



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le microimprese in Italia: una prima analisi  
delle condizioni economiche e finanziarie

di Stefania De Mitri, Antonio De Socio, Paolo Finaldi Russo e Valentina Nigro

Aprile 2013

Numero

162





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Le microimprese in Italia: una prima analisi  
delle condizioni economiche e finanziarie

di Stefania De Mitri, Antonio De Socio, Paolo Finaldi Russo e Valentina Nigro

Numero 162 – Aprile 2013

*La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.*

*La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.*

*La serie è disponibile online sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).*

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

*Stampato presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*

# LE MICROIMPRESE IN ITALIA: UNA PRIMA ANALISI DELLE CONDIZIONI ECONOMICHE E FINANZIARIE

di Stefania De Mitri\*, Antonio De Socio\*, Paolo Finaldi Russo\*  
e Valentina Nigro\*

## Sintesi

L'Italia è il paese europeo in cui le imprese con meno di 10 addetti hanno il peso più elevato in termini di valore aggiunto o di addetti. Utilizzando le informazioni presenti nei bilanci societari e nella Centrale dei rischi tra il 2003 e il 2010, questo lavoro contribuisce alla conoscenza di tali imprese descrivendo le condizioni economico-finanziarie e le relazioni bancarie di circa 500.000 società di capitali, di cui oltre 400.000 microimprese. In media, esse presentano una redditività complessiva molto bassa e un indebitamento, in larga parte bancario, più elevato rispetto alle altre classi dimensionali. È significativa l'incidenza dei finanziamenti erogati dagli stessi soci, una caratteristica che può mitigare alcuni dei rischi tipici delle imprese molto indebitate. Stime econometriche indicano che alle microimprese che accedono al credito sono richieste maggiori garanzie e applicati tassi di interesse più elevati. In tutti gli aspetti indagati nel lavoro, l'eterogeneità delle microimprese è molto più elevata rispetto alle altre classi dimensionali, una caratteristica che suggerisce l'esistenza di ampi spazi per la ricerca futura.

**Classificazione JEL:** G21, G32, L25.

**Parole chiave:** microimprese, finanziamento delle imprese, relazioni bancarie.

## Indice

1. Introduzione.....	5
2. I dati.....	8
3. Crescita del fatturato, redditività, investimenti.....	11
4. Indebitamento e struttura finanziaria.....	18
5. I rapporti con le banche.....	23
6. Conclusioni.....	29
Bibliografia.....	31
Appendice.....	32

---

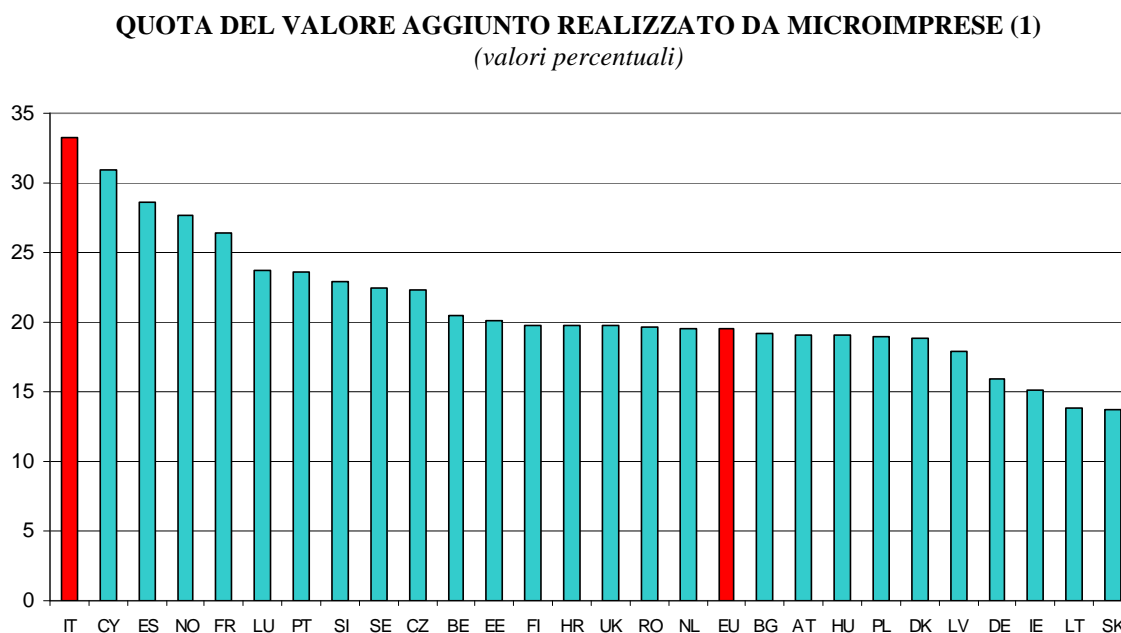
\* Banca d'Italia, Area Ricerca Economica e Relazioni Internazionali.



## 1. Introduzione<sup>1</sup>

L'Italia è il paese europeo in cui le aziende con meno di 10 addetti – le microimprese – hanno il peso maggiore, sia in termini di numero di addetti sia di valore aggiunto: nel 2008 la quota del valore aggiunto realizzato dalle microimprese era pari al 33 per cento, circa 14 punti in più rispetto alla media europea (fig. 1).

Fig. 1



Fonte: Eurostat, *Key figures on European business – 2011*.

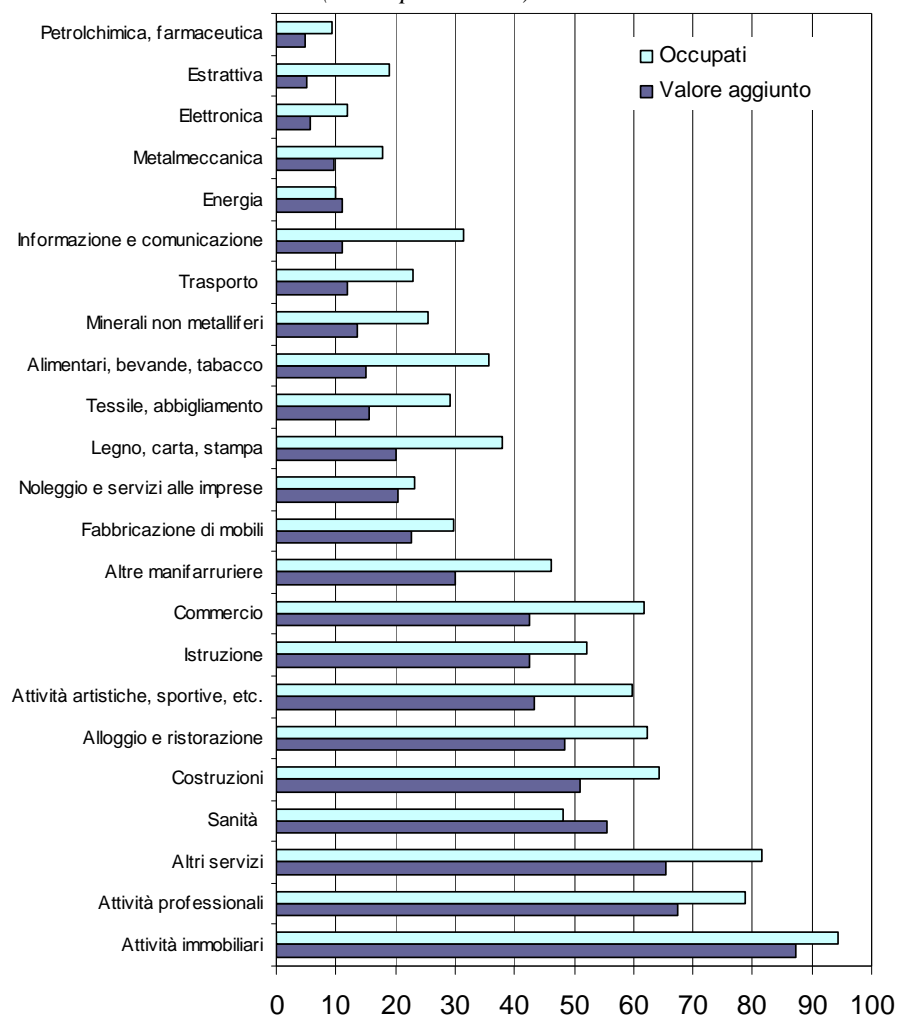
(1) Sono esclusi i settori agricolo, estrattivo ed energetico per i quali non erano disponibili i dati di tutti i paesi. Dati non disponibili per la Grecia.

Il più elevato peso delle microimprese in Italia non dipende dalla composizione settoriale del nostro sistema produttivo<sup>2</sup>. La scomposizione delle differenze rispetto alla media europea e alle maggiori economie dell'area indica che esse sono interamente spiegate dal peso delle microimprese all'interno di ogni singolo settore piuttosto che dalla diversa distribuzione del valore aggiunto tra settori. Più che alla composizione della struttura produttiva, la minore dimensione delle aziende italiane sembra ascrivibile a fattori quali la tassazione, il quadro normativo, gli oneri amministrativi, la tendenza a mantenere il controllo familiare e la scarsa trasparenza rispetto al fisco. Su questi temi c'è un ampio filone di letteratura dal quale, tuttavia, non emerge una chiara evidenza del peso relativo dei diversi fattori (Bianchi et al., 2005).

<sup>1</sup> Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non impegnano l'Istituto di appartenenza. Gli autori ringraziano Giorgio Albareto, Giorgio Gobbi e Luigi Federico Signorini per gli utili commenti ricevuti.

<sup>2</sup> In tutti i paesi il peso delle microimprese sul valore aggiunto varia molto da settore a settore: nella media europea, ad esempio, passa dal 6 per cento della manifattura a oltre il 30 per cento in diversi comparti del terziario.

**QUOTA DEL VALORE AGGIUNTO E DEGLI OCCUPATI NELLE MICROIMPRESE – 2010**  
(valori percentuali)



Fonte: Istat, Statistiche nazionali sulla struttura delle imprese.

La figura 2 mostra che in Italia le microimprese rappresentano circa il 50 per cento del valore aggiunto e oltre il 50 per cento degli occupati in quasi tutti i settori dei servizi e nell'edilizia; vi fanno eccezione i comparti dei trasporti e delle comunicazioni in cui la presenza di alcune grandi imprese comprime il peso relativo delle classi dimensionali inferiori. Nei comparti del settore manifatturiero la varianza è piuttosto elevata: il peso delle microimprese è basso nei settori caratterizzati da elevate economie di scala (petrolchimico, elettronico, metalmeccanico) e supera il 15 o il 30 per cento (rispettivamente per il valore aggiunto e gli addetti) nei comparti del legno, dell'alimentare, della moda.

La quota delle microimprese in termini di occupati è di oltre 17 punti percentuali più elevata nelle regioni meridionali rispetto al Centro Nord (60 e 43 per cento, rispettivamente). L'ampia differenza è per oltre tre quarti riconducibile al maggiore peso delle microimprese in singoli settori di attività



economica e per il resto alla diversa struttura produttiva nelle macroaree (rileva soprattutto il forte peso del commercio e delle costruzioni nel Mezzogiorno).

Nonostante la rilevanza delle microimprese in Italia e dei possibili riflessi che la piccola dimensione d'impresa ha su caratteristiche importanti dell'economia come la competitività, l'internazionalizzazione o le capacità innovative, non esistono studi specifici sui comportamenti e sulle caratteristiche operative di queste aziende, verosimilmente a causa della scarsa disponibilità di informazioni. La maggior parte delle analisi sulle imprese di piccola dimensione, soprattutto se basate su indagini campionarie, non considerano le microimprese; i risultati vengono spesso estesi a queste ultime sulla base di una presunta linearità delle relazioni tra la dimensione d'impresa e i fenomeni studiati. Ad esempio, Pagano e Schivardi (2003) mostrano una correlazione positiva tra la dimensione media delle imprese e la crescita della produttività tra diversi settori e paesi europei, spiegando la relazione con la più elevata capacità innovativa delle imprese di maggiore dimensione. Bugamelli et al. (2012) sottolineano come il ritardo italiano nell'attività innovativa dipenda dalla frammentazione del sistema industriale in tante piccole entità. Anche Hall et al. (2012), sulla base di un campione di imprese italiane con più di 9 addetti, confermano la relazione positiva tra innovazione e dimensione.

L'obiettivo di questo lavoro è di descrivere le condizioni economico-finanziarie delle microimprese italiane e le loro relazioni con gli intermediari finanziari sulla base di dati individuali relativi a un campione di circa 500.000 aziende. Benché numerose, le imprese per le quali disponiamo dei dati di bilancio sono solo società di capitale; risultano pertanto escluse alcune importanti tipologie di microimprese, come le società di persona o le ditte individuali. I risultati principali sono i seguenti:

- la dispersione di quasi tutti gli indicatori analizzati attorno ai valori mediani è di gran lunga più ampia rispetto a quella delle altre classi dimensionali; altrettanto marcata appare la variabilità tra un anno e l'altro dei diversi indicatori per le singole aziende;
- le microimprese si caratterizzano per livelli piuttosto bassi di redditività netta che limitano la capacità di finanziare gli investimenti con le risorse interne e determinano un maggiore ricorso al debito; le condizioni finanziarie risultano quindi mediamente più fragili rispetto alle imprese di maggiore dimensione;
- le microimprese sembrano accumulare capitale in modo molto più discontinuo rispetto alle imprese più grandi; si alternano anni di investimenti relativamente elevati ad anni in cui non si effettua alcun investimento;
- il debito è soprattutto di fonte bancaria; una microimpresa su cinque, tuttavia, non ha alcun debito: si tratta di società caratterizzate in media da condizioni di bilancio più equilibrate,

suggerendo che l'assenza di finanziamenti esterni dipenda maggiormente da fattori di domanda piuttosto che di offerta;

- è significativa l'incidenza dei finanziamenti erogati dagli stessi soci, che tende a controbilanciare i rischi di un indebitamento elevato e a conferire una maggiore stabilità alla struttura finanziaria;
- i rapporti con le banche sono concentrati su un numero limitato di intermediari; alcune stime econometriche indicano che, a parità di indici di solidità finanziaria e di altre caratteristiche, alle microimprese sono richieste maggiori garanzie e applicati tassi di interesse più elevati rispetto alle altre aziende.

