



---

**Il fabbisogno di capitale di rischio delle Pmi  
innovative in Italia: primi risultati di un'analisi  
empirica**

---

*Luciana Canovi, Alessandro Giovanni Grasso e Valeria Venturelli*

*CEFIN*

*Facoltà di Economia "Marco Biagi"*

*Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia*

## Agenda

---

- Modelli di stima del fabbisogno di capitale di rischio
- Descrizione del campione
- I risultati delle stime
- Verifica del fabbisogno addizionale di *equity* per le imprese della Regione E-R: i risultati della *cluster analysis*
- Conclusioni e *step* futuri

## Agenda

---

- Modelli di stima del fabbisogno di capitale di rischio
- Descrizione del campione
- I risultati delle stime
- Verifica del fabbisogno addizionale di *equity* per le imprese della Regione E-R: i risultati della *cluster analysis*
- Conclusioni e *step* futuri

## Modelli di stima del fabbisogno di capitale di rischio: introduzione

---

### MODELLO 1

- Assume l'esistenza di vincoli alla crescita del capitale di debito → DEBITI FINANZIARI COSTANTI

### MODELLO 2

- Ipotizza la possibilità di ricorrere a nuovo capitale di debito nel rispetto della condizione → LEVERAGE COSTANTE

### ASSUNTI COMUNI AD ENTRAMBI I MODELLI →

Assenza di modificazioni significative in

- INTENSITA' DI CAPITALE
- MARGINE DI AUTOFINANZIAMENTO SUL FATTURATO
- INCIDENZA DEI DEBITI CORRENTI SUL FATTURATO

## Agenda

---

- Modelli di stima del fabbisogno di capitale di rischio
- Descrizione del campione
- I risultati delle stime
- Verifica del fabbisogno addizionale di *equity* per le imprese della Regione E-R: i risultati della *cluster analysis*
- Conclusioni e *step* futuri

## Descrizione del campione (1/7)

---

- ESTRAZIONE DEL CAMPIONE dal Database AIDA
- Imprese manifatturiere e di servizi dei settori *high-tech* ad elevato grado di innovazione
- Tasso di crescita medio annuo del fatturato nel biennio 2004/05 compreso tra il 30% e il 100%
- Incidenza dei debiti correnti sul fatturato inferiore al 100%
- Rapporto  $D_f/E$  compreso tra 0 e 10
- Fatturato 2005 inferiore o uguale a 50 milioni di euro

Tali criteri di selezione hanno permesso di identificare un campione formato da  
137 imprese

## Descrizione del campione (2/7)

---

### Forma giuridica

- 60% Srl
- 40% SpA

### Settore di attività

- 52% imprese manifatturiere
- 48% imprese di servizi

### Dimensione

- 21% Microimprese (fino a 2 milioni di fatturato)
- 45% Piccole imprese (da 2 a 10 milioni di fatturato)
- 34% Medie imprese (da 10 a 50 milioni di fatturato)

### Localizzazione

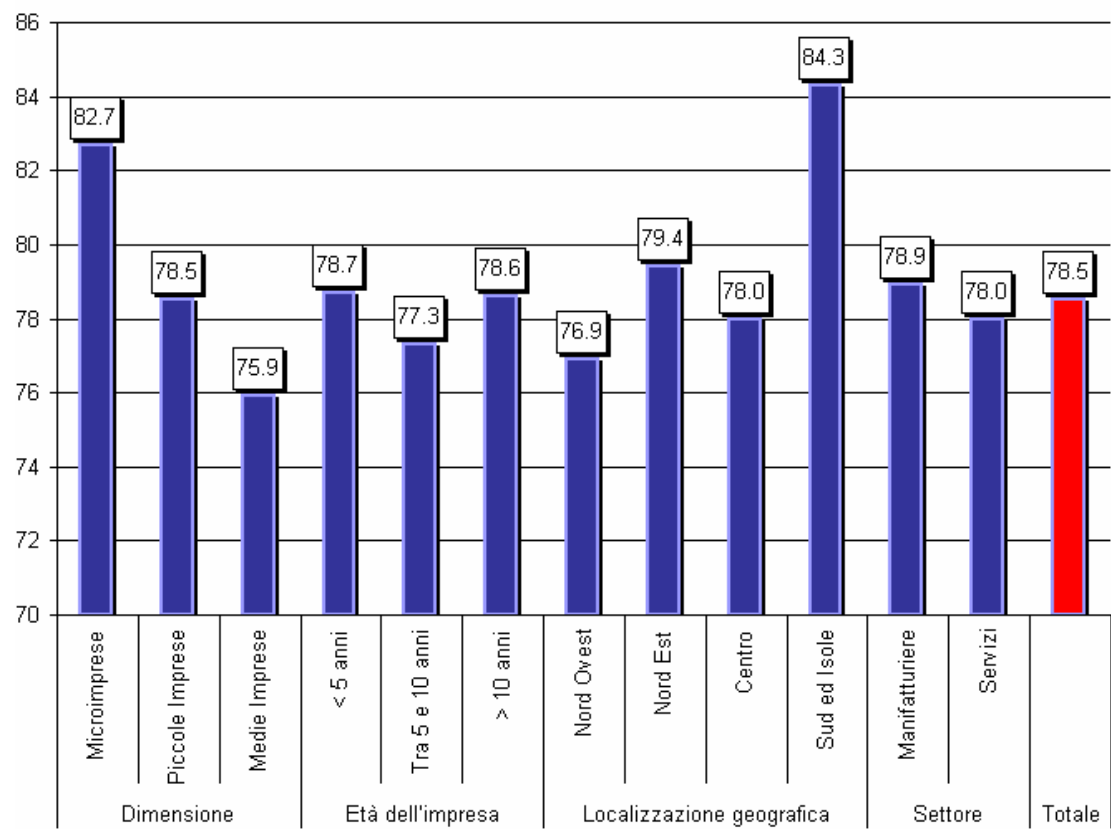
- 50% Nord-Ovest
- 25% Nord-Est
- 14% Centro
- 11% Sud ed isole

