



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI

FACOLTA' DI ECONOMIA –  
DIPARTIMENTO DI ECONOMIA AZIENDALE

*Dottorato di ricerca in Scienze Aziendali*

XXIV ciclo

Il rapporto banca-impresa tra politiche  
di erogazione del credito e scelte di  
struttura finanziaria.  
Un'analisi empirica sulle PMI

**Coordinatore:**

Ch.mo Prof. Adele Caldarelli

**Tutor:**

Ch.mo Prof. Riccardo Viganò

**TESI DI DOTTORATO**

**di**

Maria Rosaria Rispo

ANNO ACCADEMICO 2011/2012

# INDICE

## INTRODUZIONE

### **CAPITOLO I - STRUTTURA FINANZIARIA AZIENDALE:**

#### **INQUADRAMENTO TEORICO ED EVIDENZE EMPIRICHE:**

1.1 Politiche finanziarie aziendali e struttura finanziaria .....	Pag. 2
1.2 Le teorie sulla struttura finanziaria .....	4
1.3 La struttura finanziaria delle imprese innovative .....	19
1.4 La struttura finanziaria delle PMI .....	26

### **CAPITOLO II –IL RAPPORTO BANCA-IMPRESA**

2.1 Sistemi finanziari a confronto .....	Pag. 30
2.2 Il <i>relationship lending</i> .....	33
2.3 Vantaggi e svantaggi del <i>relationship lending</i> .....	46
2.4 Effetti del <i>relationship lending</i> .....	58

### **CAPITOLO III – IL FENOMENO DEL MULTIAFFIDAMENTO**

3.1 Le caratteristiche del multiaffidamento .....	Pag. 70
3.2 Le determinanti del multiaffidamento .....	71
3.3 Il nesso tra multiaffidamento, credito e tassi .....	84
3.4 Simmetrie informative e multiaffidamento .....	86

### **CAPITOLO IV IL FINANZIAMENTO A TITOLO DI CAPITALE DI DEBITO DELLE PMI**

4.1 Lo stato dell'arte: il sistema italiano nel panorama europeo .....	Pag. 89
4.2 Profili analitici delle pmi .....	104
4.3 Scelte di struttura finanziaria delle pmi .....	114
4.4 Un Caso empirico: metodologia e risultati .....	126

<b>CONCLUSIONI</b> .....	Pag. 138
--------------------------	----------

<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	Pag. 140
---------------------------	----------

## INTRODUZIONE

Il rapporto banca-impresa, dal punto di vista sia dell'azienda debitrice che dell'ente di credito erogante, rappresenta la premessa da cui il presente lavoro di ricerca parte.

Il lavoro di analisi elabora tale tema partendo da un'indagine sulle scelte aziendali determinanti la struttura finanziaria per poi spiegarne le caratteristiche, alla luce del contesto economico-finanziario.

La ricerca, pur prendendo vita da interrogativi di natura aziendalistica (le scelte di finanziamento delle imprese con capitale di debito), non trascurava l'analisi del punto di vista delle banche, di cui studia le politiche di credito.

Metodologicamente i temi trattati sono stati approfonditi sia dal punto di vista teorico, ripercorrendo la letteratura economico-aziendale, che dal punto di vista empirico, attraverso la rielaborazione di indagini bancarie e non, e lo sviluppo di un proprio caso pratico. Nel corso della trattazione ci si è focalizzati sulle peculiarità del rapporto banca-impresa per le PMI, che rappresentano quasi la totalità dell'universo delle imprese italiane. Nell'analizzare l'universo aziendale e la sua interazione con il mondo bancario si è provveduto ad un'analisi di contesto: sono stati studiati i sistemi finanziari, *bank e market oriented* e la realtà italiana è stata anche messa a confronto con quella degli altri Stati europei.

Obiettivo del lavoro è quello di indagare sulle peculiarità delle scelte finanziarie delle imprese italiane con un approccio comparativo spazio temporale volto a evidenziarne sia i tratti distinti in relazione all'Europa continentale e alle realtà finanziarie anglo-americane, sia gli effetti evolutivi nel tempo.

Dal punto di vista della struttura, l'elaborato è stato articolato in quattro sezioni, ciascuna espressione completa ed analitica dei temi chiave della ricerca: la struttura finanziaria, il *relationship lending*, il multiaffidamento e il caso delle PMI.

Tutto il primo capitolo è dedicato alla caratterizzazione delle politiche finanziarie (di cui si è cercato di fornire una definizione) nella scelta della struttura finanziaria. Sono state trattate tutte le teorie economiche più rilevanti relative alla

ricerca della struttura finanziaria ottimale, sottolineando le differenze tra grande imprese (principale soggetto della letteratura economica, per lo più statunitense) e PMI. Partendo dalle teorie dei tradizionalisti, rielaborando quelle di Modigliani e Miller nel corso del loro percorso evolutivo, si è arrivati alle più diffuse e recenti *trade-off theory* e *pecking order theory*. La trattazione teorica è stata fatta secondo un principio di comparazione tra le teorie e il loro sviluppo nel tempo; inoltre, le scelte finanziarie di indebitamento sono state analizzate anche in relazione al ciclo di vita aziendale e ad alcune peculiarità della stessa. Un particolare focus è stato dedicato alle imprese innovative e alle PMI.

Una volta sottolineata l'incidenza della componente bancaria nel capitale di debito delle imprese italiane ed europee a differenza di quelle anglo-americane, si è passati, nel secondo capitolo, all'analisi specifica e comparativa dei sistemi finanziari *market oriented* e *bank oriented*, dei canali di finanziamento *arm' length financing* e *informed financing* e *del relationship banking* confrontato con il sistema di *asset-based lending*. Ci si è soffermati, vista la rilevanza nell'universo aziendale delle PMI italiane, sul *relationship lending/banking*, sugli effetti, vantaggi e svantaggi e sul confronto con il *transactional lending*

Nell'ambito della delineazione dei profili caratteristici del rapporto banca-impresa è stato analizzato, nel terzo capitolo il fenomeno del multiaffidamento, osservato nelle sue dimensioni in Italia, in Europa e America. Sono stati presi in analisi i tratti distintivi determinanti scelte di relazioni bancarie multiple, gli effetti di tali scelte e la correlazione delle stesse con le asimmetrie informative tra banca e impresa.

Nell'ultimo capitolo tutte le assunzioni, teorie, verifiche empiriche fatte, sono state applicate all'universo delle PMI. Partendo da un'analisi di contesto, con la quale è stato osservato il fenomeno del "nanismo" italiano, calato nella realtà europea, si è arrivati all'elaborazione di un caso empirico, con una pausa digressiva ontologica sulle PMI. Il caso è stato autonomamente strutturato e articolato nell'invio di un questionario ad un campione di 5000 imprese, con meno di 500 dipendenti, estratte dalla Banca dati Aida. Sono state analizzate il numero di banche con cui l'impresa opera, la localizzazione della banca principale, la durata del rapporto con

tale banca principale, i cambiamenti avvenuti nel rapporto con tale banca, le caratteristiche dei finanziamenti delle PMI a titolo di debito e infine l'influenza esercitata da alcune figure professionali (direttore finanziario, commercialista, banca, consulente finanziario) nelle decisioni di finanziamento e la struttura proprietaria. Insomma, in quest'ultima parte, è stato attribuito un volto empirico a tutta la precedente analisi teorica.

# **CAPITOLO I**

---

## **STRUTTURA FINANZIARIA AZIENDALE: INQUADRAMENTO TEORICO ED EVIDENZE EMPIRICHE**

### **SOMMARIO:**

- 1.1 Politiche finanziarie aziendali e struttura finanziaria
- 1.2 Le teorie sulla struttura finanziaria
- 1.3 La struttura finanziaria delle imprese innovative
- 1.4 La struttura finanziaria delle PMI

## 1.1 Politiche finanziarie aziendali e struttura finanziaria

Non esiste una nozione univoca volta a comprendere cosa ben si intenda per politica finanziaria aziendale. Con tale termine spesso vengono raggruppate le scelte tattiche proprie dell'amministrazione finanziaria volte ad ottenere migliori condizioni economiche nella provvista di mezzi finanziari (massima quantità di capitale al minor prezzo). Tale elemento tattico sottovaluta il valore strategico delle scelte finanziarie, subordinandole alla strategia operativa aziendale. Trattasi di una visione piuttosto miope e limitativa secondo la quale le politiche finanziarie trovano spazio dopo la scelta di investimenti e decisioni operative da adottare. Il vero valore, invece, ad una lettura più attenta delle dinamiche aziendali, viene creato con un approccio sinergico tra politiche finanziarie e scelte strategico – operative. Da ciò l'importanza di una progettazione accurata della struttura finanziaria. Alla luce di ciò possiamo definire *la politica finanziaria aziendale come l'insieme di principi, linee-guida e stili di gestione finanziaria adottabili nella raccolta del capitale e nella distribuzione di valore tra le varie classi di finanziatori.*

La letteratura economica ha ampiamente studiato il problema delle scelte finanziarie delle imprese, cercando di capire quali sono i fattori che le influenzano<sup>1</sup>.

Semplificando, i canali tradizionali di finanziamento delle attività delle imprese si dividono, come noto, in due grandi categorie: interni ed esterni. I primi, in pratica, costituiscono il cosiddetto autofinanziamento. Questa fonte ha la caratteristica di essere volatile nel tempo, trattandosi fondamentalmente degli utili dell'impresa non distribuiti, quindi mantenuti all'interno dell'azienda stessa; essi tendono dunque a “gonfiarsi” nelle fasi di espansione del ciclo economico, e all'opposto a deteriorarsi quando la congiuntura diventa avversa. Non sono, in altri termini, fonti di flussi stabili per il finanziamento delle attività d'impresa.

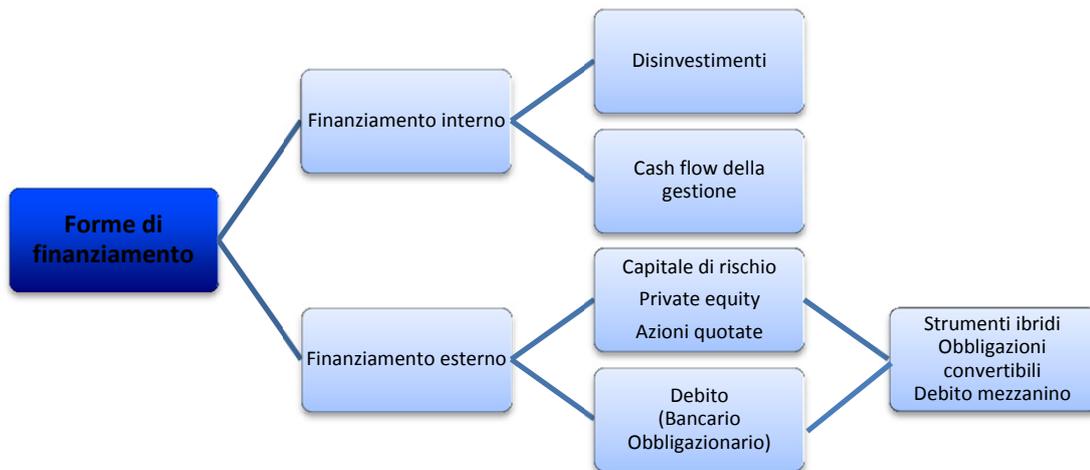
Le fonti esterne invece si dividono a loro volta in due grandi categorie (fig.1):

- a) il capitale di rischio (l'equity);
- b) il capitale di debito.

---

<sup>1</sup> Cfr. Tirole (2006) , Brealey, Myers, Sandri (2007).

**Figura 1** – Le forme di finanziamento delle imprese



Fonte: nostra elaborazione

La ripartizione tra le varie forme di finanziamento dipende sia dalla politica aziendale, sia dai vincoli che essa deve affrontare<sup>2</sup>.

La scelta tra fonti esterne ed interne se da un lato dipende da scelte discrezionali manageriali, dall'altro dipende dalla disponibilità delle fonti interne e dalla disponibilità di possibili finanziatori esterni sulla base di loro valutazioni e aspettative. Altro fattore incidente sulla scelta tra fonti interne ed esterne è rappresentato dalla dimensione degli investimenti da finanziare e dalla capacità di autofinanziamento. Infatti, sembra chiaro che in caso di alti profitti e bassi investimenti si possa ridurre o addirittura annullare la dipendenza da fonti esterne. Tuttavia, su tali scelte incidono anche meccanismi di *corporate governance*: si pensi alla forza degli azionisti nel far prevalere sulle scelte di autofinanziamento le proprie aspettative di distribuzione di maggiori dividendi o di riacquisto di azioni (*buy-back*).

<sup>2</sup> Si vedano le diverse teorie sulla struttura finanziaria, trattate nel paragrafo 1.2.