Il lavoro è organizzato come segue. Nel paragrafo seguente si descrivono brevemente i dati utilizzati e alcuni aspetti metodologici rilevanti, in particolare la definizione di microimpresa adottata nel lavoro. Nel terzo paragrafo si affrontano i temi della crescita e della capacità delle microimprese di generare profitti analizzando l'andamento dei volumi di vendita, gli indicatori di produttività e redditività, la dinamica degli investimenti e la capacità di finanziarli con le risorse interne. Il quarto paragrafo descrive le caratteristiche della struttura finanziaria delle microimprese e indaga le scelte di utilizzo di diverse fonti di finanziamento. Il quinto paragrafo si concentra sulle caratteristiche dei rapporti bancari e sulle condizioni di tasso e garanzia applicate dagli intermediari ai prestiti concessi alle microimprese. L'ultimo paragrafo conclude sintetizzando i principali risultati e presentando alcuni spunti per ulteriori approfondimenti.

## **2. I dati**

Il lavoro si basa principalmente sui dati dei bilanci individuali estratti dall'archivio Cerved. Il campione considerato include circa 500.000 società di capitale nel periodo compreso tra il 2002 e il 2010<sup>3</sup>; queste imprese sono rappresentative di oltre il 60 per cento del valore aggiunto e dei debiti finanziari delle società non finanziarie italiane. Oltre 420.000 aziende del campione sono considerate microimprese sulla base della definizione UE, ovvero hanno meno di 10 addetti e un fatturato o un attivo inferiori a 2 milioni<sup>4</sup>; nella pratica, tuttavia, la classificazione poggia quasi esclusivamente sui livelli del fatturato e dell'attivo, essendo il numero di addetti assente per la quasi

---

<sup>3</sup> La numerosità del campione dipende anche dall'applicazione di filtri sulle voci dell'attivo, del fatturato e dei debiti finanziari utilizzati per migliorare la qualità delle informazioni (cfr. in appendice la sezione A per le modalità di costruzione del campione e la sezione B per la descrizione degli indicatori di bilancio utilizzati).

<sup>4</sup> Cfr. [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index_en.htm).

totalità delle microimprese<sup>5</sup>. L'analisi sulle relazioni di credito tra banche e imprese presentata nel quinto paragrafo è basata sull'incrocio dei dati del campione Cerved con quelli della Centrale dei rischi e della Rilevazione analitica dei tassi di interesse (cfr. la sezione C dell'appendice). L'incrocio con le due basi dati comporta una riduzione della numerosità delle imprese del campione, rispettivamente, del 45 e del 57 per cento; la riduzione è più ampia tra le microimprese (rispettivamente 53 e 66 per cento).

Tavola A

<b>Società di capitale non finanziarie - (2010)</b>				
	Campione Cerved		Universo delle società di capitali attive	
	n	%	n	%
<b>Settori</b>				
<i>Agricoltura</i>	8.312	1,6	10.650	1,4
<i>Energia ed estrattive</i>	4.129	0,8	9.876	1,3
<i>Manifatturiero</i>	100.944	20,0	153.385	19,8
<i>Costruzioni</i>	79.862	15,7	157.697	20,4
<i>Servizi</i>	310.564	61,2	441.701	57,1
<i>Valori mancanti</i>	3.735	0,7	-	-
<b>Area (1)</b>				
<i>Nord-Ovest</i>	150.266	29,6	193.764	25,1
<i>Nord-Est</i>	111.309	21,9	155.312	20,1
<i>Centro</i>	121.153	23,9	239.101	30,9
<i>Sud ed Isole</i>	113.306	22,3	185.133	23,9
<i>Valori mancanti</i>	11.512	2,3	-	-
<b>Dimensione</b>				
<i>micro</i>	423.491	83,4	-	-
<i>piccole</i>	59.709	11,8	-	-
<i>medie</i>	19.574	3,9	-	-
<i>grandi</i>	4.772	0,9	-	-
<b>TOTALE</b>	<b>507.546</b>	<b>100,0</b>	<b>773.309</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Cerved Group e Unioncamere (archivi Movimprese).

(1) La distribuzione geografica dell'universo corrisponde a quella del totale delle società di capitale che include quelle del settore finanziario.

Le microimprese del campione, che per sua natura non include aziende tipicamente considerate tali come le società di persona o le ditte individuali, rappresentano comunque una quota significativa del complesso delle microimprese, pari al 38 per cento del fatturato e al 33 per cento del valore

<sup>5</sup> La percentuale di imprese per le quali è mancante l'informazione relativa agli addetti scende al 49 per cento per le piccole imprese, al 5 per cento per le medie e al 2 per cento per le grandi.

aggiunto<sup>6</sup>. La distribuzione per settore e area geografica risulta piuttosto simile a quella dell'universo (tav. A); le imprese delle costruzioni e quelle localizzate nelle regioni del Centro risultano lievemente sotto-rappresentate a favore di quelle dei servizi e del Nord-Ovest.

Le imprese del campione hanno un fatturato e un attivo medi rispettivamente pari a 4,2 e 4,9 milioni. I corrispondenti valori per le microimprese sono molto più contenuti (600.000 e 800.000 euro). L'età media delle società, anche delle microimprese, risulta piuttosto elevata (rispettivamente 12 e 10 anni).

L'attribuzione della classe dimensionale è fatta anno per anno. Ciò implica una notevole mobilità delle imprese tra le classi nel tempo (tav. B): in media nel periodo considerato la quota di imprese che esce dal campione o cambia classe dimensionale tra un anno e l'altro oscilla tra il 12 e il 20 per cento. In particolare per le microimprese è molto elevata, pari al 14 per cento, la percentuale di quante escono definitivamente dal campione (i motivi principali per cui ciò può accadere sono la mortalità e le trasformazioni societarie), mentre è molto contenuta la probabilità di crescita (il 2,2 per cento, rispetto al 4,2 delle piccole imprese). Tra le altre imprese prevalgono i passaggi alle classi dimensionali inferiori; per le piccole e medie imprese tale probabilità è rispettivamente pari al 10,7 e al 9,0 per cento.

Tavola B

**MATRICE DI TRANSIZIONE; VALORI MEDI 2002-2010**  
(valori percentuali)

Tempo t	Tempo t+1				uscite dal campione
	micro	piccole	medie	grandi	
micro	83,7	2,1	0,1	0,0	14,1
piccole	10,7	79,4	4,1	0,1	5,7
medie	1,2	7,8	84,1	2,4	4,5
grandi	0,2	0,6	6,6	88,0	4,6

Tra le microimprese, inoltre, è anche molto elevato il tasso di natalità: sono circa 73,000 quelle che entrano ogni anno a far parte del campione. Tali entità di nuova costituzione possono presentare livelli di alcuni indicatori fisiologicamente molto diversi da quelli delle imprese più mature (ad esempio una crescita elevata dei volumi di attività e una redditività molto contenuta).

Alla luce dell'elevata variabilità nella composizione del campione, i risultati potrebbero essere influenzati dall'utilizzo di un campione chiuso o aperto. La scelta tra i due è principalmente dettata

<sup>6</sup> I dati del fatturato e del valore aggiunto del totale delle microimprese italiane sono tratti dall'indagine dell'Istat sulla Struttura e la Competitività del sistema delle Imprese industriali e dei servizi (SCI) nel 2010. Il calcolo delle quote riportate nel testo è fatto escludendo dal campione Cerved le microimprese appartenenti al settore dell'agricoltura. Va sottolineato che il confronto tra queste fonti risente della diversa definizione di microimprese (che nei dati Istat è basata esclusivamente sul numero di addetti).

dalle finalità dell'analisi che si intende condurre; ad esempio sarebbe più opportuno utilizzare un campione chiuso per uno studio delle determinanti della crescita in cui è essenziale controllare i risultati per le caratteristiche delle singole imprese, escludendo gli effetti derivanti da cambiamenti nella composizione dimensionale o settoriale del sistema produttivo. L'obiettivo principalmente descrittivo del presente lavoro ha indotto a utilizzare un campione aperto per evitare di perdere informazioni su una parte rilevante dell'universo delle microimprese (quelle che ogni anno avviano o cessano l'attività) e per non introdurre una distorsione a favore delle aziende che hanno risultati migliori (c.d. *survivorship bias*). Laddove opportuno, tuttavia, l'analisi è stata integrata per tener conto dell'influenza delle imprese neo-costituite. Nella sezione D dell'appendice è, inoltre, presentato un confronto per gli indicatori di crescita del fatturato e di redditività tra il campione aperto utilizzato nell'analisi, un campione che esclude le imprese più giovani e un campione chiuso.

L'analisi presentata nei successivi paragrafi si basa prevalentemente sul confronto tra le classi dimensionali d'impresa di diversi indicatori di bilancio e di altri indici finanziari. L'elevata dispersione che caratterizza la distribuzione di tali indici, soprattutto per le microimprese, ha suggerito l'opportunità di testare le differenze con le altre classi dimensionali mediante la stima della seguente equazione:

$$Y_{j,t} = \alpha + \beta \sum DIM_{j,t} + \gamma \sum SETT_j + \delta \sum AREA_j + \theta \sum ANNO_t + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

in cui la variabile dipendente  $Y$  è rappresentata dall'indicatore di volta in volta analizzato e tra le variabili indipendenti sono inclusi gruppi di dummy che individuano la classe dimensionale (DIM), il settore di attività economica (SETT), l'area geografica (AREA) e gli anni (ANNO)<sup>7</sup>. Nell'equazione (1) la significatività del coefficiente stimato associato alla dummy che individua le microimprese consente di verificare se e in che misura le differenze sono influenzate dalla diversa distribuzione delle aziende nei settori di attività economica o nelle aree geografiche. Le stime sono condotte con il metodo dei minimi quadrati dopo aver limitato il campo di variazione della variabile dipendente tra il 5° e il 95° percentile.

### 3. Crescita del fatturato, redditività, investimenti

Le microimprese presentano **tassi di crescita del fatturato e del valore aggiunto** più elevati rispetto alle altre imprese (tav. 1 in appendice). Tra il 2002 e il 2010, il fatturato è cresciuto mediamente dell'11,7 per cento, un tasso di oltre 7 punti superiore rispetto a tutte le altre classi

---

<sup>7</sup> I settori considerati sono: agricoltura, energia, costruzioni, commercio, telecomunicazioni, altri servizi, beni durevoli, beni non durevoli, beni strumentali, beni intermedi. Le dummy relative all'area geografica in cui l'impresa ha sede legale sono quattro: Nord-Ovest, Nord-Est, Centro, Mezzogiorno.

dimensionali. La differenza rispetto alle altre classi dimensionali, e in particolare alle piccole imprese, è confermata anche da stime econometriche che consentono di controllare il risultato per l'appartenenza delle imprese a diversi settori produttivi o aree geografiche (tav. C).

Tavola C

**TASSO DI CRESCITA DEL FATTURATO**

(risultati di stime OLS)

Micro	Medie	Grandi	Costante	Osservazioni	R <sup>2</sup> -corretto
7,763***	0,245***	0,515***	6,847***	2.654.266	0,020
(0,062)	(0,087)	(0,148)	(0,109)		

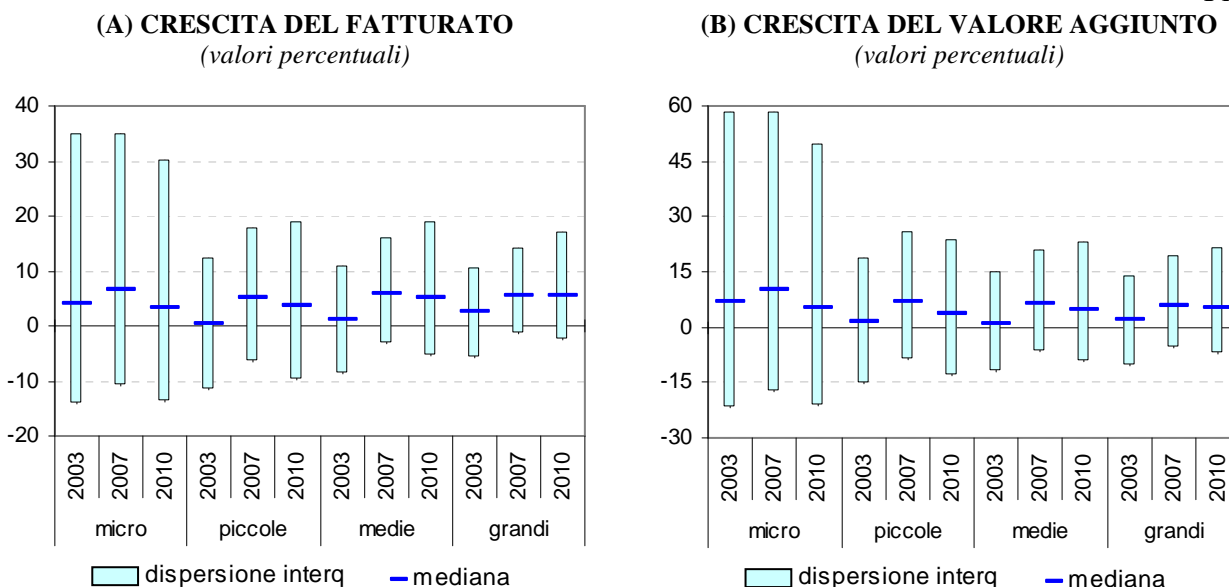
L'equazione stimata include anche dummy temporali, settoriali e di area geografica. In parentesi sono riportati gli errori standard, calcolati in modo robusto a livello di cluster di impresa; gli asterischi corrispondono ai seguenti livelli di significatività: \* p<0,10, \*\* p<0,05, \*\*\* p<0,01.

La maggiore crescita delle microimprese, osservata in tutti i settori di attività economica, dipende in parte dalla elevata quota fra le microimprese di aziende giovani (con meno di quattro anni)<sup>8</sup>, che hanno tassi di crescita del fatturato nettamente superiori alle altre (46,3 per cento per le microimprese giovani, oltre 20 punti percentuali in più delle altre classi dimensionali; cfr. anche la sezione D dell'appendice). Queste evidenze sono in linea con diversi studi empirici che mostrano per le imprese più piccole l'esistenza di una relazione negativa tra dimensione e tasso di crescita che può essere interpretata con la tendenza delle aziende a raggiungere un livello di scala ottimale (ad esempio Signorini, 1993). Per le imprese di maggiore dimensione l'evidenza empirica sembra avvalorare la cosiddetta "legge di Gibrat" che sostiene l'indipendenza del tasso di crescita dalla dimensione iniziale<sup>9</sup>.