### Età

- 25% costituite dopo il 2000
- 25% costituite tra il 1995 e il 2000
- 50% costituite prima del 1995

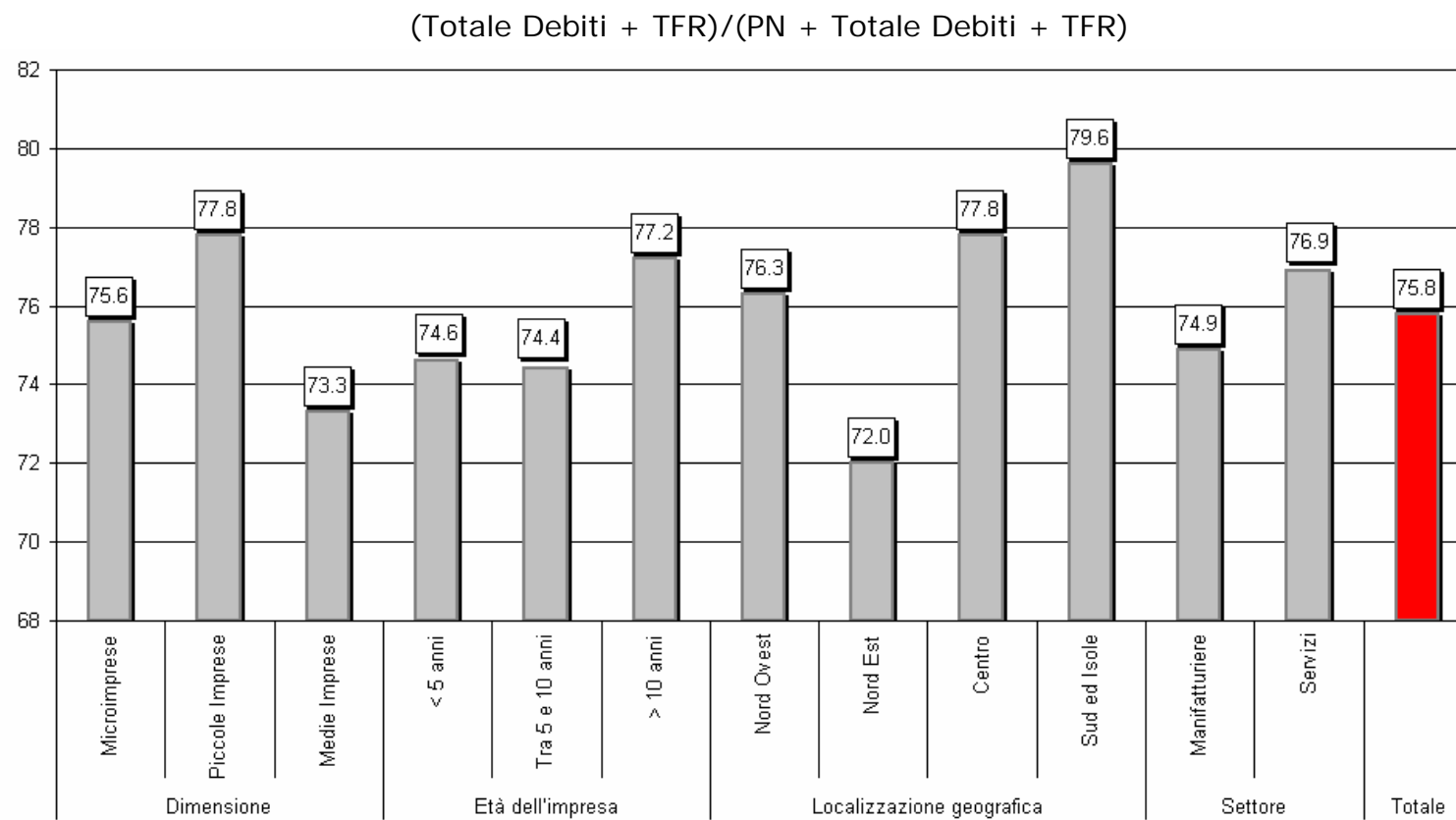
## Descrizione del campione: la composizione dell'attivo (3/7)

Capitale Circolante/(Capitale Circolante + Immobilizzi)