## 1.2 Le teorie sulla struttura finanziaria

Un'attenta analisi delle fonti di finanziamento alle imprese e delle scelte finanziarie conseguenti non può prescindere da un approfondimento del tema della finanza d'impresa, e nello specifico delle teorie sulla struttura finanziaria, termine col quale si identifica la combinazione esistente tra capitale di debito e capitale di rischio all'interno di un'impresa.

Sebbene la letteratura sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese sia piuttosto ampia e abbia prodotto una serie di risultati (verificati empiricamente in prevalenza su dati di imprese statunitensi), essa si è concentrata quasi esclusivamente sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese di grandi dimensioni, caratterizzate da un azionariato diffuso e da una struttura proprietaria incentrata sulla separazione tra proprietà e controllo. Una delle questioni della logica economica d'azienda più dibattute consiste infatti nel definire se esiste una struttura finanziaria ottimale, ossia uno specifico rapporto tra indebitamento finanziario e mezzi propri, che massimizzi il valore dell'impresa. Fino a qualche anno fa in letteratura si riteneva che le teorie di finanza valessero per tutte le imprese, mentre oggi ci si rende conto che le peculiarità finanziarie delle piccole e medie imprese richiedono un approccio specifico. Questo a causa della scarsa apertura a soci esterni e della mancanza di titoli quotati in mercati ufficiali, che rendono ancor più difficoltoso il ricorso a nuovo capitale.

La letteratura economica è lunga, come vedremo, dall'aver trovato risposta al *capital structure puzzle* e ogni considerazione in merito alla struttura finanziaria dell'impresa non può prescindere dall'analisi dell'impresa stessa. In altre parole, l'impresa minore deve essere considerata una realtà differente dalla grande impresa (e non una grande impresa in embrione) per poterne analizzare le scelte finanziarie e di investimento. Si può già in questa sede anticipare, quindi, che per comprendere la struttura finanziaria delle imprese minori e dei rapporti di queste con i finanziatori esterni, non si può prescindere dagli elementi che le caratterizzano rispetto alle grandi imprese.

Nel tempo, sono state proposte differenti teorie in merito alla struttura finanziaria delle imprese; esse, a prescindere dalla specifica formulazione, tendono a

verificare:

1. se esiste una “struttura finanziaria ottimale”, ovvero quel mix ottimale di capitale proprio e di terzi che permette di massimizzare il valore dell’impresa;
2. quali sono, (in caso di risposta affermativa) i fattori che costituiscono gli “elementi critici” necessari all’ottenimento di questa particolare combinazione di fonti.

In questo paragrafo vedremo, dunque, quali sono le principali teorie sulla struttura finanziaria, considerando dapprima i fondamenti della “teoria classica”, che si basa sull’idea che il valore di mercato di un’impresa sia inversamente proporzionale al suo costo del capitale, per poi accennare alle tesi di Modigliani-Miller, considerate universalmente il “punto di partenza” per l’approccio al problema dell’esistenza della struttura finanziaria ottimale.

Negli anni, allo scopo di avvicinare la teoria proposta alla realtà, sono state elaborate, togliendo alcune ipotesi semplificatrici e restrittive, e prendendo spunto da riflessioni di carattere sociale, organizzativo, economico e perfino psicologico, altre teorie, tra le quali ricordiamo:

- la teoria sull’influenza del fattore fiscale;
- *la trade-off theory*;
- la teoria dell’ordine di scelta (*pecking order theory*) come conseguenza della teoria delle asimmetrie informative;
- l’ipotesi dei segnali.

Ciascuna delle posizioni che passeremo in rassegna, come vedremo, poggia su un apparato teorico solido, anche se in generale singolarmente ciascuna di esse non sembra capace di spiegare completamente il problema della struttura finanziaria ottimale di una impresa. Ogni approccio appare in sé coerente anche se sembra considerare solo alcuni fattori trascurandone, apparentemente, altri. Tante sono le variabili che influenzano la struttura finanziaria, molti sono gli effetti prodotti e le conseguenze che possono derivarne. Quindi, essendo molti gli aspetti rilevati che impattano su essa, diverse sono le teorie sulla struttura finanziaria.

Nella tabella 1, sono presentate in ordine cronologico le principali teorie sulla struttura finanziaria: analizzeremo quelle più rilevanti. Ripercorrendo le tappe fondamentali dei contributi teorici sui temi di struttura finanziaria, appare evidente

una differenza sostanziale tra le prime formulazioni e le elaborazioni moderne: mentre le prime hanno natura deduttiva e carattere normativo basandosi su ipotesi riguardanti i mercati finanziari e contenendo dettami da seguire, alla ricerca di una coerenza interna del modello, nei contributi più recenti si nota lo sforzo di formulare induttivamente enunciazioni che, partendo dalla diretta osservazione dei comportamenti assunti, risultino coerenti al concreto agire degli operatori economici.

**Tabella 1** - Teorie relative alla struttura finanziaria d'impresa

<b>Modigliani e Miller (1958)</b>	La scelta del <i>leverage</i> è irrilevante in assenza di imposte.
<b>Modigliani e Miller (1963)</b>	La presenza delle imposte societarie riduce il costo dell'indebitamento. Diviene conveniente massimizzare il
<b>Jensen e Meckling (1976)</b>	La struttura finanziaria ottimale è quella che minimizza i costi di agenzia associati all'indebitamento e ai mezzi
<b>Miller (1977)</b>	Anche in presenza di imposte personali il valore dell'impresa non è modificato dal suo grado di <i>leverage</i> . Il rapporto ottimo di indebitamento esiste solo a livello dell'intero sistema
<b>Ross (1977); Leland e Pyle (1977)</b>	La struttura finanziaria e le modalità di copertura degli investimenti
<b>De Angelo e Masulis (1980)</b>	Esistono imprese per le quali lo scudo fiscale è meno importante che per altre. Per questo il <i>leverage</i> ottimale è
<b>Altman (1984); Warner (1977); Chen, Kim (1979); Bradley, Jarrel, Kim (1984); Kane, Marcus, McDonald (1984); De Angelo e Masulis (1980).</b>	Esiste un rapporto ottimale di indebitamento per ogni impresa che si ottiene bilanciando da un lato i vantaggi fiscali (che continuano a sussistere anche in presenza di imposte personali) derivanti da un aumento del <i>leverage</i> e dall'altro considerando i

<b>Myers (1984); Myers e Majluf (1984) Fazzari, Hubbard e Petersen (1988)</b>	Nel finanziarsi le imprese seguono un ordine di scelta.
<b>Harris, Raviv (1988)</b>	La scelta del grado di <i>leverage</i> è influenzata da esigenze di controllo della società.
<b>Williamson (1988)</b>	La scelta della struttura finanziaria dell'impresa dipende dalla specificità degli investimenti aziendali e dai costi di transazione connessi all'uso dell'indebitamento e del capitale netto.
<b>Brandel, Lewis (1988); Sarig (1988) (entrambi) citati in Harris, Raviv (1991); Cornel, Shapiro (1987)</b>	Esistono delle relazioni tra il <i>leverage</i> e i mercati finanziari in cui l'impresa opera. Imprese con capitale organizzativo netto elevato e che sopportano pretese e rivendicazioni da parte di <i>stakeholders</i> non finanziari

Fonte: Pennarelli, Dini (1995)

Prima degli articoli di Modigliani e Miller del 1958, si era imposta, non senza critiche, la scuola di pensiero dei cosiddetti “tradizionalisti”, che includeva tra gli altri Dean (1951), Graham e Dodd (1951), Guthmann e Dougall (1955), Taylor (1956), Watermann (1957). Secondo i tradizionalisti, un certo grado d'indebitamento aveva un effetto positivo sul valore delle imprese: in pratica si teorizzava l'esistenza di un coefficiente d'indebitamento ottimale<sup>3</sup>. Secondo l'approccio classico, dunque, esiste uno specifico rapporto tra debiti e capitale proprio che minimizza il costo medio ponderato del capitale e massimizza il valore complessivamente investito nell'impresa, e oltre il quale gli oneri che il ricorso all'indebitamento finanziario comporta (rischi finanziari, costi del dissesto, di transazione/negoziazione, ecc.) incrementano il costo medio ponderato del capitale (rispetto a quello di un'impresa non indebitata) e riducono il valore dell'impresa.

In altri termini, la teoria classica afferma dunque che utilizzando

<sup>3</sup> Cfr. Monteforte (2001).

adeguatamente la leva finanziaria (ossia il rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto di un'impresa) si riesce ad abbassare il costo medio ponderato del capitale, a causa del fatto che il beneficio che l'impresa ha finanziandosi con il debito non viene completamente eroso dal maggiore rendimento che gli azionisti richiedono per il più elevato rischio che devono sopportare a causa del debito stesso.

Una conseguenza di tale teoria è che il mercato preferisce titoli di aziende con indebitamento moderato, visto che per tale tipologia di aziende il rischio percepito dagli investitori non aumenta all'interno di una certa "soglia di sicurezza". Una volta sfiorata questa soglia, sia i possessori del capitale proprio che i possessori del debito reagiscono richiedendo un maggior rendimento del capitale tale da compensare il maggior rischio percepito.

Modigliani e Miller nel 1958 dimostrano che l'unico fattore che determina il valore del capitale investito non è la composizione delle fonti che finanziano tali attività, bensì la rischiosità stessa delle attività dell'impresa. Essi dimostrano che se valgono determinate ipotesi, il valore dell'impresa non si modifica al variare della combinazione delle fonti di finanziamento (I Proposizione di M&M). Le numerose ipotesi su cui si basa tale teoria sono principalmente le seguenti:

- inesistenza di imposte societarie e personali;
- possibilità da parte delle imprese e delle persone di ricorrere all'indebitamento senza limiti e alle stesse condizioni di tasso di interesse;
- gli investitori conoscono la redditività futura dell'impresa;
- possibilità di suddividere le imprese in classi di "rendimento equivalente" e di conseguenza di "rischio equivalente";
- agli investitori sono applicate le stesse condizioni delle imprese.

Secondo Modigliani e Miller, almeno nella formulazione originaria della loro teoria, il valore dell'impresa è dunque dato dalla redditività e dal rischio insito nell'attività di impresa; in questo caso il passivo rappresenta solo la ripartizione tra capitale proprio e mezzi di terzi. La tesi di M&M trae spunto dal cosiddetto "processo di arbitraggio" il quale afferma che due attività presenti sullo stesso mercato non possono avere prezzi differenti. In un mercato efficiente il processo di arbitraggio impedisce che i valori di mercato di due o più imprese, appartenenti alla

medesima classe di rischio divergano solo a causa delle diverse strutture finanziarie assunte dalle stesse. Se così non fosse vi sarebbe spazio per operazioni di arbitraggio, effettuate dagli investitori, che riporterebbero il mercato in equilibrio.

Il teorema di M&M è stato sottoposto nel corso del tempo a forti critiche, fondamentalmente basate sulla constatazione che nella realtà i manager dedicano tempo e risorse alle decisioni di finanziamento, e non si concentrano esclusivamente (come la conclusione di M&M lascia supporre) sugli aspetti “reali” della gestione aziendale, non essendo possibile creare valore attraverso un’opportuna politica sulla scelta delle fonti di finanziamento. Gli stessi M&M propongono nel decennio successivo modifiche all’impianto originario. Tuttavia tale teoria ha offerto una solida base per le ricerche successive, e ha portato gli studiosi a indagare le possibili violazioni delle ipotesi M&M. La teoria si arricchisce di nuovi contributi, presentati successivamente.

L’imperfezione dei mercati che più contrasta con l’assunzione di “mercato perfetto” è l’esistenza dell’imposizione fiscale. La tassazione ha infatti un’influenza notevole sulle caratteristiche degli strumenti finanziari, poiché modifica il costo effettivo delle forme di raccolta per l’impresa, nonché il loro rendimento effettivo per l’investitore. Gli stessi Modigliani e Miller<sup>4</sup> sono stati tra i primi a studiare le conseguenze della tassazione lasciando immutate le altre ipotesi base.

Nonostante le complessità e le diversità tra le differenti normative tributarie vigenti in diversi paesi, diversità dovute a particolari congiunture storiche o imputabili a specifiche scelte di politica economica, è possibile in generale affermare che:

1. se le uniche imposte presenti sono quelle societarie, la possibilità di dedurre gli oneri finanziari costituisce un incentivo per le imprese per massimizzare quale fonte di finanziamento il debito;
2. se oltre alle imposte societarie esistessero anche le imposte personali sui redditi di capitale, allora si potrebbero verificare numerose ipotesi:
  - un vantaggio assoluto per una delle due fonti di finanziamento;
  - una situazione di indifferenza per le diverse fonti di finanziamento che

---

<sup>4</sup> F. Modigliani, M.H. Miller “*Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*”, in *American economic review*, n° 53, pp 433-443, giugno 1963.

possono essere utilizzate dall'impresa;

- una situazione nella quale le caratteristiche del sistema fiscale sono così peculiari da rendere per alcune imprese preferibile una determinata struttura finanziaria rispetto ad un'altra.