Le microimprese sono anche caratterizzate da una elevata dispersione dei tassi di crescita attorno ai valori mediani, nettamente superiore in tutti gli anni rispetto alle altre classi dimensionali. Da un lato, l'ultimo quartile mostra una crescita del fatturato superiore al 30 per cento, circa il doppio rispetto alle altre imprese; dall'altro, per le microimprese del primo quartile il fatturato si riduce di oltre il 10 per cento, un valore di circa 7 punti percentuali inferiore rispetto alle altre (fig. 3.A). L'andamento del valore aggiunto mostra un quadro sostanzialmente simile, con una dispersione dei tassi di variazione ancora più ampia (fig. 3.B).

<sup>8</sup> L'età dell'impresa è stata desunta dall'informazione sulla data di costituzione. Anche se tale informazione non tiene conto di imprese nate da operazioni di impresa quali spin-off, la sovrastima del numero di giovani imprese è limitata. Dai dati Infocamere, la quota di imprese giovani (in media tra il 2001 e il 2007) è pari al 35,4 per cento tra le microimprese rispetto all'8 per cento tra le altre (rispettivamente, 35,9 e 8,3 per cento nel nostro campione).

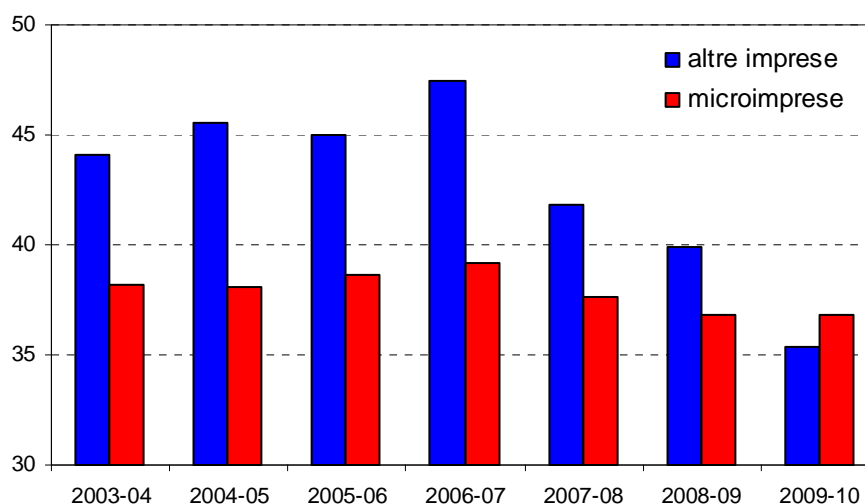
<sup>9</sup> Per una rassegna della letteratura sul tema si veda Santarelli et al. (2006).



A fronte di questa marcata polarizzazione dei tassi di crescita si pone la questione se vi sia persistenza nell'appartenere a uno o all'altro dei poli ovvero se vi siano alcune microimprese con tassi di crescita sistematicamente elevati e altre con ricavi in costante contrazione. Utilizzando un indicatore basato sulla persistenza nel tempo di un'impresa nella stessa classe di crescita del fatturato o in una contigua, solo il 38 per cento delle microimprese mostra una crescita piuttosto stabile rispetto al 45 per cento delle altre imprese (fig. 4)<sup>10</sup>. Le differenze riguardano tutti i settori, eccetto quello delle costruzioni, in cui la persistenza nella crescita del fatturato per le microimprese non è diversa da quelle delle altre classi dimensionali. Questi risultati indicano che, accanto a una elevata eterogeneità dei tassi di crescita, le microimprese si distinguono per una forte variabilità dei volumi di affari nel corso del tempo.

<sup>10</sup> Gli indicatori di persistenza sono basati su matrici di transizione calcolate su campioni chiusi di imprese presenti in tre anni consecutivi (per le quali è possibile avere due tassi di crescita consecutivi). Le classi in cui è stato suddiviso il tasso di crescita del fatturato sono nove: ( $\leq -25$ ), (-25, -10), (-10, -5), (-5, 0), (0, 5), (5, 10), (10, 25), (25, 50), ( $\geq 50$ ). I risultati sono robusti rispetto all'utilizzo di classificazioni più o meno granulari (ad esempio le quote di imprese che mostrano tassi di crescita positivi o negativi in due anni consecutivi). Durante la crisi la persistenza nei tassi di crescita delle altre imprese si riduce nettamente poiché numerose imprese hanno sperimentato un forte calo del fatturato nel 2009 e una capacità di recupero molto forte o molto debole nel 2010.

**PERSISTENZA NEI TASSI DI CRESCITA DEL FATTURATO**  
(quota di imprese; valori percentuali)



In aggregato le microimprese presentano una **redditività operativa**, misurata dal rapporto tra il margine operativo lordo (MOL) e il totale delle attività, più contenuta rispetto alle altre aziende (tav. 2 in appendice)<sup>11</sup>. Questa evidenza, tuttavia, è influenzata da un numero relativamente contenuto di microimprese che presentano una redditività operativa molto bassa e sono tra le più grandi della classe dimensionale in termini di attivo<sup>12</sup>. I risultati di stime econometriche (tav. D) suggeriscono infatti che il rapporto tra MOL e attivo sia più elevato per le microimprese rispetto a tutte le altre classi dimensionali, anche quando si controlli tale differenza per l'appartenenza delle imprese a diversi settori di attività economica o a diverse aree geografiche.

La figura 5, oltre a evidenziare l'ampia dispersione della distribuzione dell'indicatore, conferma che sia la mediana sia il 75° percentile risultano più elevati rispetto alle corrispondenti statistiche delle altre classi dimensionali. La maggiore redditività operativa delle microimprese sembra riconducibile a una minore incidenza dei costi piuttosto che a un maggiore livello di ricavi. Nel 2010, ad esempio, i costi totali delle microimprese in rapporto all'attivo avevano un peso inferiore a quello delle piccole, medie e grandi, rispettivamente di 5, 3 e 12 punti percentuali a fronte di uno scostamento negativo dei ricavi di 4, 2 e 11 punti percentuali.

<sup>11</sup> Il differenziale potrebbe riflettere una più bassa produttività: i dati aggregati dell'Istat sulla Struttura e la Competitività del sistema delle Imprese industriali e dei servizi (SCI) indicano che le microimprese presentano un valore aggiunto per addetto inferiore a quello delle altre imprese in tutti i settori di attività economica; in media nel 2010 la differenza era di circa il 30 per cento rispetto alle imprese piccole e arrivava a oltre il 60 per cento rispetto alle imprese grandi (Istat, 2012).

<sup>12</sup> La classificazione tra le microimprese, come illustrato nel paragrafo 2, in assenza del numero di addetti richiede che la società abbia un fatturato *oppure* un attivo inferiore a 2 milioni. In tutti gli anni del periodo considerato, il 95° percentile della distribuzione dell'attivo per le microimprese è superiore a 10 milioni.

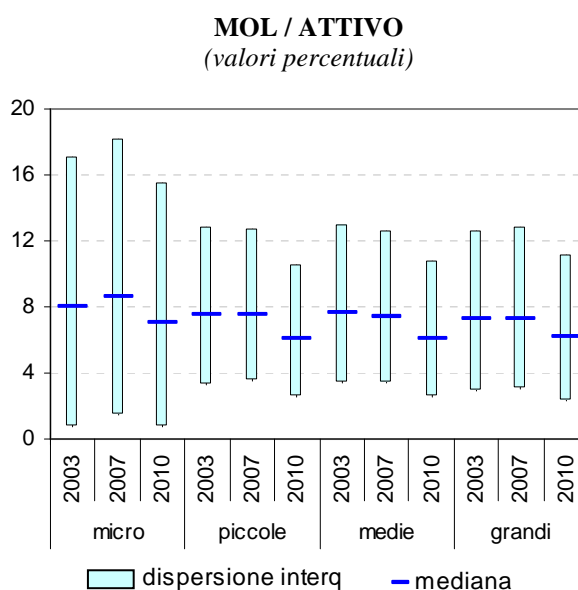


**MOL / ATTIVO**  
(risultati di stime OLS)

Micro	Medie	Grandi	Costante	Osservazioni	R <sup>2</sup> -corretto
0,669***	-0,296***	-0,488***	6,916***	3.531.672	0,020
(0,025)	(0,044)	(0,093)	(0,036)		

L'equazione stimata include anche dummy temporali, settoriali e di area geografica. In parentesi sono riportati gli errori standard, calcolati in modo robusto a livello di cluster di impresa; gli asterischi corrispondono ai seguenti livelli di significatività: \* p<0,10, \*\* p<0,05, \*\*\* p<0,01.

Fig. 5



La **redditività netta** (ROE) delle microimprese è nettamente inferiore a quella delle altre classi dimensionali (tav. 2 in appendice). Nel periodo 2002-2010, il ROE delle microimprese è stato in media negativo (-4,0 per cento), più basso di circa 7 punti percentuali rispetto alle imprese piccole e medie e di 10 punti rispetto alle grandi. Tali ampie differenze, confermate anche dai risultati delle stime OLS (tav. E), sono in parte ascrivibili al maggior peso degli oneri finanziari che riflette, come verrà illustrato nei successivi paragrafi, il più elevato indebitamento e i maggiori tassi di interesse. La presenza di un'ampia quota di microimprese che ogni anno chiude in perdita il bilancio di esercizio è un dato solo a prima vista sorprendente. Va innanzitutto considerato che in società di così piccola dimensione l'effettiva remunerazione dei soci non è adeguatamente rappresentata dal ROE, che considera esclusivamente il risultato d'esercizio; è infatti frequente che gli azionisti rivestano incarichi societari o siano direttamente impiegati in azienda; in questi casi il reddito che essi ricavano dall'impresa è in parte imputato ad altre voci del conto economico (ad es. compensi per amministratori o costo del lavoro). Inoltre, anche il significativo numero di microimprese neo-

costituite e di quelle che stanno per cessare l'attività contribuisce a spiegare queste differenze di redditività tra le classi dimensionali in quanto tali aziende chiudono frequentemente in perdita il bilancio d'esercizio (cfr. la sezione D dell'appendice).

Tavola E

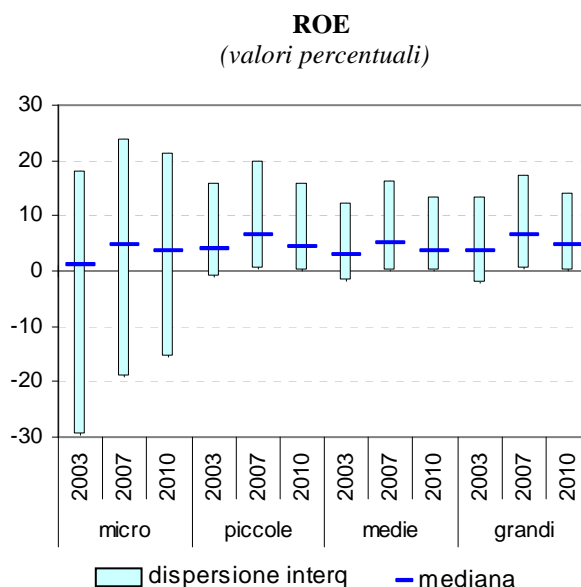
**ROE**  
(risultati di stime OLS)

Micro	Medie	Grandi	Costante	Osservazioni	R <sup>2</sup> -corretto
-35,673***	2,639***	6,405***	-9,092***	3.531.672	0,014
(0,265)	(0,384)	(0,708)	(0,430)		

L'equazione stimata include anche dummy temporali, settoriali e di area geografica. In parentesi sono riportati gli errori standard, calcolati in modo robusto a livello di cluster di impresa; gli asterischi corrispondono ai seguenti livelli di significatività: \* p<0,10, \*\* p<0,05, \*\*\* p<0,01.

La marcata dispersione delle microimprese attorno ai valori mediani si conferma anche per il ROE; in particolare risulta molto più basso rispetto alle altre classi dimensionali il valore del primo quartile (fig. 6).

Fig. 6



I risultati delle stime econometriche indicano che il **tasso di accumulazione** delle microimprese (pari al rapporto fra gli investimenti materiali e le immobilizzazioni tecniche dell'anno precedente) è significativamente inferiore rispetto alle altre classi dimensionali (tav. F). Il risultato dipende dalla quota elevata di microimprese che non effettuano alcun investimento (fig. 7.A) piuttosto che dai tassi di accumulazione delle imprese che investono: questi ultimi risultano infatti più elevati rispetto alle altre classi (fig. 7.B). Anche a livello aggregato, il tasso medio di accumulazione risulta

lievemente più alto per le microimprese (tav. 3 in appendice). Queste evidenze suggeriscono che l'attività di accumulazione del capitale tra le microimprese sia molto variabile e discontinua, caratterizzata da anni di investimenti relativamente elevati alternati a periodi in cui l'impresa non effettua alcun investimento. Questa interpretazione è confermata dal fatto che, in media, le microimprese del campione non effettuano investimenti circa una volta ogni tre anni; la frequenza si riduce al crescere della dimensione aziendale arrivando a circa una volta ogni dieci anni tra le grandi imprese.

Tavola F

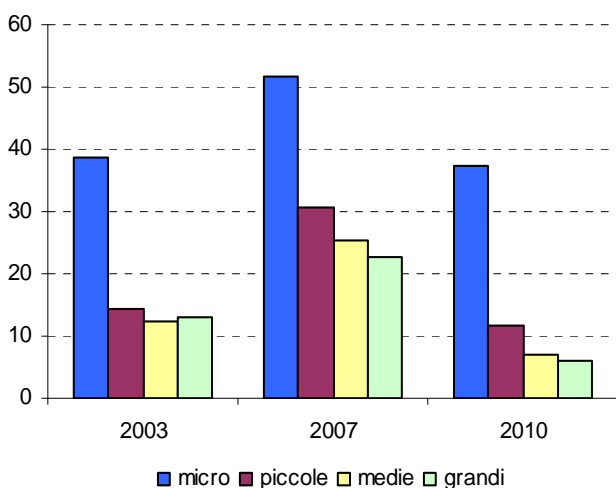
**TASSO DI ACCUMULAZIONE**  
(risultati di stime OLS)

Micro	Medie	Grandi	Costante	Osservazioni	R <sup>2</sup> -corretto
-0,278***	-0,013	-0,317	27,645***	2.563.618	0,008
(0,087)	(0,139)	(0,249)	(0,134)		

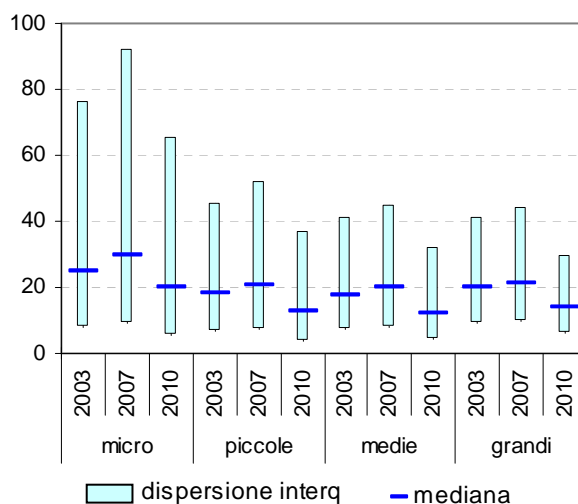
L'equazione stimata include anche dummy temporali, settoriali e di area geografica. In parentesi sono riportati gli errori standard, calcolati in modo robusto a livello di cluster di impresa; gli asterischi corrispondono ai seguenti livelli di significatività: \* p<0,10, \*\* p<0,05, \*\*\* p<0,01.