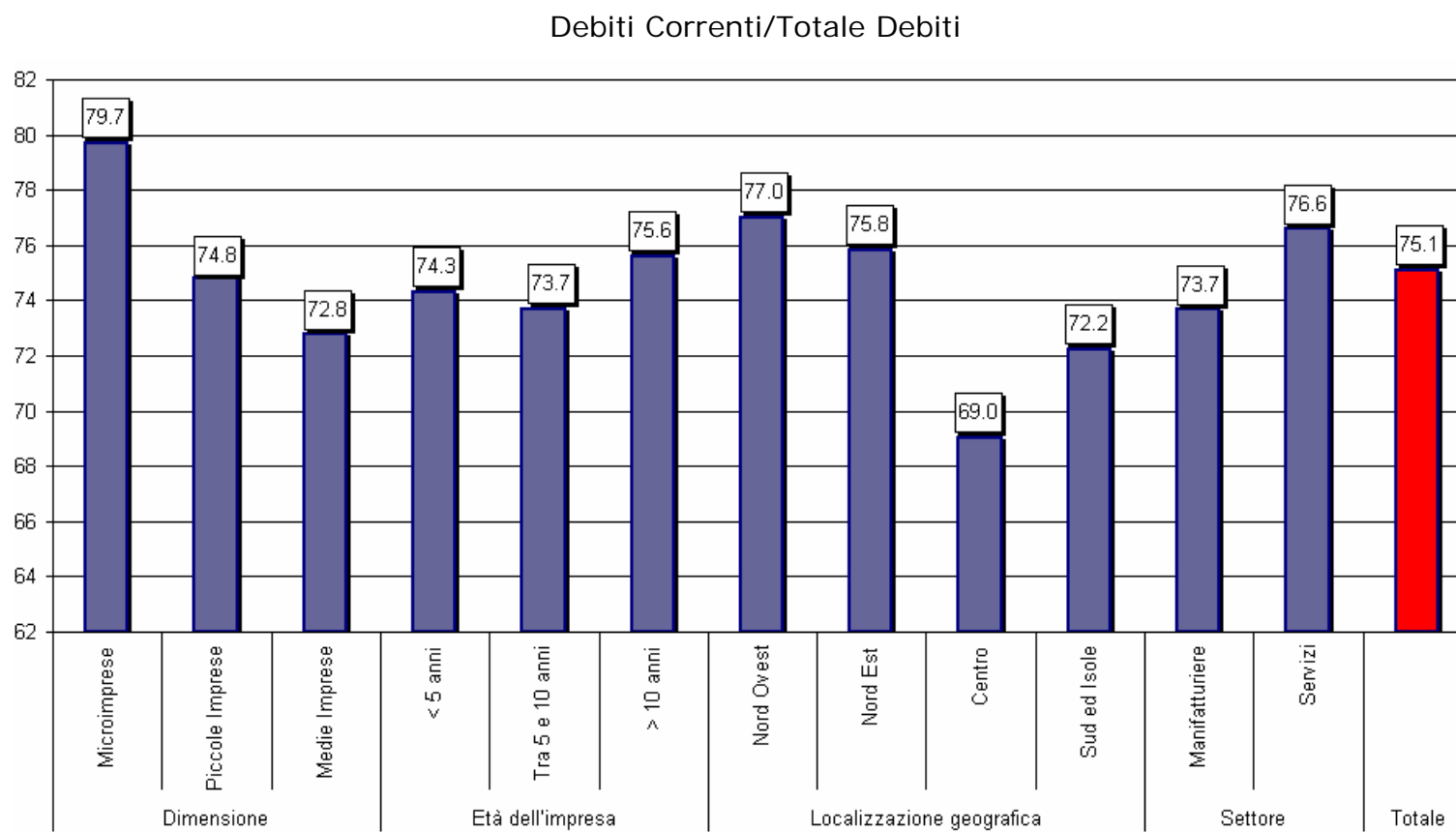




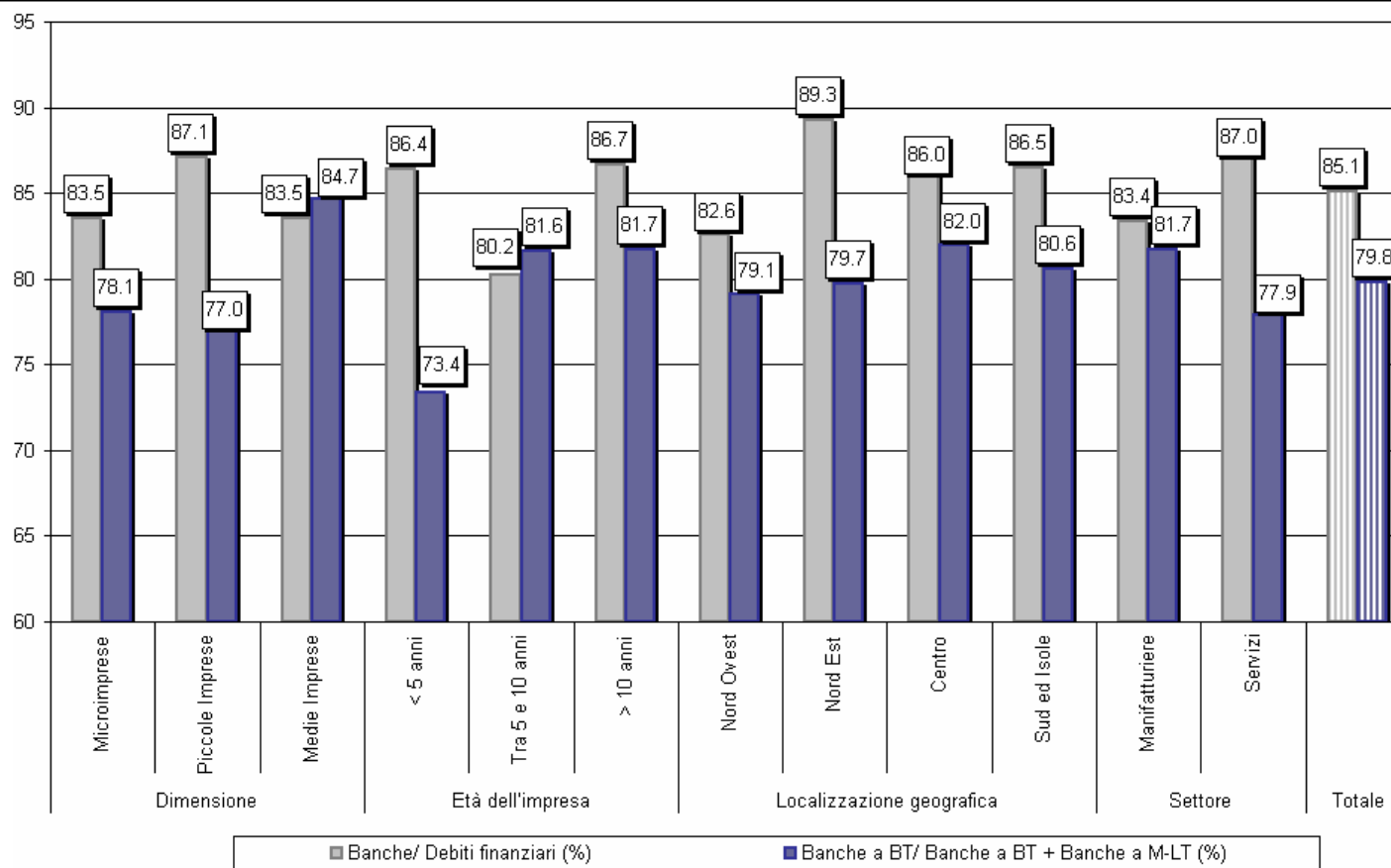
## Descrizione del campione: la composizione