A tal proposito è lo stesso Miller (1977) che, considerando la presenza di imposte personali, evidenzia come il debito finanziario, in luogo del patrimonio netto, possa generare un beneficio fiscale se e solo se l'imposizione fiscale personale sui proventi dei capitali investiti a titolo di credito è inferiore all'imposizione fiscale personale sui redditi di capitale proprio. In altre parole, occorre bilanciare il debito in base alle aliquote di imposta gravanti sulla società e sugli azionisti. In questo caso conviene indebitarsi fino a quando l'aliquota di imposta personale da pagare sugli utili di impresa è superiore all'aliquota di imposta sugli interessi.

Un'ulteriore critica alla tesi di Modigliani e Miller proviene dalla *Trade-off theory* o teoria dei costi del dissesto; essa poggia sulla constatazione che esiste una categoria di costi, prima non considerata, legata alla componente del debito presente all'interno della struttura finanziaria di una impresa tale da portare l'impresa ad una situazione di dissesto e ad un eventuale (conseguente) fallimento. Sostanzialmente, i pericoli sono insiti sia nell'aumento dei costi conseguenti al rischio di crisi percepiti da soggetti terzi all'azienda sia dai costi del fallimento derivanti dalla crescita stessa dell'indebitamento (Warner 1977, Altman 1984).

Una prima conseguenza del dissesto è che i soggetti finanziatori potrebbero limitare i finanziamenti verso l'impresa, pretendere compensi più elevati, o anche richiedere garanzie onerose. Tutto ciò ha l'effetto di ridurre il valore di mercato dei titoli dell'impresa. Le imprese, soprattutto quelle più rischiose, come le PMI, tendono quindi a fare ricorso al capitale di rischio in misura inferiore a quanto suggerito dalle teorie.

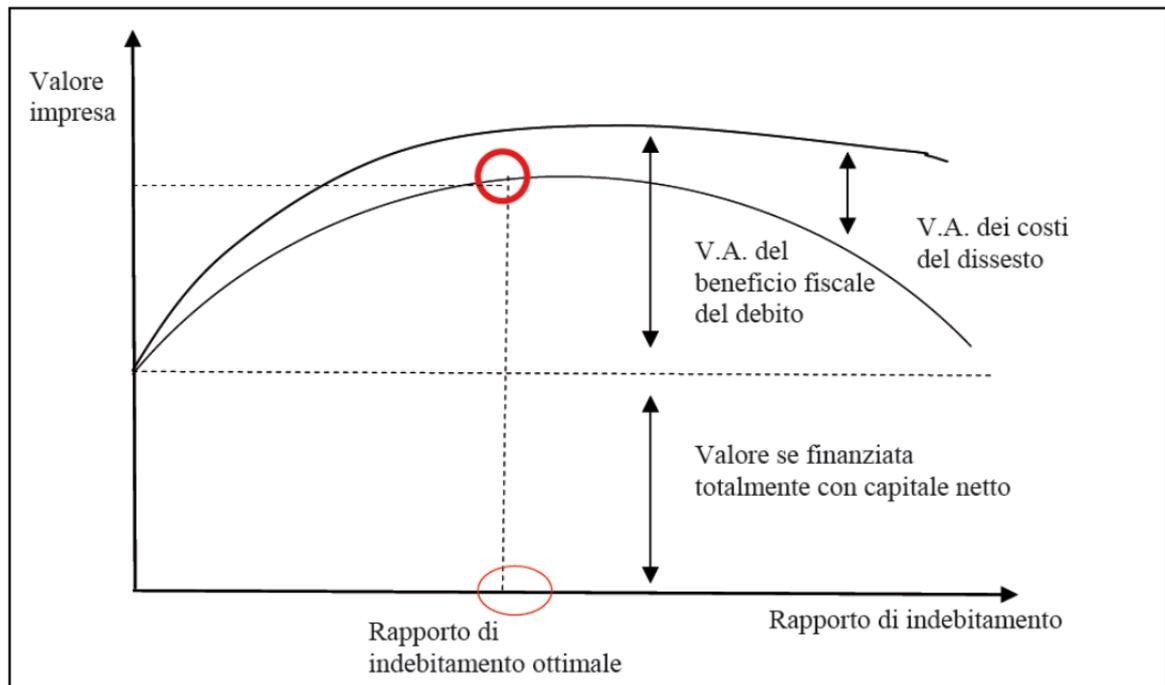
In generale, i costi del fallimento vengono suddivisi in due categorie:

- diretti, quali le spese legali ed amministrative legate alla procedura concorsuale;

- indiretti, originati dai costi causati da problemi organizzativi e gestionali derivanti da comportamenti opportunistici degli *stakeholders*. Questa categoria, non sempre di facile individuazione, comprende costi legati ad esempio al fatto che i

fornitori possono essere riluttanti a detenere rapporti di affari con un'impresa che potrebbe non sopravvivere alla fase del dissesto, oppure al fatto che sul mercato del lavoro può risultare più complesso assumere personale disposto ad operare in un'impresa in crisi.

In altri termini, nel determinare il grado di indebitamento, una impresa deve considerare sia il vantaggio fiscale del debito che la necessità di minimizzare i costi del fallimento, dal momento che essi riducono il valore dell'impresa di una somma pari al valore attuale dei costi di fallimento moltiplicato per la probabilità che lo stesso si verifichi. Il concetto di *trade-off* è chiarito nella figura seguente.

**Figura 2** – La trade-off theory

Fonte: Brealey, Myers, Sandri (2007)

La figura mostra dunque che il valore di una impresa è ricavabile nel modo seguente:

**Valore impresa** = valore se finanziata con capitale netto + VA benefici fiscali – VA del dissesto

In altre parole, mostra che se si effettuasse la miglior scelta possibile per il *trade-off* tra benefici fiscali dovuti alla deducibilità degli oneri finanziari e costi del dissesto, si determinerebbe il rapporto di indebitamento ottimale, e dunque la struttura finanziaria ottima dell'impresa.

Il pregio maggiore di questa teoria (sottoposta anche a numerose verifiche empiriche, che tuttavia non sempre confermano quanto predetto dalla *trade-off theory*) risiede nel riconoscere che i rapporti di indebitamento ottimi possono variare da impresa a impresa, e nel chiarire molte delle differenze nella struttura finanziaria dei vari settori: le società caratterizzate da attività tangibili, sicure e abbondante reddito imponibile dovrebbero tendere verso alti rapporti di indebitamento, mentre le società in perdita, rischiose e con attività intangibili (ad esempio le imprese in

crescita e ad alta tecnologia) dovrebbero fare affidamento sul capitale netto.

Le origini della *pecking order theory*, ossia la teoria finanziaria che definisce le gerarchie delle fonti di finanziamento delle imprese<sup>5</sup> (*financial hierarchy*) sono fatte risalire in letteratura alla tesi di Modigliani-Miller sull'irrelevanza della struttura finanziaria delle imprese.

Secondo la teoria tradizionale<sup>6</sup>, infatti, esiste un forte *trade-off* tra i canali di finanziamento delle imprese; per cogliere appieno la portata del fenomeno, è utile fare riferimento al paradigma del “ciclo di vita dell'impresa”, ossia osservare come mutano le esigenze finanziarie delle imprese lungo tutto l'arco temporale del loro sviluppo. Vediamo nel dettaglio le origini e le implicazioni di tale teoria.

Muovendo dall'irrelevanza della tipologia di finanziamento dell'attività, sancita dal teorema di Modigliani-Miller, che comporta appunto, come visto, l'invarianza, sotto certe condizioni, del valore complessivo dell'impresa rispetto alla composizione del finanziamento (debito, azioni, autofinanziamento), gli sviluppi successivi hanno evidenziato diverse ragioni che fanno dipendere il valore dell'impresa (e, quindi, il costo del capitale finanziario) dalla struttura del finanziamento (dell'attività complessiva ovvero del singolo progetto di investimento).

In sintesi, il teorema di Modigliani-Miller dimostra che il *cash flow* complessivo dell'impresa, in definite condizioni di rischio, è dato dalle attese di rendimento sull'orizzonte temporale rilevante, e non importa come esso venga distribuito, semplificando, tra profitti (al capitale proprio) e interessi (al debito).

L'evoluzione successiva, principalmente basata sull'abbandono delle ipotesi di mercato perfetto dei capitali, con diffusa e identica informazione per tutti gli

---

<sup>5</sup> La *pecking order theory*, o teoria dell'ordine delle scelte, è una teoria alternativa alle scelte di struttura finanziaria. Tale teoria ha alla sua base l'affermazione secondo cui esistono delle asimmetrie informative tra gli azionisti e i creditori a proposito dei vantaggi derivanti dalle varie forme di finanziamento. Ciò conduce ad un ordine di scelta delle fonti secondo questa gerarchia:

- 1) l'autofinanziamento;
- 2) fissare un rapporto di distribuzione degli utili coerente con le proprie politiche d'investimento;
- 3) se si verificano scostamenti dalle previsioni, rimborsare il debito contratto precedentemente o in caso contrario utilizzare liquidità interna disponibile o il ricavato della vendita di attività non strategiche;
- 4) se si ritiene indispensabile ulteriore capitale, prima ricorrere all'emissione di nuovo debito e, solo in ultima battuta, ricorrere ad aumenti di capitale.

<sup>6</sup> Cfr. Rajan (1992).

operatori, si è soffermata in un primo momento sulla asimmetria informativa (*moral hazard* e *adverse selection*), giungendo alla conclusione che diverse strutture finanziarie influenzano diversamente gli incentivi avvertiti dai managers e, quindi, la profittabilità attesa e il valore dell'impresa. Jensen e Meckling (1976) prendono in considerazione i costi di agenzia conseguenti alla asimmetrica distribuzione delle informazioni tra le parti, facendo riferimento a quegli oneri, a carico dell'impresa, sostenuti per contenere i danni derivanti da comportamenti opportunistici e conflitti di interesse esistenti tra azionisti-creditori e azionisti-managers. Secondo gli autori, infatti, l'aumento dell'indebitamento accresce la probabilità che i managers o gli azionisti pongano in essere scelte che determinano la redistribuzione della ricchezza a danno dei creditori (come la distribuzione degli utili, la scelta di investimenti eccessivamente rischiosi, la rinuncia ad investimenti che richiedono l'aumento di capitale, ecc.). Ciò comporta, come vedremo con maggior dettaglio fra breve, l'adozione da parte dei creditori, di azioni difensive, come l'aumento del tasso d'interesse o delle garanzie richieste<sup>7</sup>.

In sintesi, la struttura finanziaria ottimale sarebbe in questo caso quella che riduce i costi di agenzia relativi al debito ed al capitale di rischio.

Arrivando al cuore della *pecking order theory*, una delle critiche più famose a M&M è quella di Fazzari, Hubbard e Petersen<sup>8</sup>, che, alla fine degli anni '80, mettono in luce la non perfetta sostituibilità tra le fonti finanziarie e ipotizzano, per di più, una gerarchia tra esse: le fonti interne, principalmente utili non distribuiti (autofinanziamento appunto) vengono preferite all'indebitamento bancario, dal momento che il loro utilizzo non implica la presenza di costi di agenzia che sorgerebbero – sia *ex-ante* che *ex-post* – a causa dell'informazione asimmetrica tra imprenditore e finanziatore, come teorizzato da Jensen e Meckling, 1976 e da Fama e Miller, 1972; proprio per questo motivo (ossia a causa dei fenomeni di selezione avversa e azzardo morale) il ricorso a fonti di finanziamento esterne tramite l'indebitamento risulta per l'impresa in generale più oneroso: è stato ampiamente

---

<sup>7</sup> Secondo questa teoria, inoltre, i costi di agenzia dovrebbero essere inferiori per le imprese operanti in settori regolamentati (come ad esempio i servizi pubblici), poiché la probabilità che i manager sostituiscano le attività meno rischiose in attività più rischiose è ridotta. In questo modo, l'indebitamento dovrebbe essere favorito in queste imprese.

<sup>8</sup> E i loro predecessori, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

osservato (Cfr. Berger e Udell 1998)<sup>9</sup> come questo problema sia ancora più amplificato per le imprese innovative o in fase di start-up<sup>10</sup>.

Il finanziamento bancario viene a sua volta preferito all'emissione diretta di azioni per alcuni motivi fondamentali: il primo risiede nel fatto che le banche possono ridurre le asimmetrie informative grazie alle loro attività di *screening* e *monitoring* riducendo così il costo di agenzia; il secondo motivo risiede nel fatto che le banche, avendo acconsentito a concedere un prestito ad una impresa, indirettamente mandano un segnale positivo al mercato riguardo la reputazione delle imprese, provocando così un aumento del valore delle affidate.