Fig. 7

**(A) QUOTA DI IMPRESE CHE NON INVESTONO**  
(valori percentuali)



**(B) TASSO DI ACCUMULAZIONE PER LE IMPRESE CHE INVESTONO**  
(valori percentuali)

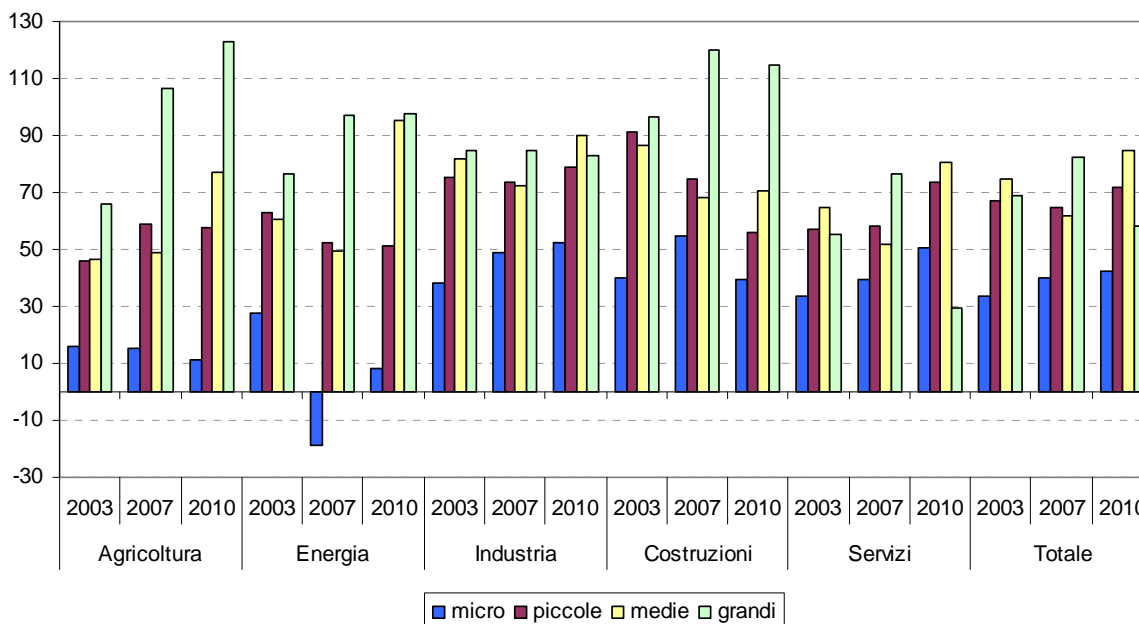


Data la più contenuta redditività netta, l'autofinanziamento delle microimprese riesce a coprire, in tutti i settori, una quota degli investimenti più bassa rispetto alle altre imprese (tav. 3 in appendice); considerando le sole imprese che effettuano investimenti, nel 2010 il grado di copertura con autofinanziamento era pari a circa il 42 per cento tra le microimprese, rispetto al 72 delle piccole, all'85 delle medie e al 58 delle grandi (fig. 8). Ne deriva un fabbisogno finanziario, in rapporto al

fatturato, sistematicamente più ampio rispetto alle altre classi dimensionali e particolarmente elevato nei settori dell'agricoltura e dell'energia (tav. 3 in appendice).

Fig. 8

**AUTOFINANZIAMENTO SU INVESTIMENTI, PER LE SOLE IMPRESE CHE INVESTONO**  
(medie ponderate, valori percentuali)



**4. Indebitamento e struttura finanziaria**

Il livello di **indebitamento** delle microimprese, misurato dal rapporto dei debiti finanziari sulla somma degli stessi con il patrimonio netto (leverage), è stabilmente superiore a quello nelle altre classi dimensionali. Nel 2010 era pari al 63 per cento, circa 8 e 12 punti più alto di quello delle piccole e medie imprese (tav. 4 in appendice). Il maggior livello di indebitamento rispetto alle altre classi dimensionali è confermato anche dalle stime econometriche (tav. G).

Tavola G

**LEVERAGE**  
(risultati di stime OLS)

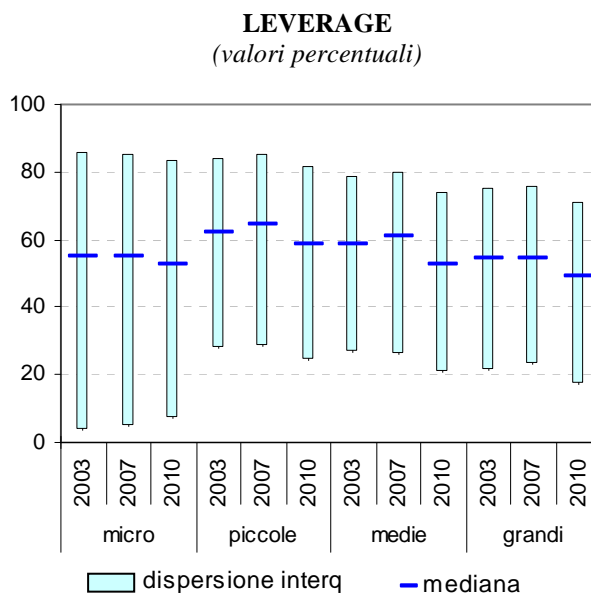
Micro	Medie	Grandi	Costante	Osservazioni	R <sup>2</sup> -corretto
0,961***	-3,239***	-6,397***	62,598***	3027938	0,019
(0,094)	(0,167)	(0,325)	(0,127)		

L'equazione stimata include anche dummy temporali, settoriali e di area geografica. In parentesi sono riportati gli errori standard, calcolati in modo robusto a livello di cluster di impresa; gli asterischi corrispondono ai seguenti livelli di significatività: \* p<0,10, \*\* p<0,05, \*\*\* p<0,01.

Anche in questo caso le microimprese sono caratterizzate da una elevata eterogeneità: le differenze sono rilevanti soprattutto nel quartile delle imprese meno indebitate (fig. 9). Questa forte

asimmetria nella dispersione è dovuta alla presenza di una quota elevata di microimprese che non hanno contratto debiti finanziari (il 20 per cento, rispetto al 9 per cento delle altre classi dimensionali).

Fig. 9



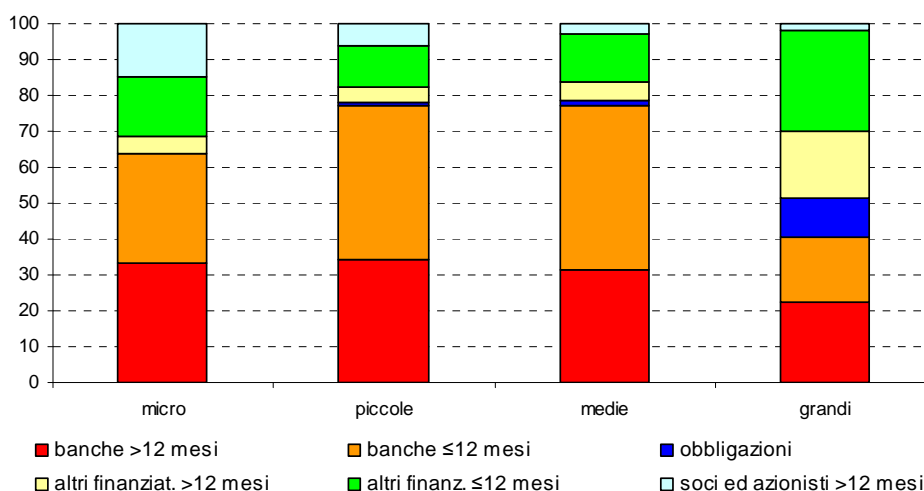
La **composizione dell'indebitamento** finanziario delle aziende, con riferimento alle controparti e alla durata, è assai eterogenea tra le diverse classi dimensionali (tav. 5 in appendice). Nel 2010 il peso dell'indebitamento bancario delle microimprese, pari a circa il 64 per cento dei debiti finanziari, era di circa 13 punti più basso rispetto alle piccole e medie imprese<sup>13</sup> (fig. 10). Il divario dipende essenzialmente dall'elevata quota di microimprese che non accede al debito bancario (circa il 40 per cento): per le altre microimprese, invece, la dipendenza dal credito bancario era sostanzialmente in linea con quella delle società di piccola e media dimensione.

L'elevata quota di **microimprese che non hanno debiti finanziari o bancari** potrebbe essere il riflesso di difficoltà nell'ottenere finanziamenti esterni da parte di aziende verosimilmente più giovani o più opache, oppure potrebbe derivare da minori esigenze finanziarie da parte di aziende che non investono o che hanno una redditività elevata. Per valutare il peso relativo di questi fattori si sono messe a confronto le caratteristiche delle microimprese senza o con debiti finanziari e, tra queste ultime, di quelle senza o con debiti bancari<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Le grandi imprese hanno una composizione del debito molto diversa dalle altre imprese che dipende dall'accesso al mercato obbligazionario e dall'utilizzo, nell'attività di finanziamento, di società collegate o controllate.

<sup>14</sup> L'analisi presentata è basata sulle medie ponderate degli indicatori. Le differenze nelle caratteristiche delle imprese sono simili calcolando le mediane, salvo alcuni casi in cui ci sono limitate differenze tra i due gruppi di imprese.

**COMPOSIZIONE DELL'INDEBITAMENTO FINANZIARIO – 2010**  
(valori percentuali)



Le imprese che non hanno debiti finanziari sono più piccole e più giovani (tav. H); in termini di crescita del fatturato non ci sono grandi differenze, mentre la disponibilità di risorse liquide e la redditività operativa di queste aziende è nettamente superiore; il differenziale è ancora più ampio in termini di redditività netta. È, inoltre, più contenuto il loro fabbisogno di capitale circolante, approssimato dal rapporto tra crediti commerciali netti e fatturato. In presenza di tassi di accumulazione non dissimili, la più elevata redditività consente alle imprese senza debiti finanziari una maggiore capacità di copertura degli investimenti tramite le risorse interne. Le differenze tra le microimprese senza o con debiti bancari sono risultate sostanzialmente analoghe (tavola I).

Tavola H

**CARATTERISTICHE DELLE MICROIMPRESE SENZA E CON DEBITI FINANZIARI**  
(numeri e valori percentuali; medie ponderate)

	Microimprese senza debiti finanziari			Microimprese con debiti finanziari		
	2003	2007	2010	2003	2007	2010
% sul totale delle microimprese	23	22	20	77	78	80
Fatturato (mgl) (1)	151	171	171	347	359	345
Età (1)	4	5	5	5	6	7
Crescita del fatturato	10.0	12.8	13.9	14.2	15.5	13.7
MOL/attivo	7.8	9.7	8.1	5.0	5.6	4.0
ROE	5.3	10.0	8.0	-10.4	-4.7	-5.1
Tasso di accumulazione	24.2	15.0	12.2	23.4	15.2	12.3
Autofinanziamento/investimenti	54.4	104.3	102.9	23.0	32.4	31.4
Liquidità/attivo	21.0	22.1	21.9	6.4	6.8	5.9
Cred comm netti/fatturato	-6.1	-4.7	-2.5	-2.5	-1.9	-0.6

(1) Valore mediano.

**CARATTERISTICHE DELLE MICROIMPRESE SENZA E CON DEBITI BANCARI (1)**  
(numeri e valori percentuali; medie ponderate)

	Microimprese senza debiti bancari			Microimprese con debiti bancari		
	2003	2007	2010	2003	2007	2010
% sul totale delle microimprese	16	18	20	60	60	60
Fatturato (mgl) (2)	151	164	167	324	351	345
Età (2)	4	5	5	5	6	7
Crescita del fatturato	20.4	17.2	18.3	13.3	15.2	13.0
MOL/attivo	3.8	5.0	3.8	5.2	5.7	4.0
ROE	-5.4	1.1	-1.5	-11.7	-6.4	-6.1
Tasso di accumulazione	23.5	15.6	13.4	23.4	15.1	12.2
Autofinanziamento/investimenti	25.5	40.3	40.1	22.7	31.1	29.3
Liquidità/attivo	12.1	12.9	10.7	5.5	5.7	4.9
Cred comm netti/fatturato	-4.0	-4.0	-2.4	-2.2	-1.5	-0.2

(1) Elaborazioni sulle sole imprese con debiti finanziari. – (2) Valore mediano.

Una caratteristica distintiva delle microimprese è il ricorso al **debito a lungo termine nei confronti di soci e azionisti**, che nel 2010 rappresentava circa il 15 per cento dei debiti finanziari e poco meno della metà del debito non bancario. Il ricorso a questa forma di finanziamento è in ampia parte dovuto ai possibili vantaggi fiscali per i soci derivanti dalla deducibilità degli interessi<sup>15</sup>. La presenza di una quota rilevante dei prestiti da soci può anche rafforzare la struttura finanziaria delle microimprese, in quanto si tratta di fondi che, a differenza di altri finanziamenti, possono permanere nelle disponibilità dell'impresa anche nel caso di situazioni di stress; la mancata corresponsione dei relativi interessi, inoltre, difficilmente conduce al default dell'impresa<sup>16</sup>.