del passivo (4/7)



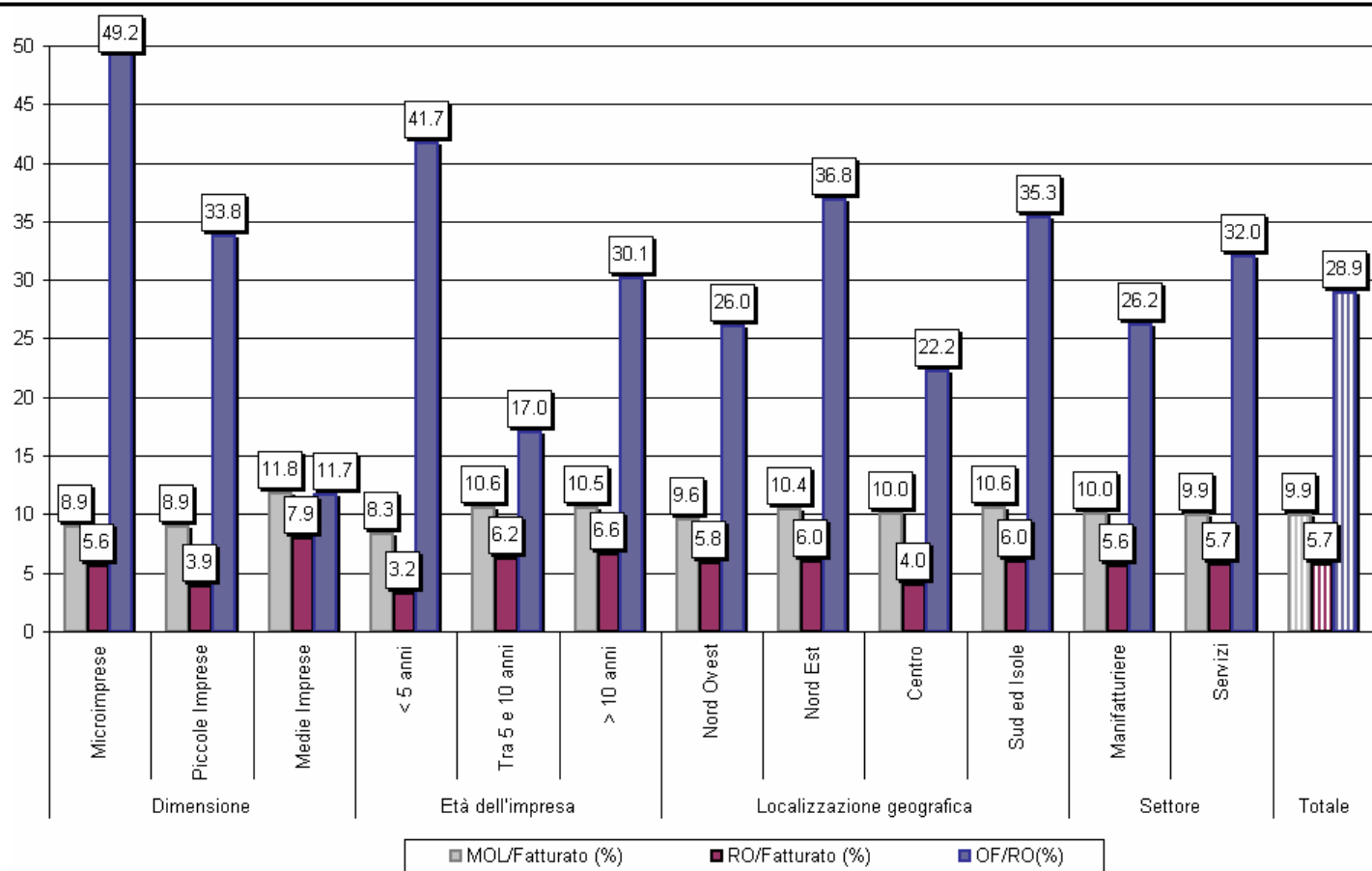
## Descrizione del campione: il ruolo dei debiti correnti (5/7)



