Sulla base dei problemi descritti precedentemente, conseguono numerose difficoltà anche per quanto riguarda le strategie di finanziamento. Esse, infatti, possono variare in funzione del merito creditizio della PMI e della composizione della propria struttura del capitale. La stabilità e la crescita delle PMI italiane dipendono anche dalla propria capacità di adattarsi ai cambiamenti del mercato. È importante, infatti, che con le giuste prerogative vengano applicate soluzioni ed incentivi in grado di allontanare le PMI italiane dai tradizionali sistemi di indebitamento e finanziamento. Sono state riportate nel corso della ricerca le migliori soluzioni di finanziamento alternative quali Venture Capital, Direct Lending e Private Equity. Queste soluzioni, ognuna con un impatto diverso nelle PMI che ne richiedono sostegno, sono in grado di aiutare le imprese apportando capitali e strumenti necessari ai fini di una corretta gestione e sviluppo delle imprese stesse. Con impatti più o meno invasivi nella governance delle PMI, queste tre soluzioni si sono rivelate quelle di maggior interesse per le piccole e medie imprese italiane che sono più propense ad adottare forme di indebitamento alternative.

Osservando poi il panorama economico finanziario europeo, si è proceduto ad analizzare in primo luogo i criteri fondamentali per l'accesso al credito nei

paesi dell'area euro. Un ulteriore approfondimento sulle strutture del capitale delle PMI europee ha reso evidente come la maggior parte di esse, così come l'Italia, sono ancora caratterizzate da una forte presenza di indebitamento bancario. È stato svolto uno studio secondario su quanto l'unione dei mercati dei capitali possa apportare benefici al sistema economico finanziario europeo e alle sue PMI. Esso avendo come obiettivo principale quello di garantire un flusso costante di investimenti e risparmi, una volta funzionante sarebbe in grado di fornire diverse opportunità di finanziamento a sostegno delle PMI europee. Il fine ultimo di rendere il sistema finanziario dell'Unione Europea più stabile è preceduto da vantaggi quali riduzione del costo della raccolta dei capitali e incremento dei sostegni a progetti di medio lungo termine che si rivelerebbero essenziali per la crescita e lo sviluppo delle PMI. Sono state citate ed approfondite le principali soluzioni alternative di finanziamento attuate dalla Commissione Europea, le quali offrono alle PMI la possibilità di affidarsi a nuove forme di finanziamento in grado di apportare strumenti e capitali sufficienti per riequilibrare la struttura del capitale, oltre a garantirne lo sviluppo e la continuità in alcuni casi.

Si ritiene altrettanto importante evidenziare che le PMI europee, ed in particolare quelle italiane e tedesche, seppur siano state già oggetto di alcune importanti iniziative, necessitano di proposte crescenti ed innovative in grado di agevolarne l'accesso al credito. L'apporto di nuovi capitali nelle PMI è ormai una questione di primaria importanza in quanto, essendo esse colonna portante del sistema produttivo europeo, alla loro crescente esigenza di capitali per attuare investimenti ne consegue una crescita proporzionale dei livelli occupazionali, oltre a contribuire in maniera incisiva nel valore aggiunto complessivo.

Nel confrontare i risultati ottenuti dai parametri di ricerca utilizzati per il campionamento delle PMI italiane e tedesche, sono emerse importanti evidenze in grado di testimoniare l'importanza che l'interscambio economico

di questi due paesi abbia nel panorama economico finanziario attuale. La Germania si è confermata primo partner commerciale per l'Italia, con la quale ha avuto un interscambio complessivo di oltre 168Mld nel 2022. Questo dato, ultimo di un trend in continua crescita, testimonia come, nonostante le crisi affrontate durante e dopo la pandemia, esse non siano state in grado di danneggiare il solido rapporto che intercorre tra queste due potenze economiche. Questa complementarità vede il sistema produttivo italiano e le sue PMI come protagoniste nell'esportazione verso la Germania, alla quale destina la maggior parte della propria produzione nei settori: alimentare, siderurgico, farmaceutico, metallurgico, elettronico e automotive. Oltre a garantire un afflusso costante di importazioni, la Germania è alla ricerca di nuove sedi di produzione o di industrie esistenti alle quali delegare parte dei propri processi produttivi, a testimonianza di quanto l'Italia sia un mercato di primaria importanza per la Germania non solo per la distribuzione di materie prime.