La tavola L indica che le microimprese che hanno debiti verso soci hanno una redditività operativa e una liquidità inferiori rispetto alle altre; pur in presenza di una minore accumulazione di capitale, l'autofinanziamento riesce a coprire una quota inferiore degli investimenti. Questa forma di finanziamento, inoltre, sembra utilizzata maggiormente da imprese che non hanno rapporti con le banche: la quota di imprese indebitate con le aziende di credito è significativamente più elevata tra quelle che non hanno debiti verso soci rispetto a quelle che li hanno (rispettivamente 82 e 66 per cento). Nel complesso questi risultati potrebbero indicare che le risorse messe a disposizione dai soci consentono di sopperire a una ridotta capacità sia di generare risorse da investire sia di accedere a finanziamenti esterni.

<sup>15</sup> Data la piccola dimensione delle aziende è presumibile che siano poco diffusi i casi di utilizzo di questi prestiti da parte dei soci di maggioranza con l'obiettivo di estrarre risorse dall'impresa a danno di quelli di minoranza.

<sup>16</sup> A conferma di questa interpretazione la legge prescrive che il rimborso dei finanziamenti ai soci è postergato rispetto alla soddisfazione di altri creditori e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento, deve essere restituito (art. 2467 del Codice Civile).

**CARATTERISTICHE DELLE MICROIMPRESE SENZA E CON DEBITI VERSO SOCI (1)**  
(*numeri e valori percentuali; medie ponderate*)

	Microimprese senza debiti verso soci			Microimprese con debiti verso soci		
	2003	2007	2010	2003	2007	2010
% sul totale delle microimprese	67	60	62	10	18	18
Fatturato (mgl) (2)	365	382	362	235	289	291
Età (2)	5	6	7	5	6	7
Crescita del fatturato	14,4	15,3	13,9	12,4	16,2	13,0
MOL/attivo	5,0	5,9	4,3	4,9	4,5	3,2
ROE	-10,4	-4,6	-5,1	-10,0	-5,0	-5,1
Tasso di accumulazione	24,2	15,8	13,2	18,2	13,7	10,5
Autofinanziamento/investimenti	22,6	33,9	32,6	26,3	28,5	28,2
Liquidità/attivo	6,5	7,1	6,3	6,0	6,0	4,9
Cred comm netti/fatturato	-1,9	-0,9	0,2	-7,4	-5,9	-3,8

(1) Elaborazioni sulle sole imprese con debiti finanziari. - (2) Valore mediano.

Le correlazioni tra il ricorso alle diverse tipologie di debiti analizzate in questo paragrafo e alcune caratteristiche d'impresa (dimensione, età e redditività operativa) sono confermate dai risultati di un'analisi econometrica in cui si includono controlli per il settore di attività economica, l'area geografica e i singoli anni.

**PROBABILITÀ PER LE MICROIMPRESE DI AVERE DEBITI FINANZIARI,  
BANCARI O VERSO SOCI**  
(*risultati di stime Probit*)

	(1) Debiti finanziari	(2) Debiti bancari	(3) Debiti verso soci
Log(fatturato)	0,152*** (0,001)	0,214*** (0,001)	-0,070*** (0,001)
Età	0,001*** (0,000)	0,008*** (0,000)	0,001*** (0,000)
MOL/Attivo	-0,008*** (0,000)	-0,003*** (0,000)	-0,002*** (0,000)
Costante	0,144*** (0,007)	-0,312*** (0,007)	-0,298*** (0,007)
Osseervazioni	3.293.552	2.588.081	2.588.081

Le equazioni stimate includono anche dummy temporali, settoriali e di area geografica. Le stime relative ai debiti bancari e a quelli verso soci sono condotte sulle sole imprese con debiti finanziari. In parentesi sono riportati gli errori standard, calcolati in modo robusto a livello di cluster di impresa; gli asterischi corrispondono ai seguenti livelli di significatività: \* p<0,10, \*\* p<0,05, \*\*\* p<0,01.



Le stime sono presentate nella tavola M, in cui la variabile dipendente è una *dummy* pari a uno in caso di ricorso a debiti finanziari, debiti bancari o debiti a medio e a lungo termine verso soci. I risultati mostrano che imprese di più grandi dimensioni hanno una maggiore probabilità di avere debiti finanziari e bancari, mentre la relazione è di segno opposto per i debiti verso soci. Tutte e tre le forme di indebitamento appaiono meno frequenti per le imprese più giovani e per quelle con una elevata redditività operativa. Nel complesso queste evidenze sono coerenti con l'ipotesi che l'elevata quota di microimprese prive di debiti dipenda maggiormente da fattori di domanda e non dalla minore offerta di fondi da parte dei finanziatori.

Con riferimento alla durata media dei finanziamenti, i dati aggregati indicano un minore **indebitamento a breve** delle microimprese (tav. 5 in appendice). Stime econometriche, presentate nella tavola N, confermano questo risultato.

Tavola N

**QUOTA DI INDEBITAMENTO FINANZIARIO A BREVE**  
(risultati di stime OLS)

Micro	Medie	Grandi	Costante	Osservazioni	R <sup>2</sup> -corretto
-2,584***	0,550***	2,324***	69,898***	3.320.373	0,011
(0,101)	(0,169)	(0,344)	(0,141)		

L'equazione stimata include anche dummy temporali, settoriali e di area geografica. In parentesi sono riportati gli errori standard, calcolati in modo robusto a livello di cluster di impresa; gli asterischi corrispondono ai seguenti livelli di significatività: \* p<0,10, \*\* p<0,05, \*\*\* p<0,01.

Recenti analisi empiriche, basate su dati di imprese quotate o di maggiore dimensione, trovano una relazione di segno opposto tra dimensione e durata media dell'indebitamento che viene interpretata con riferimento alla maggiore asimmetria informativa dei rapporti tra intermediari e piccole imprese (Fan et al., 2012; Magri, 2010). Altri autori, invece, sottolineano che la relazione tra dimensioni aziendali e durata dell'indebitamento, che risente della rischiosità delle imprese, potrebbe non essere monotona (Diamond, 1991): un indebitamento a più lungo termine riguarderebbe sia imprese poco rischiose (che le banche hanno meno interesse a monitorare nel continuo), sia imprese molto rischiose (che tendono a ridurre le possibilità che i prestiti non vengano rinnovati); è verosimile che la relazione negativa osservata nelle nostre stime stia cogliendo questo secondo aspetto.

## 5. I rapporti con le banche

I dati della Centrale dei rischi mostrano una **concentrazione** piuttosto elevata dei rapporti bancari delle microimprese, verosimilmente legata alla limitata dimensione assoluta dei prestiti. Nel 2010 circa il 78 per cento delle microimprese aveva rapporti con meno di tre banche contro il 32 e il 21

per cento delle piccole e medie imprese; poco più della metà delle microimprese è affidata da una sola banca<sup>17</sup> (fig. 11).

Fig. 11

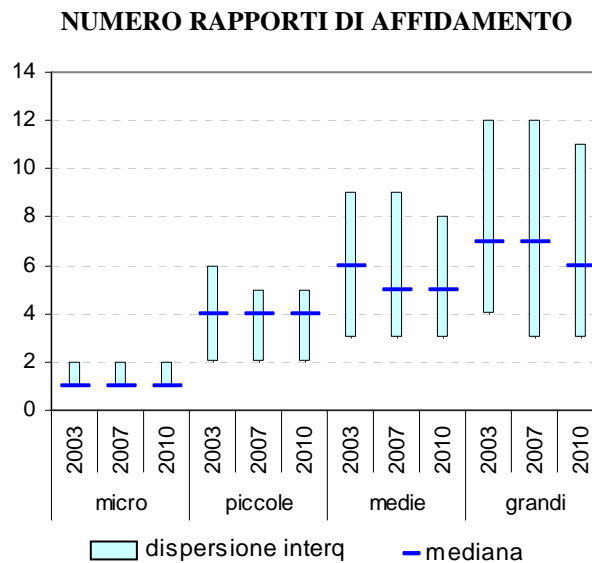
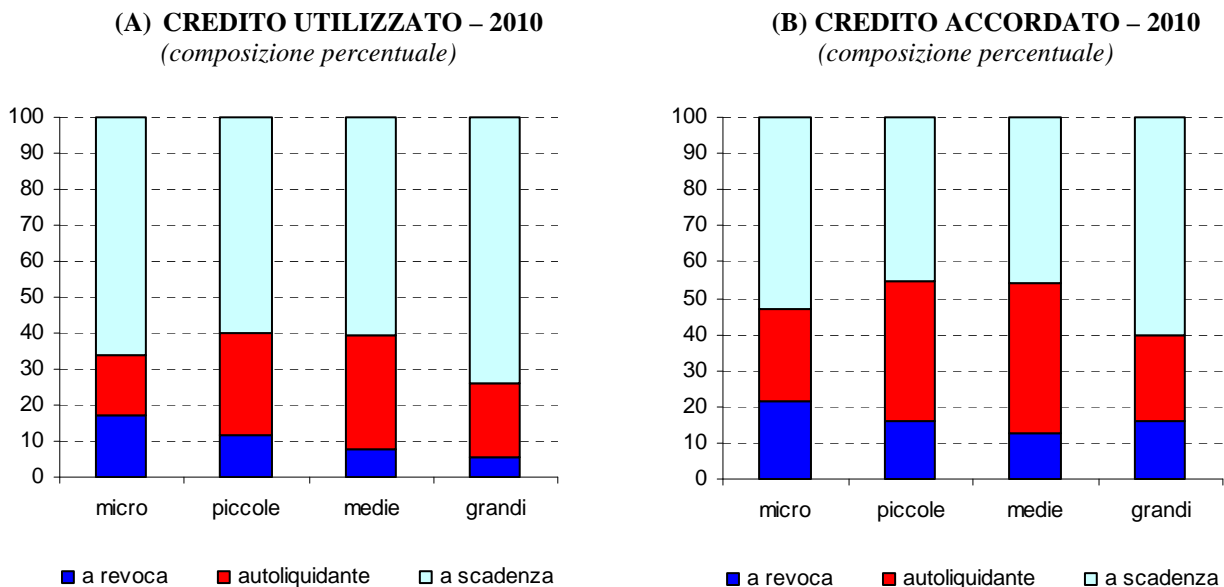


Fig. 12



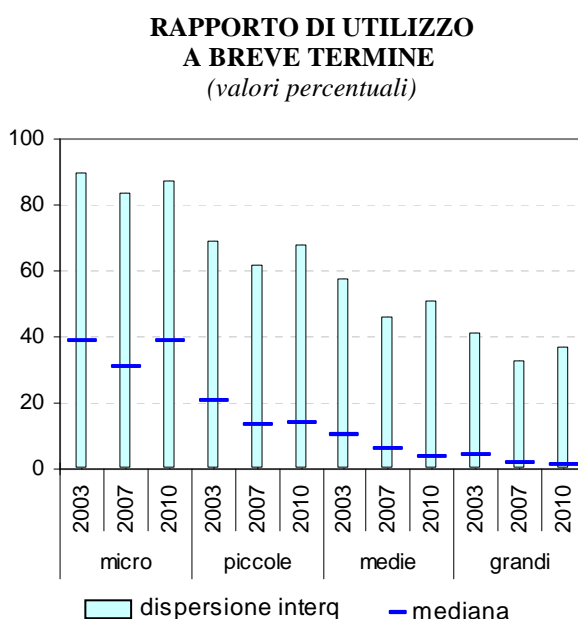
Considerando la **composizione dei prestiti bancari per forma tecnica**, tra le microimprese appare relativamente più diffuso il ricorso ai finanziamenti a revoca, in larga parte rappresentati da aperture di credito in conto corrente; questo vale sia per il credito effettivamente utilizzato dalle aziende (fig. 12.A) sia per quello accordato dagli intermediari (fig. 12.B), indipendentemente dal settore. Il credito accordato dalle banche sulle linee in conto corrente, in rapporto all'attivo dell'impresa,

<sup>17</sup> Indicazioni analoghe emergono dall'analisi della quota di credito erogato dalla banca principale e dell'indice di Herfindahl costruito sulla base delle quote dei prestiti accordati dai diversi intermediari.

rappresenta mediamente il 73 per cento per le microimprese, contro il 65 per le piccole aziende, il 50 per le medie, il 31 per le grandi. Questo risultato può riflettere la preferenza degli intermediari a offrire alle imprese potenzialmente più rischiose e opache una forma di credito che può essere più facilmente monitorata.

Il rapporto tra il credito a breve termine utilizzato dalle microimprese e quello accordato loro dagli intermediari è sistematicamente più elevato rispetto alle aziende delle altre classi dimensionali (tav. 6 in appendice). Per l'ultimo quartile di microimprese il rapporto di utilizzo è superiore all'80 per cento, un valore nettamente più elevato rispetto alle altre classi dimensionali (fig. 13); si tratta di un'evidenza coerente con la presenza di tensioni finanziarie.

Fig. 13



Le condizioni applicate dalle banche alle microimprese appaiono più onerose, sia in termini di garanzie richieste sia in termini di tassi di interesse. La **quota di credito assistita da garanzie reali** ha superato nel 2010 il 45 per cento (28 per cento per la media del campione; tav. 7 in appendice); le microimprese con una quota garantita superiore all'80 per cento sono circa il 15 per cento del totale, un valore più che doppio rispetto a quello delle piccole e medie imprese.

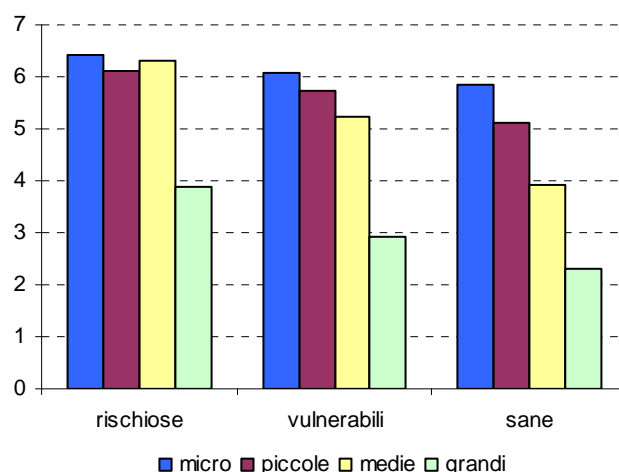
Il **tasso di interesse** nominale sui prestiti a revoca, pur ridottosi nel 2010 rispetto agli anni precedenti, risulta più elevato di quello applicato alle imprese di maggiore dimensione (tav. 7); la differenza non sembra dipendere dalla maggiore rischiosità. Suddividendo le società in classi di rischio, basate sul Cebi-score calcolato da Cerved<sup>18</sup>, il differenziale di tasso tra le microimprese e le

<sup>18</sup> Il Cebi-score è un punteggio attribuito al bilancio di un'impresa che varia da 1 a 9 all'aumentare della probabilità di default stimata sulla base di numerosi indicatori. I valori da 1 a 4 individuano imprese "sane", quelli da 5 a 6 imprese

altre resta piuttosto ampio per le aziende “vulnerabili” e molto elevato per quelle “sane” (fig. 14). Sono proprio le microimprese “sane”, quindi, a essere maggiormente penalizzate nei costi di accesso al credito, ottenendo rispetto alle imprese più rischiose della stessa dimensione uno scarso riconoscimento della maggiore solidità finanziaria (al contrario di quanto avviene per le società più grandi).