## Descrizione del campione: i debiti verso banche (6/7)



## Descrizione del campione: la valutazione delle *performance* economiche (7/7)



## Agenda

---

- Modelli di stima del fabbisogno di capitale di rischio
- Descrizione del campione
- I risultati delle stime
- Verifica del fabbisogno addizionale di *equity* per le imprese della Regione E-R: i risultati della *cluster analysis*
- Conclusioni e *step* futuri

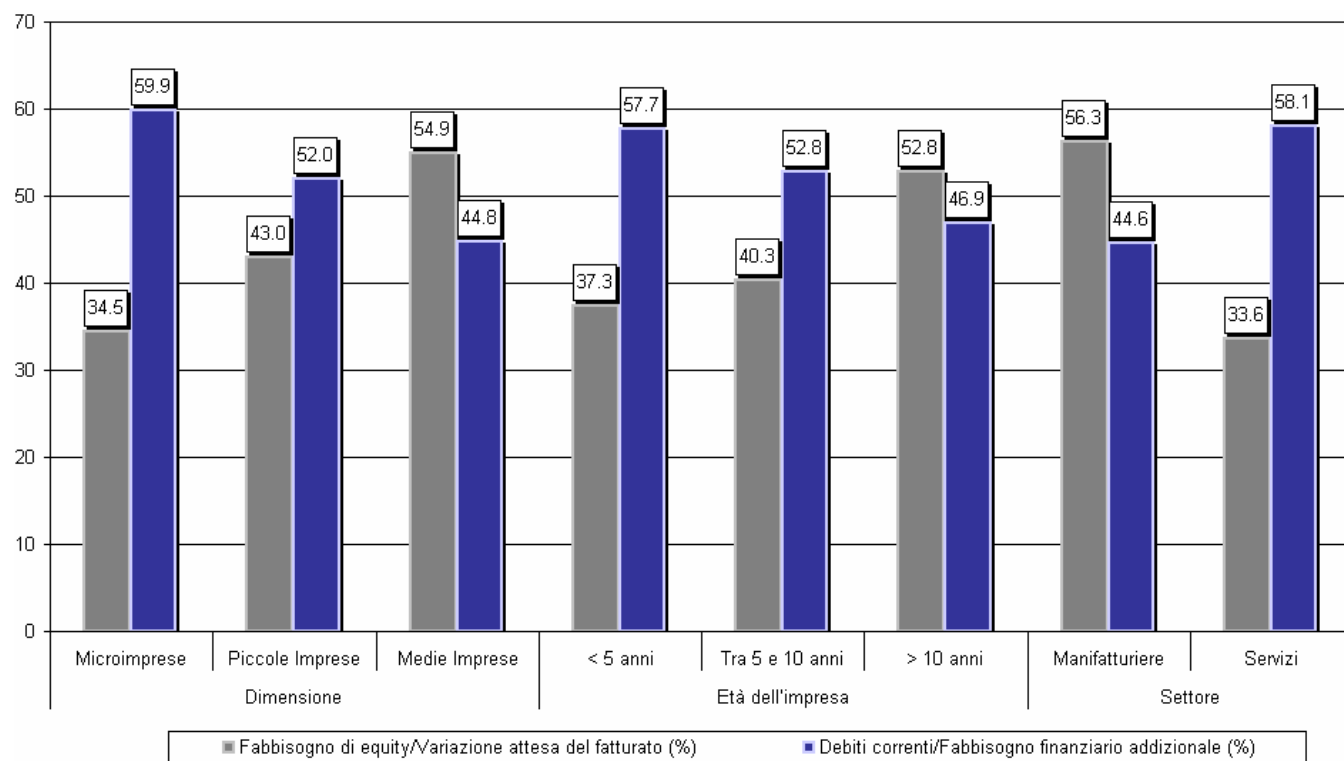
## I risultati delle stime: le variabili di *input* dei Modelli 1 e 2