L'esistenza di problemi di asimmetria informativa condiziona dunque fortemente la politica di finanziamento e di investimento attraverso il manifestarsi di diverse forme di conflitti d'interesse, sia tra managers e azionisti che tra azionisti e mercato dei capitali. Vediamo nello specifico come.

Nel primo caso, i managers agiscono nel perseguimento di interessi personali che possono divergere da quelli propri dell'impresa (Jensen, 1986). Tale contrapposizione di interessi può esplicitarsi, ad esempio, grazie alla discrezionalità dei managers nel controllo del *free cash flow*. Poiché il pagamento degli interessi sul debito riduce la disponibilità dei flussi di cassa e quindi la discrezionalità dei managers, gli azionisti possono utilizzare l'indebitamento come strumento per attenuare il problema di *moral hazard*. Nel secondo caso, i managers, agendo nell'interesse degli azionisti, hanno incentivo a realizzare progetti di investimento più rischiosi e con rendimento atteso maggiore di quelli concordati con i finanziatori esterni. Se l'investimento ha successo, infatti, l'impresa si appropria del rendimento; in caso contrario, i costi sono scaricati sui creditori. Tale problema di azzardo morale

---

<sup>9</sup> Basandosi su dati raccolti dal *National Survey of Small Business Finance* Berger e Udell (2002) elaborano una classifica delle principali fonti di finanziamento nelle piccole medie imprese statunitensi, sottolineando il fatto che siano risultati estendibili ai principali Paesi industrializzati.

I dati evidenziano una netta predominanza, tra le fonti di finanziamento, di capitali attinti direttamente dal proprietario o dai principali soci o familiari dell'imprenditore. La scelta di fare ricorso in via principale all'*insider finance* si deve alla diffidenza dei piccoli imprenditori a condividere con altri il controllo sulla propria impresa e al fatto che utilizzando risorse proprie gli imprenditori riescono ad eliminare alla radice i conflitti d'agenzia che possono portare al rifiuto da parte della banca di concedere il finanziamento. Le piccole e medie imprese non riescono tuttavia a finanziarsi in via esclusiva con il capitale del proprietario e diventa quindi necessario il ricorso al finanziamento bancario, utilizzando una delle diverse "tecnologie di prestito" esistenti e differenti tra di loro sulla base dei presupposti su cui si fonda l'erogazione del credito.

<sup>10</sup> Per una trattazione specifica sulle start-up si rinvia al paragrafo 1.3.

accresce il costo dell'indebitamento e lo rende relativamente meno conveniente.

Oppure, poiché i managers possiedono informazioni non accessibili al mercato sul valore della società, generalmente emettono nuove azioni quando l'impresa è sopravvalutata dal mercato, il quale anticipa questo comportamento e impone uno sconto sulle azioni di nuova emissione, il cosiddetto *lemon premium* (Arkelof 1970, Myers e Majluf,1984). L'emissione diretta di azioni (*public equity*) provoca infatti in genere una riduzione dei corsi azionari, dal momento che il mercato reagisce appunto pensando che i managers ritengono l'impresa sopravvalutata oppure incapace di ottenere altri finanziamenti; inoltre, quest'ultima strada implica costi diretti notevoli, per esempio costi di collocamento, rating ecc. Ciò rende più costoso il finanziamento azionario. In generale, quindi, le imprese sceglieranno questa via come l'ultima praticabile, essendo la strada più onerosa in assoluto.

Al contrario di quanto sostenuto dalla *trade-off theory*, per la teoria dell'ordine di scelta non esiste un grado di indebitamento obiettivo, in quanto le due componenti di capitale netto, autofinanziamento ed emissione di azioni, si posizionano all'opposto nell'ordine di scelta perseguito. Inoltre, i benefici dello scudo fiscale e gli eventuali costi del dissesto sono di secondaria importanza nella strutturazione delle scelte finanziarie.

La tabella seguente mostra le relazioni tra indebitamento ed opportunità di crescita, indebitamento e dimensione aziendale e tra indebitamento e profittabilità nell'ambito delle due teorie descritte in precedenza, quella del *trade-off* e della *pecking order*.

**Tabella 2** – Trade-off theory vs pecking order theory.

	<b>Trade off theory</b>	<b>Pecking order theory</b>
Rapporto indebitamento e opportunità di crescita	Maggiori sono le opportunità di crescita minore sembra essere il ricorso al debito (relazione negativa).	Maggiore ricorso al debito in presenza di maggiori investimenti. (relazione positiva)
Rapporto indebitamento e dimensione	Le aziende più grandi visto il minor rischio di default (dovuto alla diversificazione delle attività) avrebbero un merito di credito migliore e costi di finanziamento più bassi. (relazione positiva)	Le imprese di maggiori dimensioni essendo quelle più conosciute al pubblico sono quelle che possono emettere con costi minori azioni e capitale di rischio. (relazione negativa)
Rapporto indebitamento e profittabilità	Le imprese profittevoli dovrebbero avere un debito maggiore rispetto a quelle poco profittevoli. (relazione positiva)	Le imprese più profittevoli sarebbero quelle meno indebitate. (relazione negativa)

Il modello di riferimento in questo ambito è quello di Leland e Pyle (1977). Riprendendo il concetto di conflitto di interesse tra managers e creditori (già accennato in precedenza), gli autori analizzano gli effetti dell'informazione asimmetrica partendo dal presupposto che gli imprenditori conoscono le reali caratteristiche del progetto di investimento per il quale richiedono un finanziamento, mentre i creditori non hanno accesso a tale specifica informazione. Il conflitto di interesse si origina dunque in quanto i primi, attraverso la conoscenza delle reali caratteristiche dell'investimento, potrebbero praticare appropriate condizioni di finanziamento, mentre i secondi hanno interesse a presentare la propria situazione nella migliore luce possibile al fine di evitare il rischio di vedere negata la propria richiesta di fondi.

Poiché l'attività di *monitoring* da parte dei creditori risulterebbe alquanto

costosa, il tasso di interesse applicato ai titoli di debito e quindi il loro valore di mercato si limita a riflettere la qualità media dei progetti finanziati. Nei casi in cui il problema dell'informazione asimmetrica sia pervasivo, ovvero la frazione dei finanziamenti destinata a progetti di buona qualità sia relativamente bassa rispetto a quella destinata ai progetti di qualità inferiore, può accadere che il mercato dei capitali entri in crisi, poiché i creditori potrebbero decidere di non finanziare alcun progetto, indipendentemente dalla qualità, sapendo che comunque non rientrerebbero in possesso dei fondi erogati. Affinché dunque l'interazione fra imprenditori e prestatori di fondi continui ad esistere, è necessario che gli imprenditori di buona qualità riescano a segnalare efficacemente la propria condizione. Ad esempio, uno dei possibili segnali di "bontà" dei progetti può essere individuato nella disponibilità dello stesso imprenditore ad investire capitale di rischio nella propria impresa.

Leland e Pyle sviluppano in tal senso un modello di struttura finanziaria in cui i manager, dato il vincolo informativo, inducono gli imprenditori ad acquisire frazioni di capitale proprio nelle imprese superiori a quelle che gli stessi avrebbero detenuto se l'informazione sulla qualità degli investimenti fosse stata pubblica (osservabile dunque ex-ante). La loro posizione porta a concludere che la frazione di capitale di rischio detenuta dall'imprenditore cresce al crescere della qualità del progetto di investimento. Sotto queste condizioni, le imprese che presentano livelli di indebitamento più elevati risultano essere possedute da imprenditori che investono frazioni elevate della ricchezza personale nell'attività d'impresa, ed hanno in definitiva una qualità migliore.

Riassumendo quanto visto fin qui, possiamo affermare che in un mondo alla Modigliani-Miller, dove i mercati dei capitali sono perfetti, le scelte delle imprese sono indipendenti dalla loro struttura finanziaria. Rimuovendo questa ipotesi, tuttavia, le diverse forme di finanziamento delle imprese non sono perfettamente sostituibili. In particolare, data l'esistenza di costi di informazione e di asimmetrie informative:

- a. il costo del finanziamento esterno è più elevato del costo del finanziamento interno;
- b. il differenziale di costo tra queste due forme di finanziamento è funzione

inversa del grado di patrimonializzazione delle imprese;

c. per alcune imprese, il grado di sostituibilità tra prestiti bancari e titoli obbligazionari (o altri strumenti di mercato) può essere basso. Le banche hanno una posizione di vantaggio nell'erogare crediti a soggetti, come le piccole imprese, il cui merito di credito è costoso da accertare: esse, infatti, intrattenendo con questi soggetti relazioni di lungo termine sono in grado di acquisire informazioni che non sono disponibili sul mercato.

### **1.3 Struttura finanziaria e caratteristiche aziendali: le imprese innovative**

Un altro modo di rileggere le teorie circa la struttura finanziaria nel corso della letteratura aziendale consiste nell'analizzare il ricorso al debito sulla base di una serie di caratteristiche aziendali sia di tipo strutturale che di tipo economico-congiunturale.

A tal proposito è molto utile la tabella seguente (Tabella 3), che mostra una sintesi dei principali risultati della letteratura teorica ed empirica sul tema delle determinanti della struttura finanziaria, raggruppati per argomento. Nella prima colonna viene riportata la correlazione presa in esame nei diversi contributi teorici ed empirici, nella seconda i risultati di tali studi (in termini di segno, positivo o negativo, della relazione tra le variabili) e nella terza le motivazioni addotte. Emerge chiaramente come la letteratura teorica ed empirica abbiano prodotto in diverse ipotesi risultati contrastanti, mentre indicazioni univoche si hanno sostanzialmente solo per quanto riguarda gli effetti della tassazione.

In sintesi, se da un lato i vari sviluppi teorici indagano un ampio numero di elementi (asimmetrie informative, costi di agenzia, ecc.) che possono portare ad una differenziazione delle forme di finanziamento per le imprese, dall'altro la letteratura è anche concorde nel concludere che non esiste una struttura finanziaria ottimale in assoluto, né per uno specifico settore di attività - laddove la leva finanziaria deve essere opportunamente pesata a seconda delle particolari condizioni dello stesso - né per una stessa impresa, nella quale il rapporto ottimale tra debiti di finanziamento e capitale proprio può modificarsi nel tempo. Non esiste dunque una teoria

universalmente valida che sia in grado di fornire il *leverage* ottimale; si tratta di esaminare i vantaggi relativi dei diversi strumenti finanziari a seconda delle condizioni nelle quali le imprese operano.

**Tabella 3 – Le determinanti del finanziamento con debito**

Correlazione:		Motivazione	Modelli di riferimento teorici ed empirici di maggiore
tra finanziamento con debito e ....	Tipo		
<b>..asimmetrie informative</b>	+	Il debito “non rischioso” è visto come una forma di finanziamento che non implica una sottovalutazione del valore dell’impresa da parte del mercato. Il debito è un modo per evitare di segnalare	Ross 1977 Leland e Pyle 1977 Myers e Majluf 1984
	–	Problemi di <i>adverse selection</i> e <i>moral hazard</i> nel rapporto con i finanziatori possono rendere difficoltoso l’accesso al credito da parte delle imprese.	Townsend 1979 Stiglitz e Weiss 1981 Diamond 1984
<b>...profitabilità</b>	+	In presenza di una elevata profitabilità degli investimenti, il finanziamento con debito consente di non modificare gli assetti proprietari e quindi la destinazione dei profitti	Long e Malitz 1985
	–	L’elevata profitabilità dell’investimento rende disponibili maggiori fondi interni che, in accordo con la <i>pecking order theory</i> , è la fonte di finanziamento preferita al debito e all’emissione di	Myers 1984 Kester 1986
<b>... cash-flow disponibile</b>	+	L’indebitamento è visto come un elemento di disciplina in presenza di problemi di <i>agency</i> nelle imprese con separazione tra proprietà e controllo.	Jensen 1986 Stulz 1990
	–	La disponibilità di fondi generati dalla gestione rende non necessario il ricorso all’indebitamento di breve periodo.	Myers e Majluf 1984 Chang 1987

<b>... rischio di acquisizione da parte di altre imprese</b>	+	E' stato osservato che in risposta ad una minaccia di <i>takeover</i> , la società target incrementa il finanziamento con debito e questo si riflette in un innalzamento del prezzo delle azioni.	De Angelo e De Angelo 1985; Harris e Raviv 1988 Stulz 1988; 1990
<b>...opportunità di crescita</b>	-	Questo tipo di correlazione osservata non è stata interpretata in modo univoco.	Jensen e Meckling 1976; Stulz 1990
	+	Per attività rischiose, l'indebitamento consente di condividere il rischio del progetto. Inoltre l'indebitamento ha il vantaggio per l'impresa virtuosa di appropriarsi degli utili che residuano dopo il pagamento degli interessi passivi.	Kester (1986)
<b>CARATTERISTICHE DELL'INDUSTRIA</b>			
<b>Presenza di elevati livelli di immobilizzazioni</b>	+	E' stata osservata una correlazione positiva tra il livello di indebitamento e la presenza di immobilizzazioni materiali.	Fama e French 2000 Rajan e Zingales 1995
<b>Livello di competizione</b>	+	L'incremento del livello di indebitamento consente all'impresa di intraprendere attività e realizzare strategie più rischiose.	Brander e Lewis 1986
<b>Produzione di beni specifici/di elevata qualità</b>	-	L'indebitamento tende a crescere con il crescere dell'elasticità della domanda e con il ridursi del livello di qualità del prodotto. La produzione di beni di qualità elevata e di lunga durata si accompagna a bassi livelli di indebitamento.	Titman 1984 Titman e Wessels 1988
<b>Dimensioni/età</b>	-	Al crescere dell'età e della dimensione l'impresa tende a far affidamento su modalità di finanziamento differenziate.	Carey et al. 1993 Berger e Udell 1998
	+	Al ridursi delle asimmetrie informative e all'aumentare della reputazione, la capacità dell'impresa di ottenere credito	Hirshleifer e Thakor 1992
<b>Sistema di tassazione del Reddito di impresa</b>	+	Il sistema di tassazione dei redditi d'impresa, consentendo la deducibilità degli interessi passivi, ma non anche quella della distribuzione degli utili, riduce di fatto il costo del finanziamento	Vasta letteratura: per una rassegna recente si veda Graham 2003.