Fig. 14

**TASSO MEDIO SUI PRESTITI BANCARI A REVOCA – 2010**  
(medie ponderate; valori percentuali)



L’applicazione di condizioni peggiori alle microimprese è stata verificata con alcuni esercizi econometrici condotti con il metodo dei minimi quadrati. Le variabili d’interesse sono la quota di credito assistita da garanzie reali e il tasso d’interesse nominale sui prestiti a revoca.

Tra i regressori sono state incluse le dummy per le dimensioni dell’impresa (micro, medie, grandi), per le classi di rischio (rischiose, vulnerabili), per l’età (minore di 4 anni), per le imprese monoaffidate e per le classi dimensionali dell’intermediario principale, oltre a variabili dummy temporali, settoriali, e di area geografica<sup>19</sup>. Le variabili relative alle classi di rischio sono ritardate di un anno rispetto alla variabile dipendente per limitare i problemi di endogeneità e per considerare che le banche solitamente non dispongono di informazioni di bilancio relative all’anno in cui concedono il finanziamento. Per l’equazione del credito garantito viene inclusa, tra i regressori, la quota di credito utilizzato a medio e lungo termine, relativa all’anno precedente, essendo i prestiti a breve raramente assistiti da garanzie reali.

“vulnerabili” e quelli da 7 a 9 imprese “rischiose”. Secondo questa classificazione, le microimprese presentano una maggiore rischiosità: circa il 32 per cento ricade nel gruppo delle “rischiose” rispetto a poco più del 20 per cento nelle altre classi dimensionali.

<sup>19</sup> La dimensione della banca principale è definita secondo l’attivo totale del gruppo a cui appartiene la banca (maggiori, grandi, medie, piccole, minori, filiali di banche estere e società finanziarie); le dummy temporali, settoriali e di area geografica sono le stesse descritte nel secondo paragrafo.

I risultati riguardanti la quota di credito garantito confermano che alle microimprese vengono richieste maggiori garanzie reali. Il coefficiente associato alla dummy per le microimprese, sempre positivo e significativo, si riduce fortemente quando viene inclusa la dummy che individua le imprese monoaffidate, suggerendo che la maggior quota di credito garantito delle microimprese è in larga parte spiegata dalla condizione di monoaffidamento (tav. O, col. 1-2); la differenza, seppur minore, resta significativa anche nei confronti delle imprese di piccola dimensione (tav. O, col. 3). Questo risultato è coerente con l'ipotesi che gli intermediari abbiano più incentivi a monitorare e/o a chiedere garanzie alle imprese non affidate anche da altre banche<sup>20</sup>. I coefficienti relativi alle classi di rischio mostrano che sia alle imprese classificate "vulnerabili" sia a quelle "rischiose" vengono richieste più garanzie rispetto alle imprese "sane". Il coefficiente della dummy per l'età è negativo e significativo, indicando presumibilmente che le imprese più giovani hanno meno attività da offrire in garanzia.

Tavola O

**QUOTA DI CREDITO GARANTITO**  
(risultati di stime OLS)

	(1)	(2)	(3)
Micro	1,961*** (0,088)	0,401*** (0,089)	0,166* (0,096)
Medie			-0,466*** (0,143)
Grandi			-2,205*** (0,284)
Rischiose (t-1)	7,263*** (0,098)	7,350*** (0,098)	7,321*** (0,098)
Vulnerabili (t-1)	6,232*** (0,089)	6,399*** (0,089)	6,386*** (0,089)
Giovani (t-1)	-3,591*** (0,097)	-4,265*** (0,098)	-4,268*** (0,098)
Monoaffidate		5,110*** (0,103)	5,099*** (0,103)
Credito medio-lungo	0,438*** (0,001)	0,433*** (0,001)	0,433*** (0,001)
Osservazioni	1.364.665	1.364.665	1.364.665
R-quadro aggiustato	0,305	0,309	0,309

Le equazioni stimate includono anche dummy temporali, settoriali, di area geografica e quelle relative alla dimensione della banca principale. Il campo di variazione della variabile dipendente è stato limitato tra il 5° e il 95° percentile. In parentesi sono riportati gli errori standard, calcolati in modo robusto a livello di cluster di impresa; gli asterischi corrispondono ai seguenti livelli di significatività: \* p<0,10, \*\* p<0,05, \*\*\* p<0,01.

I risultati relativi ai tassi di interesse indicano che alle microimprese vengono applicati tassi di interesse nominali significativamente più elevati a parità di molte caratteristiche d'impresa tra cui il

<sup>20</sup> Rajan e Winton (1995) suggeriscono che il multiaffidamento può avere un effetto segnaletico positivo tra gli intermediari riducendo l'incentivo di richiesta di garanzie. Coerentemente con i risultati delle stime presentate nel testo, Harhoff e Körting (1998) trovano che la quota di prestiti garantiti diminuisce all'aumentare del numero dei rapporti bancari.

livello di rischio colto dal Cebi-score (tav. P, col. 1); la differenza è significativa anche rispetto alle sole piccole imprese (tav. P, col. 2). Stime (non riportate) effettuate sui tre sottocampioni relativi alle classi di rischio dell'impresa confermano, inoltre, che il differenziale nei tassi di interesse tra le microimprese e le altre risulta più elevato per le imprese "sane" rispetto a quelle "vulnerabili" e "rischiose", così come evidenziato dall'analisi descrittiva. Anche la condizione di monoaffidato è associata a tassi di interesse più elevati, riflettendo la maggiore possibilità delle imprese finanziate da più banche di concentrare i finanziamenti presso gli intermediari che praticano le condizioni migliori; viceversa le imprese monoaffidate possono essere "catturate" dalla banca che può estrarre una rendita derivante dal suo monopolio informativo sull'affidato mediante l'applicazione di maggiori tassi di interessi. I risultati indicano, inoltre, che le imprese con età inferiore a 4 anni presentano tassi di interesse più elevati, verosimilmente per la mancanza di una "storia creditizia" che possa attestare la regolarità dei rapporti intrattenuti con gli intermediari.

Tavola P

**STIME DEL TASSO D'INTERESSE SUI PRESTITI A REVOCA**  
(risultati di stime OLS)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Micro	0,769*** (0,010)	0,521*** (0,011)	0,762*** (0,013)	0,518*** (0,014)
Medie		-0,663*** (0,018)		-0,619*** (0,021)
Grandi		-1,580*** (0,038)		-1,459*** (0,043)
Rischiose (t-1)	0,856*** (0,011)	0,822*** (0,011)	0,935*** (0,014)	0,900*** (0,014)
Vulnerabili (t-1)	0,421*** (0,011)	0,404*** (0,011)	0,451*** (0,013)	0,430*** (0,013)
Giovani (t-1)	0,104*** (0,011)	0,098*** (0,011)	0,195*** (0,017)	0,190*** (0,017)
Monoaffidate	0,382*** (0,011)	0,369*** (0,011)	0,382*** (0,015)	0,370*** (0,015)
St.dev. mol/attivo			0,015*** (0,001)	0,013*** (0,001)
Osservazioni	1.014.750	1.014.750	598.415	598.415
R quadro aggiustato	0,097	0,103	0,107	0,113

Le equazioni stimate includono anche dummy temporali, settoriali, di area geografica e quelle relative alla dimensione della banca principale. Il campo di variazione della variabile dipendente è stato limitato tra il 5° e il 95° percentile. In parentesi sono riportati gli errori standard, calcolati in modo robusto a livello di cluster di impresa; gli asterischi corrispondono ai seguenti livelli di significatività: \* p<0,10, \*\* p<0,05, \*\*\* p<0,01.

L'applicazione di condizioni più onerose sui prestiti bancari alle microimprese può essere in parte ascrivibile alla elevata volatilità dei loro risultati economici che è stata descritta nei paragrafi precedenti e che non viene incorporata nel Cebi-score in quanto l'indicatore è basato sui dati di singoli bilanci. Con l'obiettivo di verificare questa ipotesi, è stata inclusa tra i regressori la

deviazione standard del rapporto tra MOL e attivo, calcolata annualmente sui dati del triennio precedente l'anno in cui è definita la variabile dipendente. Il coefficiente della deviazione standard risulta significativamente positivo (tav. P, col. 3-4) ma contribuisce solo in minima parte a spiegare il differenziale di tasso tra le microimprese e le aziende più grandi. Nel complesso questi risultati suggeriscono l'esistenza di fattori, non inclusi nelle stime, che possono rendere più oneroso il credito delle microimprese, quali la loro maggiore opacità, il minore potere di mercato nei confronti degli intermediari, i costi fissi delle istruttorie svolte dalle banche.

## **6. Conclusioni**

La ridotta dimensione media delle imprese è una caratteristica della nostra economia da cui discendono numerose e importanti implicazioni in termini di capacità innovativa, grado di internazionalizzazione, competitività. Una migliore comprensione delle scelte operate dalle microimprese può contribuire a individuare le leve di politica economica da adottare per riportare l'economia italiana su un sentiero di crescita.

Questo lavoro ha iniziato a descrivere i tratti principali degli equilibri economici e finanziari delle microimprese italiane, focalizzando in particolare l'attenzione sulle scelte relative alla struttura finanziaria e ai rapporti con le banche. I risultati, basati sui bilanci delle società di capitale, indicano che le microimprese sono in media caratterizzate da livelli di redditività operativa superiori rispetto alle altre classi dimensionali. Tuttavia la loro redditività netta, anche a causa di più elevati oneri finanziari, risulta sistematicamente più bassa, limitandone la capacità di finanziare gli investimenti con le risorse interne; probabilmente anche per questo motivo, l'attività di accumulazione del capitale risulta molto più discontinua rispetto alle imprese di maggiore dimensione. I contenuti flussi di profitti determinano un maggiore ricorso al debito, che incide negativamente sulla solidità delle condizioni finanziarie. I debiti sono in larga parte di natura bancaria ma, a differenza che per le altre imprese, è significativa l'incidenza dei finanziamenti erogati dagli stessi soci; si tratta di fondi che in parte mitigano i rischi connessi alla struttura finanziaria delle microimprese, in quanto è verosimile che permangano nelle disponibilità dell'impresa anche nel caso di situazioni di stress. Nei rapporti con le banche, concentrati su un numero limitato di controparti, le microimprese appaiono penalizzate, rispetto alle imprese più grandi, dalla richiesta di maggiori garanzie e dall'applicazione di tassi di interesse elevati, indipendentemente dalla solidità dei bilanci.

Uno dei risultati più interessanti del lavoro riguarda la notevole eterogeneità delle microimprese: per quasi tutti gli indicatori analizzati, la dispersione attorno ai valori mediani è risultata di gran lunga più ampia rispetto a quella delle altre classi dimensionali. Con riferimento alla struttura

finanziaria, ad esempio, si è rilevata una quota elevata di microimprese che non hanno alcun debito; si tratta di società caratterizzate in media da condizioni di bilancio più equilibrate, suggerendo che l'assenza di finanziamenti esterni dipenda maggiormente da fattori di domanda piuttosto che di offerta.

Altrettanto marcata appare la variabilità tra un anno e l'altro dei diversi indicatori per le singole aziende. È plausibile che questa caratteristica, soprattutto quando riferita ai flussi di reddito, generi molta incertezza rispetto alle performance delle microimprese, inducendo i potenziali finanziatori ad adottare maggiori cautele nell'erogazione dei fondi e ad applicare condizioni meno favorevoli rispetto agli altri prenditori.

Da questa analisi preliminare emerge l'esigenza di condurre approfondimenti su numerosi aspetti della gestione delle microimprese. L'elevata eterogeneità, rilevata con riferimento alla crescita, alla redditività, alla struttura finanziaria, alle condizioni del credito, sollecita ulteriori analisi mirate, ad esempio, a studiare le microimprese che nello scorso decennio sono riuscite a compiere un salto dimensionale, con l'obiettivo di individuarne le caratteristiche distintive in termini di produttività, struttura finanziaria e capacità di accesso al credito. Inoltre, poiché molte microimprese sono giovani, e come tali presentano indicatori di bilancio fisiologicamente diversi da quelli di imprese già avviate, sarebbe interessante approfondire quali delle caratteristiche descritte in questo lavoro dipendono dalla dimensione e quali dall'età dell'impresa. Il fatto che le microimprese che non hanno accesso al credito siano anche quelle più giovani sembra confermare che il grado di indebitamento e la composizione delle fonti finanziarie si modificano con l'età dell'azienda: potrebbe essere utile adottare un'ottica longitudinale per analizzare nel tempo le scelte finanziarie delle singole microimprese.



## BIBLIOGRAFIA

- Bianchi M., Bianco M., Giacomelli S., Paces A.M., Trento S. (2005). Proprietà e controllo delle imprese in Italia, Il Mulino.
- Bugamelli M., Cannari L., Lotti F., Magri S. (2012). The innovation gap of Italy's production system: roots and possible solutions, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 121.
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk, *Quarterly Journal of Economics*, 106, 709-37.
- Fan, J.P.-H., Titman, S., Twite, G.J. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47, 1, 23-56.
- Hall B.H., Lotti F., Mairesse J. (2012). Evidence on the impact of R&D and ICT investment on innovation and productivity in Italian firms, NBER Working Papers 18053.
- Harhoff D., Körting T. (1998). Lending relationship in Germany - empirical evidence from survey data, *Journal of Banking and Finance*, 22, 1317-1353.
- Istat (2012). Struttura e competitività del sistema delle imprese industriali e dei servizi – anno 2010, ottobre.
- Magri, S. (2010). Debt maturity choice of non-public Italian firms, *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 2-3.
- Pagano P., Schivardi F. (2003). Firm size distribution and growth, *The Scandinavian Journal of Economics*, 105, 255-274.
- Rajan R., Winton A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor, *Journal of Finance*, 50, 1113-1146.
- Santarelli E., Klomp L., Thurik A.R. (2006). Gibrat's law: an overview of the empirical literature, in E. Santarelli (Ed.), *Entrepreneurship, Growth, and Innovation: the Dynamics of Firms and Industries*, Springer, New York, 41-73.
- Signorini, L.F. (1993). Sulla crescita delle piccole imprese nell'industria manifatturiera italiana, *Temi di Discussione*, Banca d'Italia, 210.