	Tasso di crescita del fatturato (%)	Margine di autofinanziamento (%)	Intensità di capitale	Debiti correnti/Fatturato (%)	Debiti finanziari/Equity
Media	50.0	6.7	0.97	44.9	1.3
Coeff. di variazione	0.36	1.22	0.51	0.44	1.09

- Il tasso di crescita medio del fatturato sottolinea lo sviluppo sostenuto delle imprese del campione
- L'autofinanziamento non può costituire una tra le principali fonti di copertura del fabbisogno finanziario
- Le imprese del campione non possono essere qualificate in media come *capital intensive*
- In media il 45% delle vendite trova copertura finanziaria nei debiti di natura operativa
- Il *leverage* assume mediamente un valore contenuto e legittima la preferenza accordata al Modello 2

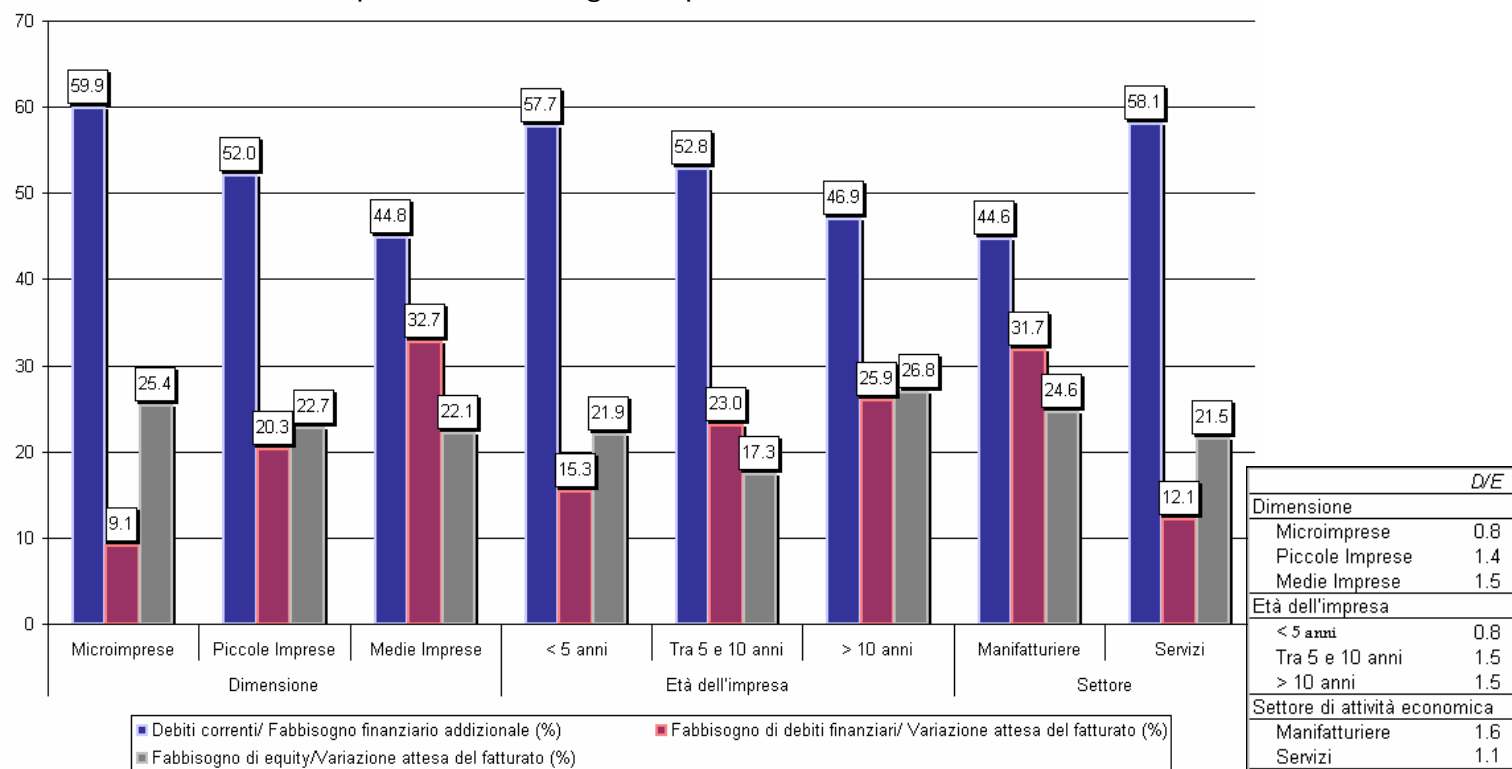
## I risultati del Modello 1

	Autofinanziamento/ Fabbisogno finanziario addizionale (%)	Debiti Correnti/ Fabbisogno finanziario addizionale (%)	Fabbisogno di Equity/ Fabbisogno finanziario addizionale (%)	Fabbisogno di equity/Variazione attesa del fatturato (%)	Fabbisogno di Equity (000 euro)
Modello 1	7.5	51.1	41.4	45.3	777.1