Grazie all'utilizzo di parametri di riferimento identici per entrambi i paesi è stato possibile condurre uno studio che ha portato ad importanti evidenze in tema di quotazione come soluzione alternativa di finanziamento per le PMI italiane e tedesche. Questa ricerca ha reso noto come le PMI che rispettino i parametri finanziari di riferimento in Italia sono quasi tre volte quelle della Germania ma, nonostante ciò vedano numeri pressoché simili nella percentuale di imprese quotate. Tale risultato è giustificato dal lato tedesco nella forte fiducia nutrita nel sistema bancario e finanziario nazionale mentre per l'Italia, quest'evidenza ha dimostrato solo la forte dipendenza da sistemi di indebitamento tradizionali e dalla paura che l'ingresso nel mercato dei capitali possa nuocere alla propria governance.

Resta pertanto evidente che sia in Italia che in Germania debbano essere introdotte e proposte iniziative sempre più solide volte a raggiungere una propensione sempre maggiore da parte delle PMI verso soluzioni innovative

di finanziamento. La forte dipendenza dal sistema bancario ha reso, negli ultimi anni, le piccole e medie imprese italiane e tedesche sempre più vulnerabili alle criticità dell'ecosistema finanziario che le circonda e si ritiene fondamentale che iniziative ed interventi volti al riequilibrio della struttura patrimoniale delle PMI siano poste in essere ai fini della crescita e dello sviluppo sostenibile delle stesse.

Ulteriori confronti nel corso di questa ricerca erano indirizzati ad un confronto tra la redditività delle PMI nei rispettivi paesi. Recenti pubblicazioni hanno fornito dati rilevanti, tali da permettere una corretta valutazione e confronto degli indici di redditività nelle PMI italiane e tedesche. Numerosi report e grafici hanno restituito un panorama chiaro su quali siano i fattori chiave in grado di incidere sulla redditività delle PMI. Il confronto di tali parametri ha permesso nuovamente di evidenziare l'importanza che l'accesso a nuove fonti di finanziamento abbia, non solo in termini di diversificazione del patrimonio dell'impresa, ma anche sulle conseguenti possibilità di attuare investimenti rivolti alla crescita sia dell'impresa sia del settore di riferimento.

È stato possibile osservare, grazie all'insieme delle informazioni pervenute, restituire un quadro chiaro sull'importanza che le PMI italiane e tedesche abbiano per i rispettivi territori; così come importanti sono state e saranno tutte le iniziative realizzate per sostenerle e facilitarle nell'accesso al credito alternativo.

Si ritiene infine che un monitoraggio costante dell'ecosistema PMI e l'attuazione di iniziative solide possano portare Italia e Germania ad un crescente incremento del valore aggiunto complessivo, accompagnato ad una crescita sostanziale del livello di occupazione in entrambi i paesi.

BIBLIOGRAFIA

Lambiase A. (2022) “La quotazione in borsa delle PMI: Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan”, 4^a Edizione. Ed. FrancoAngeli. p.181-188

Bellucci, A., Gucciardi, G. and Nepelski, D. (2021) “Venture Capital in Europe: [Evidence-based insights about Venture Capitalists and venture capital-backed firms](#)”. Publications Office of the European Union, Luxembourg.

Giorgino M. (2022) “[Corporate governance e PMI: costo o risorsa strategica per creare valore?](#)”. LHH, 2022.

SITOGRAFIA

Politecnico di Milano (Novembre 2022) “[La finanza alternativa per le PMI in Italia](#), 5^a Quaderno di ricerca”.

Borsa Italiana (2022) “[Il processo di quotazione delle PMI](#)”.

Perez A. (29 febbraio 2016) “[La Governance nelle PMI](#)”.