Fonte: A.Di Majo, M.G. Paziienza, B. Triberti (2005)

Riprendendo il modello del *trade-off*, appare evidente, ad esempio, come i costi e i benefici del ricorso all'indebitamento, a cui si è accennato in precedenza, non si mantengano costanti durante tutto il ciclo di vita dell'impresa, ma appaiano più intensi nelle fasi iniziali di vita per poi attenuarsi nelle fasi successive.

La tabella seguente mostra infatti, in corrispondenza delle diverse fasi del ciclo di vita (dalla fase iniziale di *start-up* fino alla maturità e al declino), il grado di intensità delle variabili di mercato.

**Tabella 4** - Trade-off del debito e ciclo di vita aziendale

	<b>Start up</b>	<b>Espansione</b>	<b>Crescita</b>	<b>Maturità</b>	<b>Declino</b>
<b>Beneficio fiscale</b>	Zero	Basso	Medio	Alto	Decrescente
<b>Disciplina debito</b>	Basso	Basso	Alto	Alto	Decrescente
<b>Asimmetrie inf.</b>	Elevate	Elevate	Decrescente	Decrescente	Aumento
<b>Costi del dissesto</b>	Molto alti	Molto alti	Alti	Decrescenti	Bassi
<b>Costi di agenzia</b>	Molto alti	Molto alti	Alti	Decrescenti	Bassi
<b>Flessibilità</b>	Molto alto	Alto	Alto	Basso	Inesistente
<b>Trade-off</b>	Costi debito > Benefici	Costi debito > Benefici	Benefici debito rilevanti	Benefici debito molto rilevanti	Costi debito < Benefici

Fonte: Dallochio, Salvi (2004)

La desiderabilità dei diversi canali di finanziamento è dunque evidentemente strettamente collegata sia all'età che alla categoria delle imprese. La fase di start-up è estremamente critica per le nuove imprese, al punto che la probabilità di sopravvivenza delle stesse è fortemente dipendente dalla disponibilità di attività liquide personali e dall'ammontare di ricchezza individuale. In genere, ogni impresa nasce piccola, priva di una reputazione affermata presso i finanziatori (il *track record*) e con risorse insufficienti a dare le opportune garanzie ai finanziatori. Nella

fase di crescita, i vincoli finanziari rimangono sempre rilevanti dal momento che all'espandersi dei progetti di investimento si accompagna necessariamente un incremento del profilo di rischio e un fabbisogno finanziario maggiore. E' questa la fase in cui parrebbe più opportuno diversificare le fonti di finanziamento combinando prestiti bancari e capitale di rischio (anche nella forma del *venture capital*). Superate le fasi critiche dell'avvio e della crescita, durante la fase della stabilità si riconosce che le imprese tendono a diversificare le fonti di finanziamento e indirizzarsi verso strumenti finanziari più complessi come il debito obbligazionario e l'emissione di azioni, ciò in quanto le asimmetrie informative si riducono e l'impresa ha guadagnato una reputazione soddisfacente sui mercati finanziari. Tuttavia, un percorso come quello indicato risulta complesso, soprattutto per le piccole e medie imprese.

Per le imprese "innovative" il quadro presentato in precedenza – soprattutto per quanto riguarda la validità della *pecking order theory* – subisce modifiche sostanziali<sup>11</sup> (cfr. Berger e Udell 1998); la prima osservazione è che le imprese innovative hanno un fabbisogno finanziario e un livello di rischio che dipende dal grado di sviluppo del progetto: il ricorso all'autofinanziamento nella fase detta comunemente *early financing*<sup>12</sup> è ovviamente molto improbabile, dal momento che esse, essendo giovani, non sono in grado di generare sufficienti flussi di cassa; nella stessa ottica, anche l'attività di screening e monitoring è difficile da implementare in questa fase, a causa dell'elevato livello dei costi di agenzia e dal grado di opacità informativa delle imprese oggetto di valutazione.

La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che le imprese innovative non sono spesso in grado di portare idonee garanzie a parziale copertura del finanziamento, a causa del fatto che esse sono costituite per lo più da attività immateriali e/o altamente *firm-specific*. Il rischio associato a questi finanziamenti cresce dunque esponenzialmente. Tutte queste considerazioni portano a concludere

---

<sup>11</sup> Il perché di questa osservazione è presto chiara: nel dataset che analizzeremo nel capitolo 4, le imprese sono state suddivise per grado di innovazione dei settori. All'interno del dataset, ci sono anche imprese innovative, e ciò giustifica l'attenzione verso le loro scelte finanziarie.

<sup>12</sup> Per *early financing* si intende la fase del primo sviluppo di un'impresa; essa si divide in: *seed financing* (fase in cui il progetto da finanziare si trova ancora nella fase di sperimentazione, quando ancora occorre valutare la validità stessa del progetto) e *start-up financing*, ossia il momento che precede l'avvio dell'attività produttiva, in cui permane un rischio ancora elevato legato alla valutazione della validità commerciale del prodotto. Per una trattazione esaustiva in materia cfr. Corigliano (2001).

che l'accesso alle tradizionali fonti di finanziamento analizzate in precedenza, inclusa l'opzione dell'emissione di azioni proprie, potrebbe essere precluso a queste imprese e dunque il finanziamento dell'innovazione potrebbe rappresentare un ostacolo serio e reale per le stesse.

Una prima soluzione possibile a questo problema è rappresentata dal mercato del *private equity* e dalla presenza del *venture capitalist*<sup>13</sup> quale forma di finanziamento appartenente all'*informed capital* già citato in precedenza. Il *venture capitalist*, infatti, oltre a sostenere l'impresa dal punto di vista finanziario, affianca spesso il management della stessa nella gestione delle prime fasi dello sviluppo, ponendosi inoltre come una forma di finanziamento ibrida, a metà tra il finanziamento azionario e obbligazionario: da un lato, il finanziatore, avendo acquistato partecipazioni nell'impresa e possedendo competenze tecniche adeguate, è incentivato ad effettuare quelle attività di *screening* (ex-ante) e *monitoring* (ex-post) dei progetti che altri individui non sono disposti ad effettuare; dall'altro, in caso di performances insoddisfacenti dell'impresa *venture backed* (ossia impresa partecipate da *venture capitalist*), viene spesso stabilito che il controllo passi all'intermediario, come per esempio accade in situazioni di insolvenza in caso di utilizzo del debito.

Berger e Udell (1998), partendo dal presupposto che il *venture capitalist* gioca un ruolo fondamentale per le imprese innovative, hanno riproposto la teoria della gerarchia delle fonti di finanziamento per questa tipologia di imprese riferendosi al loro *financial growth cycle* (cfr. figura 3); in sostanza, essi sostengono che la gerarchia tradizionale vada modificata alla luce non solo della dimensione aziendale, ma anche del grado di sviluppo del progetto, al quale poi corrispondono diversi livelli di opacità informativa e di fabbisogno finanziario.

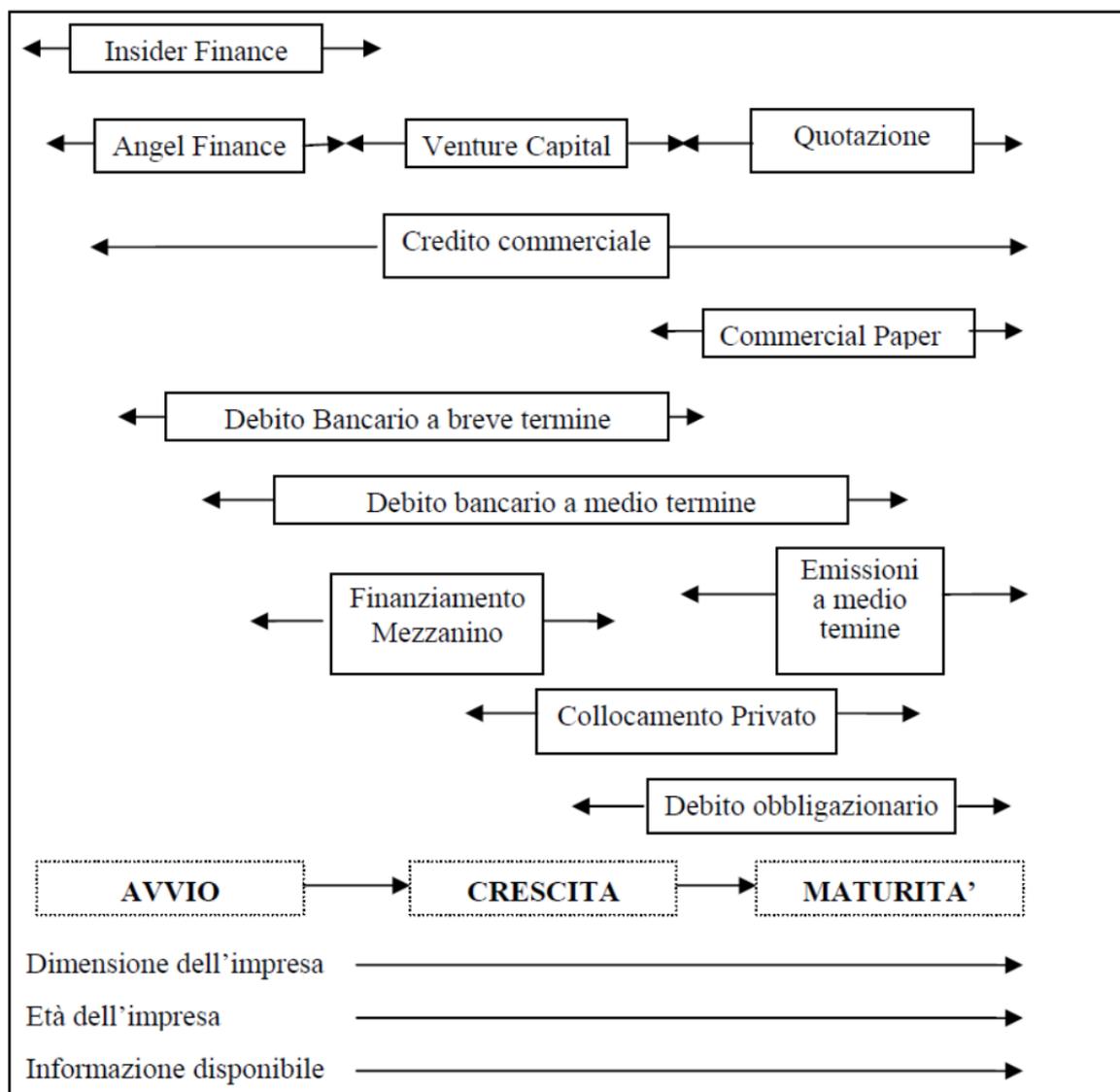
La figura 3 illustra le tipologie di investitori e le modalità di finanziamento a seconda dell'età e della dimensione aziendale; in base alla precedente teoria, dunque, l'impresa innovativa prima di accedere al *private equity* – *venture capital* compreso – ricorre a due forme di finanziamento informali quali l'*insider finance* e l'*angel finance*; la prima forma prevede l'utilizzo di fonti di finanziamento interne tipicamente dell'imprenditore e/o dei suoi familiari, la seconda implica spesso il

---

<sup>13</sup> Come noto, il *private equity* consiste nell'assunzione di partecipazioni nel capitale di una impresa (non finanziaria); quando tale forma di finanziamento avviene in imprese che operano in settori innovativi e attraversano le fasi iniziali della loro crescita, si parla nello specifico di *venture capital*.

coinvolgimento dei business angels<sup>14</sup>. In questa fase di avvio esiste anche la possibilità di ricorrere a finanziamenti pubblici agevolati (cfr. Sau, 2003). Il *venture capital* dunque interviene dopo queste fonti, ma prima che l'impresa si indebiti facendo ricorso al finanziamento bancario.