## I risultati del Modello 2

- Per le 137 imprese il fabbisogno finanziario aggiuntivo viene coperto per il 21.2% dal ricorso a nuovo debito finanziario e per il 20.2% da *equity*. Restano inalterate, per costruzione, le quote di fabbisogno coperte da autofinanziamento e da debiti correnti





## Agenda

---

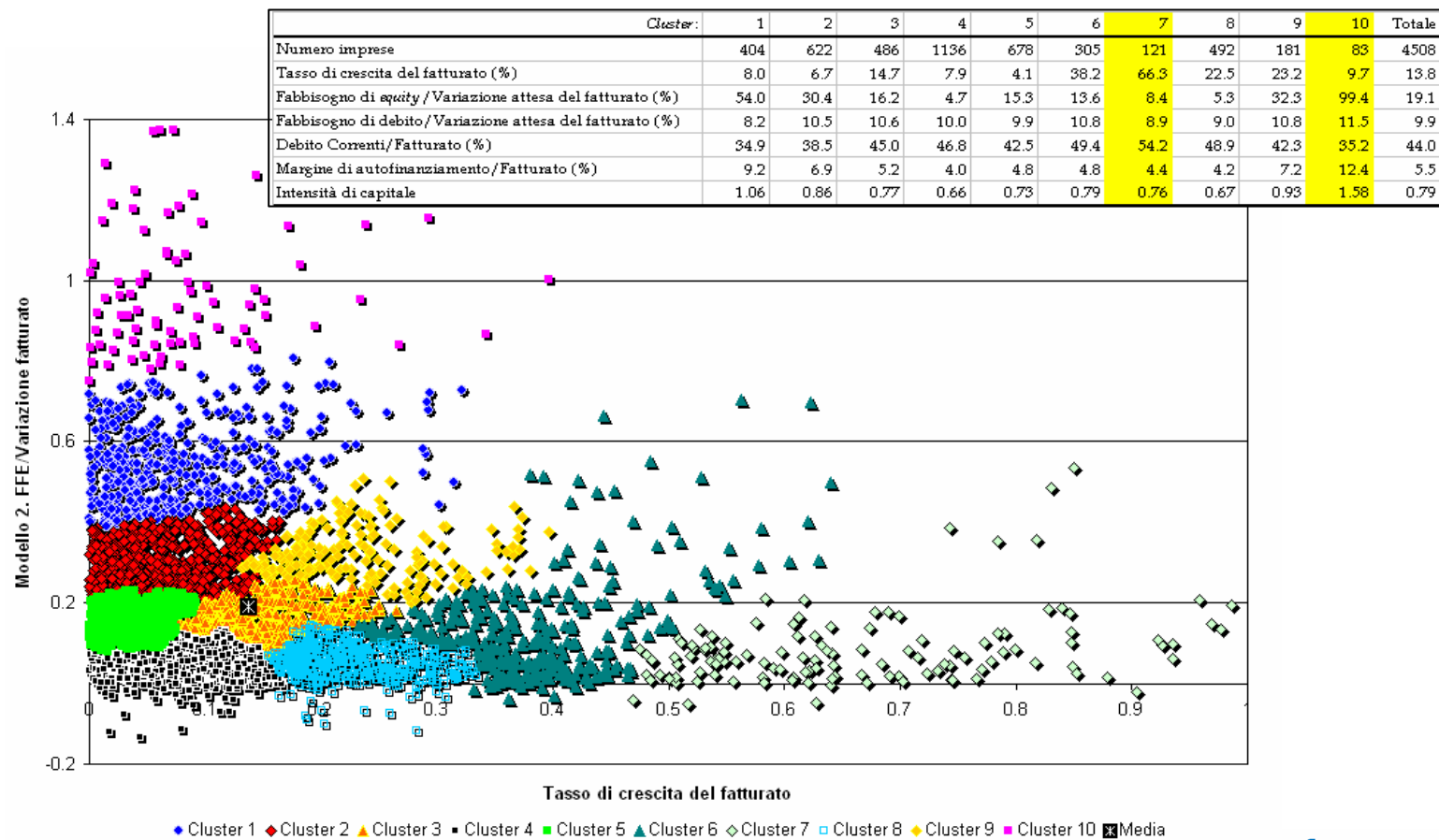
- Modelli di stima del fabbisogno di capitale di rischio
- Descrizione del campione
- I risultati delle stime
- Verifica del fabbisogno addizionale di *equity* per le imprese della Regione E-R: i risultati della *cluster analysis*
- Conclusioni e *step* futuri

## Verifica del fabbisogno addizionale di *equity* per le imprese della Regione E-R: i risultati della *cluster analysis* (1/2)

---

- Campione di riferimento
  - Società di capitali in crescita, di piccole e medie dimensioni aventi sede legale nella regione Emilia Romagna attive nel settore manifatturiero e in quello dei servizi
  - 4508 imprese
  