## APPENDICE

### A. Il campione CERVED

Nella nota sono state utilizzate le informazioni presenti nel database di Cerved Group che copre l'universo delle società di capitali italiane. Le imprese incluse nel database rappresentano oltre il 60 per cento del valore aggiunto nazionale e dei debiti finanziari del settore delle società non finanziarie.

Tuttavia, per problemi legati alla qualità delle informazioni di bilancio, non sempre compatibili con il dettaglio richiesto per la costruzione degli indicatori, si è provveduto a selezionare un sottoinsieme di società che rispondono a particolari requisiti. La tavola A nel primo paragrafo presenta un confronto tra il campione di imprese utilizzato nel lavoro e l'universo delle società di capitale.

La costruzione del campione avviene per fasi sequenziali, partendo dalle società non finanziarie e selezionando:

- a) le imprese che hanno un fatturato e un totale attivo maggiore di zero;
- b) le imprese che, nel caso in cui redigano il bilancio nella forma 'CEE semplificato' hanno valorizzati i debiti finanziari (calcolati sommando i debiti bancari, le obbligazioni, i debiti verso soci e altre finanziatori) e/o segnalano i debiti commerciali o i debiti tributari (nello schema del riclassificato Cerved i debiti commerciali e finanziari non distinguibili confluiscono nei debiti diversi);
- c) le imprese che, indipendentemente dallo schema di riclassificazione adottato presentano dati congruenti con le informazioni di centrale dei rischi, ossia se dichiarano di non avere debiti finanziari non devono risultare in CR esposte nei confronti delle banche.

La classificazione dimensionale è in linea con quanto stabilito dalla raccomandazione CE 6 maggio 2003, n. 361:

- a) le microimprese sono quelle con meno di 10 addetti e con un fatturato o un attivo non superiori a 2 milioni di euro;
- b) le piccole imprese hanno meno di 50 addetti e un fatturato o un attivo non superiori a 10 milioni di euro;
- c) le medie imprese hanno meno di 250 addetti e un fatturato o un attivo non superiori rispettivamente a 50 e 43 milioni di euro;
- d) le grandi imprese sono quelle residuali.

La classificazione economica fa riferimento a quella adottata dall'Istat relativa all'indagine mensile sulla produzione industriale, che a sua volta è coerente con quanto richiesto dal Regolamento europeo sulle statistiche congiunturali (Regolamento n. 1165/98 del Consiglio dell'Unione Europea). Tale classificazione recepisce la nuova classificazione ATECO 2007 adottata in tutti i paesi dell'Unione Europea all'inizio del 2009.

Più in dettaglio:

- a) l'*agricoltura* include l'industria del tabacco;
- b) l'*energia* comprende oltre al comparto estrattivo anche la fornitura di energia elettrica, gas acqua e la lavorazione dei prodotti derivati dal petrolio;

- c) i *servizi* sono ottenuti aggregando la attività di gestione delle reti fognarie, la raccolta e lo smaltimento dei rifiuti, di commercio, di trasporto e magazzinaggio, di alloggio e ristorazione, immobiliari, le attività professionali, e agenzie viaggio, i servizi di supporto alle imprese, ecc..

## **B. Principali voci di bilancio e indicatori utilizzati nell'analisi:**

- Il margine operativo lordo (MOL) è dato dalla differenza tra il valore aggiunto e il costo del lavoro.
- Il ROE è definito dal rapporto tra il risultato netto rettificato (utile al lordo degli ammortamenti anticipati e delle rivalutazioni di attività e del saldo tra utilizzi e accantonamenti a riserve) e patrimonio netto.
- Gli investimenti netti sono calcolati come somma algebrica degli investimenti lordi e dei disinvestimenti.
- L'autofinanziamento netto è ottenuto sottraendo dal margine operativo lordo (MOL) gli oneri finanziari netti, le imposte lorde, il saldo oneri-ricavi diversi, gli oneri straordinari netti e i dividendi distribuiti.
- Il leverage è il rapporto tra i debiti finanziari e l'aggregato composto dagli stessi debiti finanziari e dal patrimonio netto.
- Il fabbisogno finanziario è dato dalla differenza tra l'autofinanziamento e la somma degli investimenti materiali, immateriali, finanziari e la variazione del capitale circolante.

## **C. Il campione di imprese Cerved-Centrale dei rischi (CVD-CR)**

Incrociando i dati del campione Cerved con quelli sull'indebitamento di fonte Centrale dei rischi, la numerosità scende a circa 325.200 imprese nel 2010; conseguentemente si riduce la presenza delle microimprese (76,3 per cento) a vantaggio di quelle che appartengono a tutte le altre classi dimensionali; nella classificazione economica, si registra una ricomposizione del campione a favore delle imprese di costruzioni (25,5 per cento) a scapito di quelle manifatturiere (55,2 per cento).

## **D. Un confronto tra crescita e redditività nel campione aperto e nel campione chiuso**

Gli elevati tassi di natalità e di mortalità delle microimprese hanno indotto a valutare con attenzione la scelta di adottare un campione chiuso o aperto per l'analisi condotta nel lavoro. Le peculiarità delle microimprese rispetto alle altre classi dimensionali possono infatti essere influenzate dal fatto che le aziende neo-costituite e quelle in procinto di terminare l'attività presentano indicatori di bilancio fisiologicamente diversi da quelli di imprese già avviate. A titolo di esempio nella tavola seguente si confrontano le medie ponderate del tasso di crescita del fatturato e del ROE calcolate su tre diversi campioni:

- a) il campione aperto utilizzato nel lavoro;
- b) il campione aperto per le sole imprese con più di 3 anni;
- c) il campione chiuso tra il 2004 e il 2008 (un arco temporale che non include gli anni della crisi in cui i tassi di mortalità sono divenuti particolarmente elevati).

	Tasso di crescita del fatturato				ROE			
	micro	piccole	medie	grandi	micro	piccole	medie	grandi
	<i>Campione aperto (471.140 imprese in media ogni anno)</i>							
2005	12.4	5.1	5.5	7.8	-3.9	3.4	3.9	8.1
2006	16.4	8.6	9.3	7.8	-2.6	3.5	4.2	7.6
2007	15.1	7.2	7.8	4.3	-1.5	4.8	4.7	9.3
2008	9.7	1.3	2.1	6.1	-3.6	0.8	0.9	6.5
	<i>Campione aperto con imprese con più di 3 anni (343.630 imprese in media ogni anno)</i>							
2005	5.8	3.8	4.6	7.3	-3.1	3.8	4.0	8.0
2006	8.9	7.5	9.0	7.4	-1.8	3.6	4.6	7.7
2007	8.3	5.9	6.8	4.0	-1.0	5.2	5.0	9.6
2008	3.0	0.0	1.5	3.8	-2.7	1.2	1.5	7.0
	<i>Campione chiuso (224.896 imprese)</i>							
2005	14.7	7.0	6.4	8.5	2.5	5.5	4.7	8.1
2006	11.9	9.2	10.2	8.2	3.0	4.5	5.6	9.1
2007	8.8	6.6	7.6	4.2	1.9	5.8	5.6	9.8
2008	1.3	-0.5	1.0	4.7	-2.6	0.7	1.6	7.6

Dalla tavola emerge che, rispetto all'utilizzo del campione aperto:

- le differenze tra le classi dimensionali, sia in termini di crescita del fatturato sia di ROE, si attenuano; in particolare la redditività netta delle microimprese resta in media negativa nel caso del campione aperto che esclude le imprese più giovani; diventa invece positiva nel caso del campione chiuso, pur su livelli più bassi rispetto alle altre classi dimensionali;
- l'esclusione delle imprese giovani o l'inclusione solo di quelle che si osservano in tutti gli anni comportano una significativa riduzione della numerosità campionaria (rispettivamente del 30 e 50 per cento).

Tenendo quindi in considerazione che le imprese neo-costituite e quelle in fase di chiusura possono presentare caratteristiche particolari, la scelta di utilizzare un campione aperto è principalmente scaturita dalla natura esplorativa di questa indagine dell'universo delle microimprese. L'esclusione delle numerose microimprese che ogni anno avviano o terminano l'attività produttiva avrebbe introdotto infatti una sistematica distorsione a favore di quelle che presentano risultati migliori (*survivorship bias*).

# TAVOLE STATISTICHE

Tav. 1

## INDICATORI DI CRESCITA (medie ponderate)

	Tassi di crescita					
	Fatturato			Valore aggiunto		
	2003	2007	2010	2003	2007	2010
<i>Campione complessivo</i>						
micro	13,6	15,1	13,8	12,6	15,5	10,8
piccole	2,2	7,2	7,3	1,6	8,2	5,9
medie	3,6	7,8	8,9	2,4	7,7	7,8
grandi	3,1	4,3	9,0	2,4	5,7	2,5
<i>totale</i>	4,2	6,6	9,3	3,5	7,7	5,2
<i>Agricoltura</i>						
micro	16,2	12,8	11,5	21,2	11,2	9,8
piccole	6,5	9,7	5,7	-0,7	8,6	5,9
medie	4,2	10,8	4,2	5,5	4,9	2,3
grandi	6,7	15,8	6,2	0,4	8,8	5,1
<i>totale</i>	7,7	12,1	6,4	6,9	8,2	5,7
<i>Energia ed estrattive</i>						
micro	72,7	53,2	68,8	14,0	26,2	47,0
piccole	17,9	9,0	6,5	5,2	6,2	14,2
medie	38,2	11,5	22,9	11,7	7,8	27,0
grandi	5,9	-4,4	6,9	1,7	4,8	-2,9
<i>totale</i>	8,3	-3,1	8,2	2,3	5,3	0,2
<i>Costruzioni</i>						
micro	21,7	20,8	14,7	19,2	23,1	5,4
piccole	-0,3	0,9	-3,5	-0,3	8,4	-4,9
medie	3,9	2,4	-1,9	1,8	8,2	-1,4
grandi	13,5	8,6	-3,6	-3,5	0,0	-7,1
<i>totale</i>	9,5	8,1	1,9	5,0	11,3	-0,9
<i>Manifatturiero</i>						
micro	15,2	15,3	15,3	14,0	14,4	13,6
piccole	0,3	8,7	10,1	0,4	8,0	7,2
medie	0,8	9,1	10,9	0,1	7,9	8,6
grandi	0,6	6,6	12,2	2,8	7,1	9,3
<i>totale</i>	1,4	8,0	11,8	2,4	8,0	9,2
<i>Servizi</i>						
micro	10,8	13,4	12,6	10,2	13,9	10,8
piccole	3,6	7,5	7,8	3,7	8,6	7,6
medie	5,7	7,1	7,9	5,9	7,3	7,6
grandi	4,5	5,0	8,0	2,7	4,9	-0,6
<i>totale</i>	5,5	7,0	8,6	4,7	7,3	3,7

**INDICATORI DI REDDITIVITA'**  
(medie ponderate)

	Margine operativo lordo/ Totale attivo			ROE		
	2003	2007	2010	2003	2007	2010
<i>Campione complessivo</i>						
micro	5,3	6,0	4,4	-6,9	-1,5	-2,8
piccole	6,1	6,9	5,3	1,7	4,8	1,9
medie	6,6	6,9	5,9	3,3	4,7	2,7
grandi	8,8	8,1	6,5	3,5	9,3	6,5
<i>totale</i>	7,6	7,4	5,9	2,5	6,9	4,3
<i>Agricoltura</i>						
micro	0,3	1,0	0,7	-4,6	-5,6	-3,2
piccole	2,3	3,5	2,7	-2,1	-2,1	-1,0
medie	3,6	4,6	3,8	2,4	2,0	3,6
grandi	4,0	4,4	4,2	3,8	2,5	2,5
<i>totale</i>	2,2	3,0	2,3	-0,9	-1,7	-0,6
<i>Energia ed estrattive</i>						
micro	4,8	4,4	2,9	1,3	-1,0	-0,3
piccole	8,9	6,8	5,6	6,9	5,1	3,6
medie	7,9	7,5	8,7	27,1	5,7	9,5
grandi	19,4	9,8	7,5	8,8	15,5	11,4
<i>totale</i>	17,8	9,5	7,3	9,9	14,6	10,9
<i>Costruzioni</i>						
micro	5,0	5,9	3,8	-0,3	5,3	0,4
piccole	5,4	6,1	4,1	6,1	8,0	2,0
medie	3,8	5,6	4,2	3,2	8,0	2,4
grandi	3,2	3,9	3,8	0,7	5,5	2,7
<i>totale</i>	4,3	5,4	4,0	2,0	6,5	1,7
<i>Manifatturiero</i>						
micro	6,3	7,0	4,6	-9,4	-3,7	-7,2
piccole	8,5	8,5	6,2	2,6	4,4	1,2
medie	8,5	8,6	6,7	2,0	5,2	2,5
grandi	7,6	8,9	6,3	-0,5	9,2	4,7
<i>totale</i>	7,9	8,6	6,2	0,1	7,1	3,1
<i>Servizi</i>						
micro	5,4	6,2	5,0	-7,3	-1,7	-2,4
piccole	4,6	6,0	5,2	0,4	4,8	2,4
medie	4,7	5,5	5,3	2,1	3,8	2,5
grandi	7,2	7,3	6,4	4,4	5,7	5,3
<i>totale</i>	6,2	6,6	5,9	2,4	4,3	3,5