Osservatori EFI (8 Marzo 2023) “[Minibond: 9^a Report Italiano](#)”.

Italiafintech (28 febbraio 2023) “[Invoice trading in Italia: Analisi, opportunità e proposte](#)”.

Noverim (18 ottobre 2022) “L’importanza della finanza strutturata per la crescita delle PMI italiane”. (documentazione privata).

Noverim, (1^o dicembre 2022) “PMI e start up innovative: strumenti strategici per la finanza alternativa”. (documentazione privata).

Noverim (30 Novembre 2021) “Rating advisory: Il ruolo del commercialista in prima linea nel delicato rapporto tra Banca, Mercato e Impresa ai tempi del Covid-19”. (documentazione privata).

[Piccole e medie imprese: note tematiche sull’Unione Europea.](#)

[Small Business Act per le PMI europee.](#)

Assolombarda (2021) “[Finanziare le imprese in Italia e in Europa](#)”. Rapporto 08/2021.

The World Bank (2021) “[SME’s Finance: Improving SME’s access to finance and finding innovative solutions to unlock sources of capital](#)”.

World Bank Group, (Maggio 2018) “[Improving access to finance for SME’s: Opportunities through credit reporting, secured lending and insolvency practices](#)”.

Holm-Hadulla F., Musso A., Nicoletti G. and Tujula M.(2022) “[Firm debt financing structures and the transmission of shocks in the euro area, ECB economic bulletin, Issue 4/2022](#)”.

[Survey on access to finance of enterprises \(SAFE\) 2022, European Central Bank. Chart 4.](#)

Bańkowska K., Ferrando A. and Garcia J.A. (2020) “[Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data](#)”. Part of ECB Economic Bulletin, Issue 4/2020.

De Fiore F., Uhlig H. (Febbraio 2015) “[Corporate Debt Structure and the financial crisis](#)”.

Consiglio europeo, consiglio dell’unione europea. (2022) “[Unione dei mercati dei capitali.](#)

European Commission press release (7 dicembre 2022) “[Capital Markets Union: new proposals on clearing, corporate insolvency and company listing to make EU capital markets more attractive](#)”.

European Parliament, Claudio Collovà, Martin Höflmayr, Friedrich Hipp. (Dicembre 2022) “[Listing Act: SMEs and access to capital](#)”.

European Parliament, Issam Hallak Members' Research Service (Marzo 2023) "[Harmonising certain aspects of insolvency law in the EU](#)".

European commission (2020) "[Supporting access to public markets-Action 2](#)".

European Commission. (Maggio 2021) "[Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group \(TESG\) on SMEs](#)". p.65.

European Commission.(2020) "[InvestEU Fund – SME window](#)".

European Commission.(2021) "[Directorate-General for Internal market, industry, entrepreneurship and SMEs,Business Angels overview](#)".

European Commission (2015) "[Fostering business angels activities in support of SME growth](#)". Directorate-General for internal market, industry, entrepreneurship, and SMEs.

SACE (2021) "[Opportunità per l'export italiano e indici di rischio](#)". Report scheda Germania.

AHK Italien (23 marzo 2023) "[Interscambio Italia-Germania 2022 ancora da record: oltre 168 miliardi di valore nell'anno della guerra e delle crisi energetiche](#)".

AHK Italien (23 marzo 2023) [Italia/Germania: interscambio economico 2022. AHK Italien.](#)

Rödl&Partner Insights (2022) "[Strengths of small to medium-sized enterprises companies in Germany and the consequences for the financial managements](#)".

OECD Library (2022) "[Financing SMEs and Entrepreneurs 2022, an OECD scoreboard](#)". Panel 16 Germany.

Cerved (novembre 2022) "[Rapporto Cerved PMI 2022](#)".

Confindustria (2022) "[Rapporto regionale PMI 2022](#)". p.77-81.

[KfW SME panel \(2022\) "SMEs have largely digested the pandemic but the war in Ukraine and the energy crisis are clouding the business outlook"](#). KfW Research. p.11-28.