- Sono state utilizzate 2 categorie di aspetti rilevanti per raggruppare le 4508 imprese in sottoinsiemi omogenei secondo la logica alla base della *cluster analysis*:
  - Tasso di crescita del fatturato
  - Fabbisogno finanziario di *equity*/Variazione attesa del fatturato (solo Modello 2)
  
- Procedura di agglomerazione gerarchica con metodo Ward che permette di identificare gruppi omogenei di elementi
  
- L'analisi individua 10 *cluster*, statisticamente diversi, che raggruppano società di capitali che palesano condizioni omogenee per quanto attiene ai profili riconducibili alla crescita e al fabbisogno addizionale di *equity*

## Verifica del fabbisogno addizionale di *equity* per le imprese della Regione E-R: i risultati della *cluster analysis* (2/2)



## Verifica del fabbisogno addizionale di *equity* per le imprese della Regione E-R: un approfondimento sulle classi di età

---

	Post 2003	Ante 2003
Numero imprese	395	4508
Tasso di crescita del fatturato (%)	61.2	13.8
Fabbisogno finanziario di <i>equity</i> /Variazione attesa del fatturato - Mod. 2 (%)	10.5	19.1
Debiti correnti/Fatturato (%)	70.4	44.0
Margine di autofinanziamento/Fatturato (%)	5.3	5.5
Intensità di capitale	0.95	0.79
Debiti finanziari/ <i>Equity</i>	1.93	0.76
Fabbisogno di <i>Equity</i> (000 euro)	305.8	147.3

- Le nuove imprese presentano, in media, tassi di crescita del fatturato e intensità di capitale più elevati rispetto alle imprese consolidate → fabbisogno finanziario addizionale comparativamente più elevato
- Le giovani imprese usano in maniera più aggressiva il debito finanziario e di natura operativa nella copertura del fabbisogno finanziario addizionale → contenimento del rapporto tra fabbisogno di *equity* e variazione attesa del fatturato
- Per le nuove imprese, il più elevato fabbisogno addizionale di *equity* espresso in termini monetari, pur in presenza di un più contenuto fabbisogno di *equity* per unità addizionale di fatturato, discende dalla magnitudo del fabbisogno finanziario addizionale per le imprese sorte dopo il 1.1.2003

## Agenda

---

- Modelli di stima del fabbisogno di capitale di rischio
  - Descrizione del campione
  - I risultati delle stime
  - Verifica del fabbisogno addizionale di *equity* per le imprese della Regione E-R: i risultati della *cluster analysis*
- Conclusioni e *step* futuri

## Conclusioni e *step* futuri (1/3)

---

- Per le 137 imprese, il fabbisogno di *equity* espresso in termini monetari si presenta contenuto sia con l'applicazione del Modello 1 (777 mila euro) che del Modello 2 (305 mila euro). Sebbene tali valori non costituiscano una stima esplicita dell'*equity gap*, possono essere compatibili con un suo insorgere in quanto le dimensioni del fabbisogno di *equity* rintracciate nell'analisi sono in linea con le soglie indicate da alcuni studi, condotti a livello internazionale, sul tema dei vincoli finanziari alle Pmi
- In entrambi i Modelli, il fabbisogno addizionale di *equity*, è influenzato in modo chiaro dal ruolo svolto dai debiti di natura operativa nella copertura del fabbisogno finanziario addizionale. La loro esclusione nelle analisi empiriche può condizionare, e a volte inficiare, i risultati delle stime e le principali conclusioni avanzate dagli studi sul tema

## Conclusioni e *step* futuri (2/3)

---

- I risultati della *cluster analysis* segnalano, con poche eccezioni, che all'interno di ogni raggruppamento sono le imprese *high-tech* a mostrare il più elevato fabbisogno di *equity* per unità di fatturato incrementale. Da far notare, inoltre, che sono le piccole imprese innovative a presentare il più alto fabbisogno di capitale di rischio nel *cluster* caratterizzato da maggior dinamismo in termini di tasso di crescita del fatturato
- Gli studi incentrati sui caratteri finanziari del ciclo di vita dell'impresa sottolineano la bassa capacità di autofinanziamento delle nuove imprese, in particolare innovative; tale conclusione non è stata verificata per le nuove imprese della regione Emilia Romagna che presentano margini di autofinanziamento in linea con le imprese più consolidate
- Le nuove imprese palesano fabbisogni di capitale di rischio rapportati al fatturato incrementale più contenuti rispetto alle imprese consolidate in quanto le nuove imprese usano in maniera aggressiva il debito finanziario e di natura operativa per finanziare il fabbisogno addizionale

## Conclusioni e *step* futuri (3/3)

---

### *Step* futuri

- Ridefinizione dei Modelli 1 e 2 per stimare l'effetto di variazioni nell'intensità di capitale, nel margine di autofinanziamento e nel tasso di incidenza dei debiti correnti sul fatturato fino ad ora mantenute costanti
- Verifica della robustezza dei risultati raggiunti tramite un'indagine qualitativa basata sulla somministrazione di questionari ad imprese ed operatori del settore