**Figura 3** - Le fonti di finanziamento di un'impresa nel *financial growth cycle*



Fonte: Berger e Udell (1998) con adattamenti.

<sup>14</sup> I *business angels* sono individui con elevati patrimoni che investono direttamente in imprese ancora di piccole dimensioni ma con elevati potenziali di crescita; il *venture capitalist* si contraddistingue da questi ultimi in quanto agisce come un vero e proprio intermediario finanziario, raccogliendo fondi da un gruppo di investitori e reinvestendoli nel capitale azionario di imprese giovani ad alto potenziale di crescita e rischio

Per queste imprese, quindi, la gerarchia delle fonti di finanziamento si inverte: esse, a prescindere dalla loro dimensione, possono ricorrere al credito bancario solo dopo aver aperto il capitale a terzi tramite il *venture capital*, il quale contribuisce a ridurre il grado di opacità informativa e ad aprire la strada ad altri successivi investitori.

Affinché ciò si verifichi, e per far sì che il *venture capitalist* possa quindi disinvestire, è necessario che esista un mercato mobiliare efficiente; proprio in questa direzione vanno le recenti esperienze delle principali Borse europee, che hanno istituito segmenti ad hoc per queste tipologie di imprese (come il Nuovo Mercato in Italia, il Neuer Markt in Germania, ecc). Da ultimo, l'accesso al mercato obbligazionario costituisce una strada percorribile per queste imprese solo quando esse hanno raggiunto un elevato grado di notorietà ed una buona reputazione.

#### **1.4 La struttura finanziaria delle PMI**

Come evidenziato in precedenza, le piccole e medie imprese (come le imprese innovative) presentano delle peculiarità dal punto di vista della struttura finanziaria tali da giustificare un trattamento *ad hoc*.

Le teorie sulla struttura finanziaria presentate nel secondo paragrafo di questo capitolo sono state dunque applicate e testate nei vari contesti anche sulle PMI.

Nell'ambito di questa produzione teorica, le imprese minori hanno ricevuto attenzione solo in quanto riconosciute come imprese in fase di avvio e si è cercato di identificare i potenziali fattori finanziari di ostacolo alla crescita di queste imprese individuandoli talvolta in vincoli istituzionali e talvolta in vincoli imputabili al rapporto con i finanziatori esterni (principalmente con il settore bancario).

In verità, tali vincoli giocano un ruolo differente a seconda che si considerino la fase di avvio, la fase di crescita oppure ancora la fase di maturità-stabilità delle imprese. Nella figura 3 riportata in precedenza è riportato il ciclo di crescita finanziaria delle imprese come generalmente stilizzato nella letteratura sulla struttura finanziaria delle imprese minori (Carey *et al.*, 1993; Berger e Udell, 1998). La figura offre un'idea di come le diverse fonti di finanziamento assumano rilevanza nei diversi stadi del ciclo dell'impresa con la crescita della dimensione e dell'età.

La presenza di vincoli finanziari che variano nelle diverse fasi spiegherebbe dunque l'evoluzione della struttura finanziaria. Dal punto di vista del rapporto con i finanziatori esterni, nella fase di avvio i vincoli finanziari sono stringenti: la capacità di raccolta dei fondi esterni è scarsa e dovuta alla presenza di forti asimmetrie informative, in quanto l'impresa appena costituita non ha una reputazione affermata presso i finanziatori, né risorse accumulate sufficienti a dare opportune garanzie.

L'autofinanziamento (nella forma di capitale iniziale di dotazione e di flussi di cassa generati dalla gestione) dovrebbe quindi coprire la quasi totalità del finanziamento<sup>15</sup>. Gli stessi problemi informativi dovrebbero spiegare il ruolo importante che svolge il *credito commerciale* nella fase di vita iniziale dell'azienda. La letteratura (Ferris 1981, Biais e Gollier 1997) ha evidenziato infatti come i fornitori abbiano di fatto vantaggi informativi rispetto agli intermediari finanziari nel valutare la solvibilità dell'impresa. Essi sono in grado di risolvere più facilmente problemi di incentivazione e hanno un potere di controllo maggiore rispetto agli altri intermediari in termini di minaccia alle forniture future. Il credito commerciale agirebbe inoltre come un cuscino durante le fasi di restrizione del credito (Nilsen 1994; Biais e Gollier 1997). Esso è tuttavia una fonte di finanziamento piuttosto costosa (Smith 1987; Marotta 2002) e studi empirici - di fonte statunitense - hanno mostrato come le imprese tendano, quando con gli anni le relazioni con gli istituti di credito diventano più mature, a ridurre la dipendenza dai fornitori (Petersen e Rajan 1994,1995). Un recente studio condotto su imprese russe (Cook 1997) ha mostrato inoltre che la fonte di finanziamento rappresentata dal credito commerciale è molto importante per tale imprese, suggerendo che negli ambienti in cui il sistema bancario è poco sviluppato e i problemi informativi sono rilevanti, il credito commerciale acquisisce un ruolo importante nel risolvere i problemi informativi. I problemi informativi sono anche alla base della tendenza delle piccole imprese a un uso intenso dell'indebitamento di breve periodo che consente agli istituti bancari un più efficace monitoraggio.

La fase di avvio è dunque per le imprese estremamente critica, al punto che studi empirici (Carpenter e Petersen 2002; Holtz-Eakin, Rosen e Joulfaian 1994) mostrano che il tasso di crescita delle imprese nella fase di avvio è fortemente

---

<sup>15</sup> Dello stesso avviso sono infatti Berger e Udell 1998; Bianco Ferri Finaldi Russo 1999; Elston 2002.

correlato con la capacità di autofinanziamento e che la probabilità di sopravvivenza delle nuove imprese è fortemente dipendente dalla disponibilità di attività liquide personali e dall'ammontare di ricchezza individuale.

Nella fase immediatamente successiva, di crescita, i vincoli finanziari rimangono sempre rilevanti dal momento che all'espandersi dei progetti di investimento si accompagna necessariamente un incremento del profilo di rischio e un fabbisogno finanziario maggiore. È questa la fase in cui parrebbe più opportuno diversificare le fonti di finanziamento combinando prestiti bancari a finanziamenti con capitale di rischio anche nella forma del *venture capital*.

Superate le fasi critiche dell'avvio e della crescita, durante la fase della stabilità si riconosce che le imprese tendono a diversificare le fonti di finanziamenti indirizzarsi verso strumenti finanziari più complessi come il debito obbligazionario e l'emissione di azioni, ciò in quanto le asimmetrie informative si riducono e l'impresa ha guadagnato una reputazione soddisfacente sui mercati finanziari. L'evidenza empirica tuttavia non offre una conferma univoca del ciclo di crescita finanziaria evidenziato nella figura 3; gli stessi Berger e Udell (1998) mostrano che l'indebitamento di un campione di imprese minori americane tende a ridursi al crescere dell'età dell'impresa e che le imprese più vecchie tendono a finanziarsi maggiormente con capitale di rischio. Sembrerebbe che le imprese tendano a prediligere il finanziamento con debito nella fase di vita in cui il loro accesso al credito è più difficoltoso.

Infine, uno studio empirico di Fulck et al. (1997) mostra che nella fase di avvio per un campione di imprese americane il finanziamento esterno risulta superiore a quello interno. Questo potrebbe trovare una spiegazione nel fatto che i prestatori di fondi fanno fronte ai problemi informativi ottenendo garanzie anche dal patrimonio personale dell'imprenditore.

# CAPITOLO II

---

## IL RAPPORTO BANCA-IMPRESA

### **SOMMARIO:**

- 2.1 Sistemi finanziari a confronto
- 2.2 Il *relationship lending*
- 2.3 Vantaggi e svantaggi del *relationship lending*
- 2.4 Effetti del *relationship lending*

## 2.1 Sistemi finanziari a confronto

I due modelli della *trade-off theory* (TO) e della *pecking order theory* (PO) presentanti in precedenza (cfr. paragrafo 1.2) assumono rilevanza diversa a seconda del differente contesto economico. È noto, ad esempio, che le imprese in Giappone ed in altri paesi dell'Europa Continentale, quali la Germania e l'Italia, sono più indebitate verso le banche rispetto alle imprese operanti in economie anglosassoni; pertanto, la letteratura distingue tra sistemi bank-based da un lato e sistemi market-based dall'altro.

La teoria del *trade off* offre il migliore modello interpretativo del comportamento finanziario di imprese che operano in paesi *bank-based*, nei quali predominano relazioni durature e strette tra banche ed imprese, dove le imprese come schema di comportamento utilizzano l'emissione di debito per raggiungere il rapporto d'indebitamento ottimale. Viceversa, il modello della *pecking order* mostra maggiore capacità esplicativa per le decisioni finanziarie di imprese che operano in sistemi *market-based* quali l'Inghilterra e gli Stati Uniti, in cui non esiste alcuna stretta relazione tra le aziende e gli investitori e dove le imprese scelgono l'emissione del debito solo se l'autofinanziamento non è più sufficiente.

La tabella 5 presenta le principali caratteristiche dei due sistemi istituzionali, *bank-* e *market-based*, collegandole ai contributi della TO e della PO nello spiegare la struttura finanziaria delle imprese nell'ambito delle recenti teorie di intermediazione finanziaria.

Le teorie dell'intermediazione finanziaria ipotizzano infatti che le banche abbiano un vantaggio informativo rispetto ad altri finanziatori esterni: piuttosto che rendere di pubblico dominio informazioni rilevanti per il loro vantaggio competitivo, come l'accesso al mercato dei capitali richiede, le imprese spesso preferiscono rivelare le proprie strategie ad una banca, con la quale si instaura una stretta relazione di lungo periodo. Una banca informata, piuttosto che una pluralità di investitori, è in grado di controllare le decisioni d'investimento dell'impresa e garantisce il prestito all'azienda soltanto se esso è finalizzato a finanziare progetti a valore attuale netto positivo; inoltre, una stretta e duratura relazione con l'impresa riduce ulteriormente l'asimmetria informativa ed i costi di agenzia, aumentando la disponibilità di credito.

Le banche hanno anche un ruolo rilevante nel monitorare i manager prevenendo sovra-investimenti e riducendo i costi di agenzia<sup>16</sup>; d'altro canto tuttavia il vantaggio informativo di cui la banca dispone porta esse a espropriare parte dei profitti dell'impresa, una volta che l'investimento è stato intrapreso: l'incremento del costo del prestito riduce infatti l'incentivo del proprietario a approfondire il livello ottimale di impegno e comporta un aumento del problema di sotto-investimento del tutto simile a quello che si verifica in conseguenza del *lemon premium* richiesto da una pluralità di investitori poco informati sul valore effettivo delle attività in essere e delle opportunità d'investimento delle imprese.

Infine, focalizzando l'attenzione sulla protezione offerta dal sistema legale agli investitori esterni, è stato evidenziato<sup>17</sup> che nei paesi bank-based, generalmente a diritto continentale, i creditori sono maggiormente tutelati rispetto agli altri investitori; viceversa, paesi market-based, caratterizzati dal diritto anglosassone, offrono maggiore protezione legale agli azionisti, anche se di minoranza.

**Tabella 5** – I due sistemi finanziari a confronto

<b>BANK-BASED (TO)</b>	<b>MARKET-BASED (PO)</b>
<p>POCHE BANCHE INFORMATE</p> <p>↓</p> <p><b>RENDITA MONOPOLISTICA</b> maggiore sotto-investimento</p>	<p>PLURALITA' DI INVESTITORI</p> <p>↓</p> <p><b>LEMON PREMIUM</b> maggiore sotto-investimento</p>
<p>STRETTE E DURATURE RELAZIONI</p> <p>↓</p> <p><b>MAGGIORE CONTROLLO</b> minore sovra-investimento</p>	<p>ASSENZA DI RELAZIONI STRETTE</p> <p>↓</p> <p><b>MINORE CONTROLLO</b> maggiore sovra-investimento</p>
<p>PROTEZIONE CREDITORI</p>	<p>PROTEZIONE AZIONISTI DI MINORANZA</p>

Fonte: Bontempi (2000)

In letteratura, a seconda del rapporto esistente tra prenditore e prestatore di fondi, si suole distinguere tra due canali di finanziamento: il primo è il cosiddetto *arm's length financing*, espressione con cui si fa riferimento alle varie forme di intermediazione diretta nella quale l'intermediario finanziario interviene per facilitare

<sup>16</sup> Cfr. Rajan (1992)

<sup>17</sup> Cfr. La Porta et al. (2000)

l'accesso al mercato, ma di massima non eroga direttamente fondi all'impresa; riguarda in ultima analisi la provvista di fondi attraverso i mercati, sia azionario che obbligazionario; questa è la modalità di finanziamento prevalente sui mercati finanziari americani. Esso si contrappone alla *informed financing (o relationship based systems)*, tipica dei mercati europei, che riguarda invece la provvista di fondi attraverso il canale bancario e presuppone uno stretto rapporto tra prestatore e impresa fondato su informazioni prevalentemente non disponibili al pubblico: in breve, finanziamento bancario o intermediazione indiretta (Rajan, Zingales 2003).