**INDICATORI DI INVESTIMENTO**  
(medie ponderate)

	Tasso di accumulazione			Autofinanziamento netto/ Investimenti materiali e immateriali			Fabbisogno finanziario / fatturato		
	2003	2007	2010	2003	2007	2010	2003	2007	2010
	<i>Campione complessivo</i>								
micro	23,5	15,2	12,3	25,6	37,5	35,7	-6,0	-5,9	-4,9
piccole	20,3	15,7	12,6	65,5	64,7	70,9	-3,6	-4,2	-2,9
medie	20,6	16,1	12,4	72,6	61,2	79,5	-1,8	-3,4	-2,0
grandi	15,6	15,3	10,9	68,6	82,6	23,4	-4,0	-3,5	-1,5
<i>totale</i>	17,9	15,5	11,6	64,8	71,3	38,5	-3,7	-3,8	-2,2
	<i>Agricoltura</i>								
micro	15,7	6,6	8,6	14,9	15,2	8,4	-17,1	-15,7	-26,8
piccole	16,0	7,8	11,8	47,1	51,0	59,7	-5,6	-3,7	-3,8
medie	20,8	7,5	7,7	46,6	52,5	70,8	-2,0	-1,6	2,3
grandi	14,5	15,1	9,6	66,1	106,2	127,1	-4,5	-3,0	-2,7
<i>totale</i>	16,7	7,8	9,3	36,6	47,8	41,3	-6,5	-5,0	-5,7
	<i>Energia ed estrattive</i>								
micro	24,5	11,9	18,2	28,0	-16,2	8,7	-20,3	-34,2	-108,9
piccole	20,8	24,3	16,3	59,2	54,6	56,3	-12,9	-13,7	-15,8
medie	10,7	20,8	9,9	62,0	50,4	99,3	21,3	-7,5	-5,0
grandi	26,5	9,0	7,7	76,9	98,3	97,8	-2,4	-13,4	-1,3
<i>totale</i>	24,7	10,3	8,7	74,8	87,4	87,0	-1,4	-13,2	-2,6
	<i>Costruzioni</i>								
micro	26,2	21,4	15,2	35,8	57,7	35,7	-10,2	-10,3	-7,4
piccole	23,5	19,7	14,9	93,5	87,4	61,2	-8,2	-9,6	-5,2
medie	23,3	18,2	13,9	84,1	68,9	71,5	-4,7	-7,2	-4,3
grandi	25,0	23,8	16,1	95,8	122,7	108,2	-14,7	-5,8	-4,8
<i>totale</i>	24,5	20,5	15,0	71,1	77,6	59,1	-9,6	-8,4	-5,6
	<i>Manifatturiero</i>								
micro	27,4	16,2	12,7	21,0	38,1	30,9	-4,0	-3,9	-2,5
piccole	20,4	14,9	12,4	74,0	69,9	74,2	-2,7	-3,3	-2,7
medie	21,6	15,6	12,7	81,3	69,1	84,2	-1,8	-3,1	-1,6
grandi	20,9	16,6	14,8	82,0	88,6	80,1	0,3	-2,0	-2,0
<i>totale</i>	21,5	16,1	13,6	76,7	77,8	76,2	-1,0	-2,6	-2,0
	<i>Servizi</i>								
micro	22,1	14,9	11,8	27,3	37,8	46,6	-5,3	-5,1	-3,6
piccole	20,1	15,3	11,9	56,3	58,6	73,7	-2,9	-3,5	-2,3
medie	20,6	16,3	12,6	62,7	55,0	76,0	-2,3	-2,9	-2,0
grandi	8,9	18,4	10,5	56,9	74,3	-31,1	-8,3	-1,6	-1,0
<i>totale</i>	13,2	17,1	11,1	54,2	64,7	2,5	-5,5	-2,7	-1,8

**INDICATORI DI INDEBITAMENTO**  
(medie ponderate)

	Leverage			Debiti finanziari / Valore aggiunto		
	2003	2007	2010	2003	2007	2010
<i>Campione complessivo</i>						
micro	66,9	67,2	63,0	163,0	177,0	207,3
piccole	54,7	60,5	55,3	155,5	166,8	182,2
medie	54,0	54,5	50,8	144,5	153,5	159,5
grandi	48,4	52,8	49,0	156,9	173,1	194,2
<i>totale</i>	52,2	55,9	52,1	154,8	168,6	187,5
<i>Agricoltura</i>						
micro	58,7	59,9	53,7	532,0	683,8	885,7
piccole	55,8	61,1	50,3	411,4	415,1	439,5
medie	51,7	51,8	46,5	301,7	302,8	297,2
grandi	52,3	54,8	51,2	277,2	310,3	308,7
<i>totale</i>	55,4	57,6	51,3	387,9	433,7	489,5
<i>Energia ed estrattive</i>						
micro	53,2	58,5	72,4	338,8	455,4	1116,1
piccole	51,0	46,7	57,6	226,7	284,8	481,5
medie	47,8	54,7	56,4	227,5	301,2	316,1
grandi	34,5	44,4	44,7	112,0	238,1	317,7
<i>totale</i>	36,3	45,4	46,9	122,3	246,0	337,2
<i>Costruzioni</i>						
micro	79,8	79,7	75,1	263,2	296,6	384,5
piccole	71,5	75,2	70,3	225,2	279,1	322,6
medie	62,5	71,3	65,2	223,8	254,4	267,5
grandi	62,6	59,8	58,9	433,0	306,7	260,3
<i>totale</i>	68,8	72,6	69,6	282,5	284,8	324,5
<i>Manifatturiero</i>						
micro	64,5	64,7	60,7	122,5	122,9	143,0
piccole	55,6	56,9	51,0	123,0	128,5	139,3
medie	52,2	54,3	47,4	125,8	134,3	140,6
grandi	50,2	47,1	45,4	145,0	130,5	153,7
<i>totale</i>	52,3	51,3	47,8	134,2	130,6	147,0
<i>Servizi</i>						
micro	64,0	62,8	57,5	146,7	149,0	157,2
piccole	50,0	58,6	52,7	166,3	162,5	165,3
medie	55,6	51,6	51,4	156,2	153,3	154,4
grandi	50,5	60,5	52,9	169,7	188,7	190,7
<i>totale</i>	52,9	58,9	53,3	163,1	171,8	175,3



**COMPOSIZIONE DEI DEBITI**  
(medie ponderate)

	Debiti a breve termine		Debiti a m/l termine				Totale
	Debiti bancari	Debiti v/s altri finanziatori	Debiti bancari	Obbligazioni	Debiti v/s soci e azionisti	Debiti v/s altri finanziatori	
	<b>2003</b>						
micro	38,6	17,9	24,6	0,4	7,4	11,0	100,0
piccole	51,1	14,8	23,1	1,4	1,7	8,0	100,0
medie	47,3	18,5	23,7	2,0	0,2	8,3	100,0
grandi	22,6	33,8	20,7	7,0	0,6	15,3	100,0
<i>totale</i>	33,7	26,0	22,2	4,4	1,6	12,3	100,0
	<b>2007</b>						
micro	33,9	15,8	29,7	0,4	14,9	5,3	100,0
piccole	47,6	11,9	29,7	0,8	5,7	4,3	100,0
medie	49,6	14,8	26,9	1,6	2,6	4,5	100,0
grandi	21,1	31,1	22,2	7,4	3,2	15,0	100,0
<i>totale</i>	32,3	23,0	25,3	4,4	5,1	10,0	100,0
	<b>2010</b>						
micro	30,3	16,7	33,4	0,3	15,0	4,4	100,00
piccole	42,7	11,0	34,5	0,9	6,4	4,4	100,00
medie	45,6	13,5	31,4	1,7	2,9	4,9	100,00
grandi	18,1	28,1	22,5	10,8	2,0	18,6	100,00
<i>totale</i>	28,2	21,3	27,5	6,2	4,9	11,9	100,00

**INDICATORI DI INDEBITAMENTO BANCARIO**  
(campione CVD-CR; medie ponderate)

	Quota erogata dalla 1 <sup>a</sup> banca			Utilizzato a revoca/ accordato a revoca			Credito utilizzato m/l termine / credito utilizzato complessivo		
	2003	2007	2010	2003	2007	2010	2003	2007	2010
	<i>Campione complessivo</i>								
micro	74,6	76,0	74,8	54,9	52,2	58,1	46,5	55,3	62,6
piccole	55,4	55,2	57,1	46,0	42,0	48,0	35,7	44,5	53,2
medie	46,3	44,4	46,7	37,6	33,3	37,6	37,2	42,0	50,6
grandi	42,3	40,4	42,0	28,1	22,5	18,7	48,1	52,3	60,1
<i>totale</i>	49,9	49,2	51,6	38,6	33,9	37,2	42,3	48,3	56,8
	<i>Agricoltura</i>								
micro	79,4	79,7	80,2	59,7	62,3	66,4	62,9	68,4	78,0
piccole	60,0	61,7	60,3	51,1	51,8	57,8	44,8	55,6	64,7
medie	48,7	46,8	51,4	37,7	36,1	42,7	49,5	51,6	60,0
grandi	29,3	29,4	34,6	31,7	32,4	20,0	46,8	51,8	60,7
<i>totale</i>	55,2	56,4	59,4	46,6	48,5	52,2	51,4	57,9	68,2
	<i>Energia ed estrattive</i>								
micro	79,5	69,5	71,3	59,5	57,0	66,9	58,8	56,1	81,6
piccole	65,1	64,8	60,7	46,6	45,7	48,8	54,0	67,7	81,5
medie	55,8	43,7	44,9	39,3	48,2	42,9	60,5	67,9	82,2
grandi	35,0	35,1	37,6	25,4	27,3	14,5	66,9	58,3	74,7
<i>totale</i>	41,5	38,8	42,3	33,5	30,1	20,2	64,6	60,1	77,1
	<i>Costruzioni</i>								
micro	79,6	80,7	78,7	55,9	57,1	65,4	54,0	61,1	68,4
piccole	61,5	60,0	60,2	52,8	53,9	62,0	46,9	58,0	63,3
medie	54,6	48,9	46,9	49,3	47,0	54,6	19,2	49,8	55,9
grandi	42,2	35,0	36,6	39,2	25,0	31,7	54,7	42,5	53,1
<i>totale</i>	61,3	60,1	61,0	51,0	50,1	59,3	51,1	55,4	62,9
	<i>Manifatturiero</i>								
micro	67,2	68,3	67,5	53,8	46,0	53,3	35,6	41,1	49,0
piccole	51,7	51,7	53,8	40,4	33,0	40,3	31,9	37,4	46,2
medie	44,3	42,4	45,2	29,3	25,0	29,8	35,2	39,4	48,0
grandi	40,9	40,1	41,5	25,9	20,5	17,9	45,7	50,7	57,3
<i>totale</i>	45,8	44,9	47,4	31,8	26,2	29,3	38,9	43,7	51,5
	<i>Servizi</i>								
micro	76,4	76,9	75,7	54,6	50,1	54,3	48,1	57,0	61,4
piccole	56,7	55,5	58,2	47,4	41,0	45,4	34,1	41,9	50,3
medie	47,4	46,0	48,6	43,8	36,3	39,6	35,5	41,1	48,7
grandi	46,4	43,4	45,2	29,6	21,6	20,3	45,5	53,5	58,7
<i>totale</i>	53,4	51,6	54,2	41,5	34,4	37,7	40,8	48,5	55,0

**INDICATORI DI INDEBITAMENTO BANCARIO**  
(campione CVD-CR; medie ponderate)

	Quota garantita del credito utilizzato			Numero dei rapporti di affidamento			Tasso medio sui debiti bancari			Tasso medio sui debiti bancari a revoca		
	2003	2007	2010	2003	2007	2010	2003	2007	2010	2003	2007	2010
<i>Campione complessivo</i>												
micro	35,9	42,9	45,5	2	2	2	6,2	7,1	4,4	10,2	10,3	8,0
piccole	25,5	29,2	32,2	4	4	4	5,5	6,6	3,8	9,1	10,0	7,4
medie	22,3	22,4	24,5	6	6	6	4,4	6,1	3,2	7,6	8,8	6,6
grandi	16,4	15,6	17,5	9	9	8	3,5	5,5	2,5	4,7	6,3	3,5
<i>totale</i>	22,6	24,6	27,9	3	3	3	4,5	6,2	3,3	7,8	8,9	6,6
<i>Agricoltura</i>												
micro	54,7	62,8	65,9	2	2	2	4,9	6,4	3,6	8,9	8,5	6,4
piccole	40,9	47,6	47,5	4	4	4	4,9	6,2	3,5	7,0	8,3	5,5
medie	39,2	37,5	41,8	6	6	5	4,7	5,8	3,1	6,9	7,4	5,3
grandi	29,7	34,3	38,6	12	13	11	4,0	5,6	2,5	4,9	6,7	4,7
<i>totale</i>	42,3	47,6	51,8	2	2	2	4,7	6,1	3,3	7,4	8,1	5,8
<i>Energia ed estrattive</i>												
micro	30,8	24,1	22,4	2	2	2	5,3	6,4	3,3	8,5	7,8	5,0
piccole	24,7	33,4	26,4	4	4	4	5,0	6,1	3,1	7,7	8,3	6,3
medie	25,1	25,1	24,0	5	5	5	3,9	5,7	2,7	5,7	6,4	4,8
grandi	20,6	9,6	8,5	8	7	7	3,3	5,0	2,2	3,4	5,2	1,7
<i>totale</i>	21,9	14,0	13,8	3	3	3	3,6	5,3	2,5	5,7	5,8	2,9
<i>Costruzioni</i>												
micro	53,2	61,9	65,8	2	2	2	5,7	7,0	4,1	9,3	9,3	7,0
piccole	46,0	54,8	54,3	4	4	4	5,5	6,7	3,9	8,7	9,0	6,7
medie	27,8	40,7	42,3	7	7	7	5,3	6,5	3,5	8,1	8,5	6,3
grandi	10,5	16,5	20,8	13	13	11	4,2	6,0	3,1	6,0	7,9	4,7
<i>totale</i>	37,0	49,4	53,0	2	2	2	5,3	6,7	3,8	8,3	8,9	6,6
<i>Manifatturiero</i>												
micro	20,4	22,0	24,2	2	2	2	6,6	7,3	4,9	10,9	11,8	9,3
piccole	19,5	18,2	20,8	5	4	4	5,3	6,6	3,9	9,4	11,2	8,4
medie	21,3	18,2	20,3	7	7	6	4,2	5,9	3,1	7,8	9,3	7,5
grandi	17,2	15,6	18,1	10	9	8	3,3	5,5	2,6	4,3	6,2	3,6
<i>totale</i>	19,2	17,5	19,9	4	4	3	4,2	6,0	3,2	7,5	9,2	7,0
<i>Servizi</i>												
micro	35,4	39,2	40,1	2	2	2	6,3	7,2	4,6	10,4	10,8	8,5
piccole	23,7	24,1	29,0	4	4	4	5,6	6,7	3,9	9,1	10,1	7,4
medie	21,9	21,9	23,9	6	6	5	4,6	6,1	3,2	7,5	8,6	6,3
grandi	14,6	17,0	19,2	7	8	7	3,7	5,5	2,5	4,9	6,6	3,8
<i>totale</i>	22,2	23,7	26,9	3	2	2	4,8	6,2	3,4	7,9	9,1	6,8