Come noto, l'Italia è storicamente un Paese nel quale il sistema finanziario è sempre stato nettamente "banco-centrico", ossia orientato alle banche piuttosto che al mercato; questo vuol dire che, in rapporto alle fonti di finanziamento esterne alle imprese, si fa strada con notevole inerzia, come vedremo anche in seguito, sia come vedremo anche in seguito, sia l'offerta del capitale di rischio, sia l'offerta di titoli di debito direttamente emessi dalle imprese e collocati presso i risparmiatori<sup>18</sup>.

La netta distinzione tra fonti presentata in precedenza deriva dalla natura giuridica del rapporto tra prenditore e datore di fondi: l'impresa è infatti debitrice quando il datore di fondi può vantare la restituzione del capitale e il pagamento puntuale degli interessi pattuiti; al contrario, è partecipata da un socio-azionista quando nel conferimento del capitale di rischio l'azionista rischia il capitale medesimo nell'attività dell'impresa. Il suo diritto non sta nella restituzione del capitale, ma nel trarre dall'impresa i frutti (utili netti) che essa produrrà e distribuirà lungo tutto l'arco della sua vita.

Questa premessa è importante perché anche il credito bancario può, in particolari circostanze, assumere forme simili a quelle dell'*arm's length finance*, ad esempio quando il rapporto banca-impresa è discontinuo, parziale (esiste dunque un eccesso di multiaffidamento) e/o si basa su singole operazioni per le quali l'impresa ricerca soprattutto il minor costo possibile; questa modalità è anche nota come *transaction lending*.

L'*informed finance* citata in precedenza si può al contrario presentare secondo queste due forme (Cesarini, 2003):

---

<sup>18</sup> Nel confronto internazionale, ad esempio, l'indebitamento bancario delle imprese manifatturiere in Italia si attesta al 32,9 % del totale (dati 1996-2002), contro il 14,3% della Francia, il 18,2% della Germania e il 20,6% degli Stati Uniti.

a) *relationship lending*: è un approccio alla relazione banca-impresa che si basa sull'informazione inizialmente fornita dall'imprenditore e successivamente prodotta e accumulata dalla banca a partire da una varietà di fonti, non necessariamente pubbliche (ad esempio, relazioni finanziarie, diverse dal rapporto creditizio, precedentemente intrattenute con l'impresa). Esso tende a manifestarsi in rapporti creditizi di lunga durata, nell'ambito dei quali la gamma di servizi finanziari prestati dalla banca è tendenzialmente ampia (non solo credito, ma anche servizi transattivi, di investimento e di carattere fiduciario offerti all'impresa e all'imprenditore); a tale fenomeno verrà dedicato il resto del capitolo.

b) *asset-based lending*: lo smobilizzo dei crediti è una forma tecnica che normalmente rientra nell'ambito di una relazione creditizia più ampia (e quindi della *relationship lending* di cui sopra), ma può anche essere identificata autonomamente. Lo smobilizzo dei crediti ha, infatti, diversi vantaggi: si basa sulla garanzia di attività (i crediti) di relativamente facile valutazione, può essere concesso in tempi brevi e il rientro dei fondi non dipende in primis dalla situazione finanziaria dell'impresa affidata/prenditrice, ma da un pool di altri soggetti la cui diversificazione tende ad abbassare il rischio del finanziamento.

Queste due modalità di finanziamento (*arm's length finance* e *informed finance*) tendono ad essere complementari grazie anche al rilevante sviluppo dei mercati finanziari. Le imprese infatti cercano di affiancare al credito bancario anche il ricorso al mercato, mentre le banche cercano di ridurre il rischio di credito sia attraverso tecniche di *securitisation*, allocando parte dei crediti in essere alla propria clientela, sia utilizzando i *cash flow* prodotti dall'impresa, per effetto di operazioni di ricorso al mercato, con l'intento di ridimensionare la propria posizione.

## **2.2 Il relationship lending**

Negli ultimi anni gli sviluppi della teoria dell'informazione hanno rinnovato l'interesse verso il rapporto banca-impresa, inteso come meccanismo di superamento delle asimmetrie informative tra creditore e debitore e, dunque, fattore che influenza le condizioni di offerta del credito bancario.

A tal proposito, un approfondimento, rispetto a quanto già accennato in

precedenza, sarà dedicato al tema del *relationship lending* e all'analisi dei principali contributi teorici in merito.

Il *relationship lending* può essere definito come un rapporto molto stretto e di lunga durata tra banca e impresa caratterizzato da un forte interscambio informativo grazie al quale la banca dovrebbe essere in grado di conoscere approfonditamente l'impresa, le sue aree di attività e le sue potenzialità sulla base delle conoscenze e delle informazioni man mano acquisite nelle operazioni di affidamento e nell'espletamento dei servizi richiesti dall'impresa.

Gli aspetti rilevanti del *relationship lending* sono riconducibili al rapporto unitario (e quindi non frammentato tra numerosi intermediari finanziari aventi diversa specializzazione operativa), alla ricchezza del suo contenuto informativo ottenuto mediante interazioni ripetute realizzate con l'impresa nel corso del tempo e su una pluralità di interventi finanziari.

Attraverso il modello del *relationship banking*, l'opacità dei rapporti informativi fra prenditori e finanziatori viene, in certa misura, superata dalla importante *produzione di informazione* da parte della banca.

Affinché le banche possano estrarre valore dal modello di *relationship banking*, devono essere rispettate due condizioni:

- la banca deve disporre di tutte le informazioni quanti-qualitative necessarie a valutare ex ante il rischio di credito, riducendo così al minimo i problemi di selezione avversa; ciò significa che deve esserci la possibilità da parte della banca e la volontà da parte del prenditore di agire sulla riduzione dell'asimmetria informativa fra banca e impresa;

- la banca deve disporre nel corso del finanziamento di tutte quelle informazioni necessarie per individuare con tempestività l'insorgere di comportamenti di azzardo morale da parte dell'impresa debitrice.

Riassumendo, con il termine *relationship banking* ci si riferisce ad una situazione in cui (Berger, 1999; Boot, 2000):

- a) la banca raccoglie informazioni private (*soft information*), oltre a quelle pubblicamente disponibili (*hard information*); L'*hard information* comprende soprattutto informazioni di tipo quantitativo, dati, statistiche, bilanci, garanzie, in generale informazioni che possono essere espresse attraverso l'utilizzo di numeri.

L'hard information può essere facilmente comparata e non richiede un approccio personale per la sua elaborazione; inoltre i recenti sviluppi della tecnologia hanno facilitato la raccolta, la trasmissione e la conservazione di questo tipo di dati. La soft information al contrario si concentra sulle relazioni di lungo periodo che si instaurano tra il soggetto che viene affidato e la comunità in cui opera, tra l'affidato e il *loan officer*, tra l'affidato e i suoi clienti e fornitori. Si tratta di un tipo di informazioni di tipo qualitativo, basato sull'esperienza, che non può essere facilmente osservato, verificato o trasmesso da individui diversi rispetto a quelli che sono direttamente coinvolti nella relazione; diventa quindi fondamentale nella scelta di erogazione del finanziamento il ruolo svolto dal soggetto responsabile della stessa raccolta delle informazioni;

- b) l'informazione è raccolta attraverso un rapporto continuativo con il cliente, spesso attraverso l'erogazione di molteplici servizi;
- c) le informazioni raccolte rimangono confidenziali.

Sono numerosi gli studi teorici che hanno sottolineato la superiorità di questa forma di relazione rispetto a quella più frammentaria *transaction-based*, dove come visto in precedenza, al contrario il rapporto tra la banca e l'impresa è limitato alla singola operazione, la cui valutazione sotto il profilo rischio-rendimento è fondata solo su dati contabili e di mercato di dominio pubblico.

In assenza delle condizioni sopra elencate, il rapporto banca-impresa tende a configurarsi per una intensità informativa molto bassa. La banca, priva di un sufficiente patrimonio informativo, ha poche possibilità di esercitare una incisiva ed efficace attività di monitoraggio delle controparti per indirizzare le proprie politiche di credito, è costretta a limitarsi ad una semplice attività di *screening* sul territorio delle realtà da finanziare, sfruttando canali informativi deboli, fortemente informali, che privilegiano le informazioni qualitative, raccolte attraverso un sistema di relazioni personali con l'imprenditore.

**Tabella 6** – Differenze tra *relationship* e *transactional lending*

<b>ELEMENTI CARATTERIZZANTI</b>	<b>ORIENTAMENTO ALLA TRANSAZIONE</b>	<b>ORIENTAMENTO ALLA RELAZIONE</b>
<b>Orizzonte temporale</b>	Breve periodo	Medio-lungo periodo
<b>Obiettivo</b>	Max. redditività singola transazione	Max. redditività relazione complessiva
<b>Concetto di qualità e orientamento ai processi</b>	Tecnica, riferita all'output e ai processi produttivi, centrata su profili di efficienza interna	Funzionale, riferita alla relazione complessiva e alle transazioni di cui essa si compone, con riflessi sulle catene fornitore-cliente lungo i processi aziendali che portano all'erogazione dei servizi alla clientela, centrata sull'efficacia commerciale.
<b>Sensibilità al prezzo</b>	Elevata	Bassa
<b>Misura della soddisfazione del cliente</b>	Indiretta; quota di mercato Ricerche di mercato specifiche	In base all'interazione diretta con il cliente Sistema informativo operante in via continuativa
<b>Concezione di marketing</b>	Marketing mix, con forte orientamento al prodotto	Marketing relazionale, con forte orientamento al cliente
<b>Strategia di marketing</b>	Strategia di sviluppo	Strategia di penetrazione
<b>Segmentazione</b>	Poco utilizzata; per macro-segmenti (famiglie, imprese, ecc.)	Molto utilizzata; socio-demografica e comportamentale
<b>Differenziazione delle politiche di mercato e dell'organizzazione</b>	Pochi elementi <i>non price</i> , gestiti in modo non accurato né sistematico. Scarso ricorso alla differenziazione organizzativa	Molti elementi <i>non price</i> , gestiti in modo accurato e sistematico. Elevata differenziazione dei processi aziendali per business
<b>Marketing interno</b>	Inesistente; personale concepito come risorsa	Fondamentale per il successo dell'orientamento; massimo rilievo al concetto di cliente interno: " <i>Vendi prima al personale, quindi al cliente</i> "
<b>Uso della tecnologia informatica</b>	Per riduzione dei costi e sviluppo di nuovi servizi	Per migliorare la qualità dei servizi e differenziarne l'erogazione, oltre che per ottenere maggiore efficienza

Fonte: Previati 1997

La letteratura sulle asimmetrie informative, da Leland e Pyle (1977) in poi, individua dunque la ragione dell'esistenza degli intermediari finanziari nel loro vantaggio comparato nella produzione e raccolta di informazioni sulle imprese richiedenti fondi. La banca, ed in particolare quella locale, grazie alla sua capacità di instaurare con l'impresa un rapporto di clientela fiduciario e di lungo periodo, che le consente l'accesso a informazioni riservate, può giocare un ruolo centrale nella

riduzione delle asimmetrie.

Questo è particolarmente vero, come abbiamo avuto modo di osservare ampiamente in precedenza, per le imprese di minori dimensioni, caratterizzate da una maggiore opacità informativa e da elementi strutturali, che rendono per loro eccessivamente costoso, spesso addirittura impossibile, il finanziamento sui mercati finanziari o presso intermediari di grandi dimensioni. Si tratta di imprese che solitamente riescono ad avere un accesso limitato al finanziamento bancario per una pluralità di fattori, dalla presenza di contabilità semplificate, all'utilizzo di forme giuridiche societarie che non prevedono particolari meccanismi di controllo e di *governance* (ad esempio le società di persone), alla forte dipendenza che spesso queste piccole imprese hanno nei confronti della realtà in cui sono inserite, alla scarsità di garanzie collaterali offerte a supporto dei finanziamenti erogati.

In pratica, dunque, elementi quali la limitata possibilità di offrire garanzie reali, la scarsa patrimonializzazione, la struttura finanziaria povera, l'età di vita più bassa, così come le scritture contabili meno accurate, contribuiscono a rendere più difficoltoso l'accesso al credito per una piccola impresa<sup>19</sup>. A queste incertezze si aggiungono i più alti costi che l'intermediario è tenuto a sostenere per monitorare le PMI rispetto alle imprese di maggiori dimensioni, dal momento che queste ultime presentano una struttura organizzativa più solida ed un flusso informativo con l'ambiente esterno più ricco<sup>20</sup>.

La scelta tra il *transactionship lending* e il *relationship lending* è poi influenzata da diversi elementi, dal contesto economico e regolamentare in cui la banca si trova ad operare, dalla struttura del mercato, dalla tecnologia esistente, dalla capacità della banca di implementare adeguati sistemi di valutazione dei *collateral* o dei bilanci. Vi sono quindi una serie di fattori esterni che possono influenzare la politica di prestito della banca e la sua scelta di affidarsi o meno al *relationship lending*, perché ad esempio la tecnologia utilizzata può influenzare la capacità della banca di processare le informazioni di tipo hard o la capacità del management e dei creditori di monitorare efficacemente la politica di prestiti attuata dalla banca stessa.

Occorre comunque precisare che le modalità con cui viene misurata

---

<sup>19</sup> Cfr. Pagano, Panunzi (1997).

<sup>20</sup> Esposito (1994).

l'intensità e la qualità di queste relazioni può variare di caso in caso, e può fare riferimento a diversi fattori, per esempio al fatto che l'impresa sia monobancata, ossia abbia una relazione esclusiva con un'unica banca, oppure al fatto che vi sia una banca locale nel territorio in cui l'impresa opera, o ancora alla durata temporale della relazione banca- impresa, come al tipo di servizio che viene offerto dalla banca.

Abbiamo visto finora che la disponibilità di informazioni "riservate" a favore delle banche permette loro di ottenere un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti; il possesso di tali informazioni, consentendo una valutazione più efficiente del merito creditizio dei propri affidati, riduce infatti il rischio di comportamenti opportunistici.

Diversi sono i filoni che cercano di spiegare come la banca riesca a ottenere questo vantaggio informativo.

Un prima teoria sostiene la tesi del *vantaggio assoluto* secondo cui la banca investirebbe in tecnologie per una selezione più efficiente dei potenziali affidati, in modo da rendere il credito bancario meno costoso rispetto al finanziamento diretto sul mercato.

Secondo la teoria del *vantaggio relativo*, al contrario, la banca non acquisisce alcun vantaggio competitivo al momento della prima valutazione del merito creditizio, ma lo acquisisce solo nel tempo. È il protrarsi della relazione che fornisce alla banca informazioni riservate sconosciute agli altri investitori e alle banche concorrenti. Le informazioni accumulate su ciascun affidato nel corso del tempo costituirebbero appunto il vantaggio relativo della banca.

Anche se queste due visioni possono essere complementari, le verifiche empiriche hanno dimostrato il prevalere della teoria del vantaggio relativo. La tabella seguente mostra le principali differenze fra le due impostazioni teoriche.

**Tabella 7** – Vantaggio assoluto Vs vantaggio relativo.

Vantaggio Assoluto	Vantaggio Relativo
MODELLI UNIPERIODALI	MODELLI MULTIPERIODALI
Necessità di giustificare l'esistenza della banca e la superiorità dell'intermediazione sul credito diretto	Scontata la necessità della intermediazione, si approfondisce il rapporto di credito per individuare il comportamento ottimale dei contraenti
Rilievo della tecnologia di selezione ( <i>Screening</i> )	Rilievo della relazione di clientela ( <i>Monitoring</i> )
Informazione asimmetrica selezione avversa e <i>Signalling</i>	Effetti della competizione e della durata su: - prezzi - quantità - condizioni del credito
Asimmetrie ex ante ed ex post rilievo della "delega" sia per la valutazione (ex ante) sia per il monitoraggio (ex post)	Benefici - scambio di informazioni - contratti "flessibili" (impliciti) - attenuazione variazioni cicliche (prezzi e quantità)
Agency problem	Costi
Dimensione e diversificazione del portafoglio prestiti	- obbligo di sostegno in caso di crisi ( <i>soft budget constrain</i> )
Riduzione del rischio e dei costi di delega	- "cattura" del debitore ( <i>hold up</i> )

Fonte: Corigliano 2001

Il primo filone di studi, quello che fa riferimento al vantaggio assoluto e che postula l'esistenza di un vantaggio a priori delle banche nella valutazione del rischio di credito, coincide con i modelli uniperiodali e cerca di giustificare l'esistenza della banca e la superiorità dell'intermediazione sul credito diretto. I mercati finanziari, essendo caratterizzati da asimmetria informativa, senza interventi diretti a ridurre il fenomeno della selezione avversa ed evitare comportamenti opportunistici, potrebbero fallire. Infatti la banca e i potenziali finanziatori dispongono di minori informazioni rispetto all'imprenditore (asimmetria ex ante), e come tali non possono effettuare una valutazione efficiente del rischio di credito e determinare una remunerazione adeguata. Questo può generare comportamenti opportunistici da parte dell'imprenditore che è tentato di richiedere finanziamenti maggiori rispetto al suo reale bisogno oppure condizioni contrattuali più vantaggiose. Le imprese, per dare una maggiore attendibilità alle informazioni rilasciate, possono emettere segnali (funzione di *signalling*) finalizzati a convincere i finanziatori. Ad esempio, aumentando l'investimento personale dell'imprenditore o costituendo una garanzia con i beni del suo patrimonio personale. La banca invece può attuare meccanismi

selettivi che le consentano di identificare il grado di affidabilità dei diversi tipi di imprese (*screening*). Attuando un'opportuna azione di *monitoring* ex post, una volta concesso il finanziamento, le informazioni "riservate" raccolte permettono di ridurre il rischio di comportamenti opportunistici. Il singolo finanziatore non è incentivato ad effettuare *monitoring* perché il costo è troppo elevato e quindi delega alla banca; il problema a questo punto nasce nel fatto di dover incentivare il monitor a comportarsi correttamente. Da qui si origina il problema dell'agenzia, causa della nascita dei cosiddetti costi delega. Per ovviare a tale problema, la banca deve diventare investitore "delegato" e diversificare il portafoglio prestiti in modo da monitorare solo il rischio specifico d'impresa e coprirsi da quello sistematico.

I modelli multiperiodali, o anche modelli dinamici, non hanno l'obiettivo di dimostrare la superiorità dell'intermediazione rispetto al credito diretto, che danno per scontata, ma vogliono evidenziare qual è il comportamento ottimale delle banche e dei prenditori di fondi nel rapporto di affidamento, in un'ottica di lungo periodo. Partendo dal presupposto che la relazione si protrae nel tempo, la banca può raccogliere informazioni riservate e accumulare un patrimonio informativo che costituirebbe appunto il suo vantaggio relativo rispetto alle banche concorrenti. Questa seconda visione individua due tipologie di relazioni banca-impresa: il *transaction lending* e il *relationship lending*, di cui appunto abbiamo parlato in precedenza.

Per conoscere meglio il fenomeno del *relationship lending* occorre analizzare i fattori, anche di contesto storico-economico, che esercitano un'influenza sullo stesso. In primis, un ruolo particolare ha avuto l'introduzione delle cartolarizzazioni dei prestiti bancari. Infatti, queste operazioni risultano più difficili da attuare se si tratta di affidamenti erogati in base al *relationship lending*. Chi acquista il prestito cartolarizzato non riuscirà verosimilmente a processare le informazioni di tipo soft in maniera efficiente come può al contrario fare il *loan officer*, e potrà essere anche meno incentivato a monitorare i prestiti concessi, in virtù di una lontananza dal soggetto affidato o della minor produzione di soft information nell'intervallo temporale successivo alla cartolarizzazione del prestito. Di fatto la cartolarizzazione non si applica facilmente al *relationship lending*, perché anche qualora vi fossero sussidi statali a favore di questo tipo di operazioni, si avrebbe comunque una perdita

di quelli che sono i benefici tradizionali del *relationship lending*, cioè la perdita di quelle relazioni a livello locale tra affidato e banca che costituiscono un patrimonio informativo costruito nel continuo.

La politica di credito delle banche può essere sensibilmente influenzata anche dalle scelte che vengono compiute a livello legislativo, in quanto l'imposizione di standard di capitale più elevati o l'utilizzo di coefficienti di riserva minima più consistenti (come accade nel caso della nuova normativa di Basilea II) può influenzare le disponibilità finanziarie della banca. Le evidenze empiriche negli Stati Uniti mostrano come questi effetti siano rilevanti soprattutto sulle banche che si affidano al *relationship lending*, cioè su quelle istituzioni che erogano finanziamenti sulla base di informazioni di tipo prevalentemente qualitativo che sono meno facili da "giustificare" di fronte al legislatore.

L'intervento politico può essere anche indirizzato ad una liberalizzazione del mercato, come è avvenuto nell'Unione Europea, dove il legislatore si è orientato verso una deregolamentazione che portasse alla presenza di una singola licenza valida su tutto il mercato unico e che consentisse l'esercizio dell'attività bancaria anche in altri Paesi o in regime di libera prestazione dei servizi o attraverso l'istituzione di proprie succursali. Recentemente, ad esempio, negli Stati Uniti, una situazione analoga si è verificata nel 1999 con il Gramm-Leach-Bliley Act che ha portato ad una complessiva rimodulazione del sistema bancario e del sistema di vigilanza, incoraggiando la creazione di gruppi finanziari di grandi dimensioni. Questi interventi legislativi inducono ad una crescita dimensionale delle banche e possono sfavorire l'applicazione del *relationship lending*: l'aumento delle dimensioni e della complessità organizzativa, le concentrazioni, l'allontanamento della direzione dal centro di erogazione del prestito, rendono infatti più difficile l'erogazione del finanziamento a soggetti che presentano una maggior opacità dal punto di vista informativo.

Le evidenze empiriche degli effetti del consolidamento mostrano come vi possano essere risposte diverse a questi interventi legislativi che indirizzano più o meno indirettamente verso aggregazioni tra le banche. In particolare la disponibilità di credito a favore delle piccole imprese non risulta sensibilmente inferiore se l'aggregazione riguarda istituti bancari di piccole dimensioni o se nel mercato sono

presenti altre istituzioni finanziarie (nuove o già esistenti) in grado di rispondere alla riduzione di offerta di credito da parte delle banche aggreganti. Il consolidamento ha ripercussioni anche sulla mobilità dei *loan officer* tra le piccole banche; questi potrebbero infatti essere spinti ad abbandonare le banche oggetto di aggregazione e ad avvicinarsi verso altre istituzioni locali che praticano il *relationship lending*. Questi allontanamenti possono rappresentare un importante fattore di rischio per la banca: non solo perché il *loan officer* è il principale depositario della soft information e il suo spostamento può dare vita ad un'attività concorrenziale rivolta alla stessa clientela, ma anche perché le banche stesse devono ricostruire il patrimonio informativo accumulato nel corso del tempo costringendo le piccole imprese a sopportare questa lacuna informativa della banca con condizioni contrattuali più sfavorevoli.

L'aggregazione internazionale, soprattutto nel caso dell'Unione Europea, potrà contribuire in maniera sensibile alla riduzione di politiche di credito basate sul *relationship lending*; l'osservazione della realtà dimostra infatti che istituti provenienti da differenti paesi, contesti, mercati e culture sono in generale più riluttanti a erogare prestiti basati sulla soft information. Inoltre altri studi mostrano come le banche estere siano tradizionalmente meno efficienti di quelle nazionali nell'espletamento dell'attività creditizia basata sul *relationship lending*.

Come ultima generale considerazione, occorre evidenziare gli effetti che variazioni di natura macroeconomica possono avere sull'utilizzo del *relationship lending* da parte delle banche, con particolare riferimento a cambiamenti di politica monetaria, ossia a quelle politiche che vengono trasmesse al sistema economico attraverso una variazione degli strumenti della politica monetaria stessa. Una manovra restrittiva sulle riserve bancarie, ad esempio, se da un lato può incidere sulla quantità di credito disponibile per le piccole imprese, che risultano dunque penalizzate vista la loro propensione a fare affidamento al finanziamento bancario, dall'altro influenza anche i coefficienti di bilancio delle imprese, perché innalzando il tasso di interesse deprime il valore delle loro garanzie e peggiora il loro merito di credito, anche se in verità tali effetti influenzano per lo più quelle piccole e medie imprese che fanno maggior affidamento a politiche di prestito basate sul *transactional lending*.

Finora abbiamo visto come si definisce e come si configura il fenomeno del *relationship lending* mostrando come esso contribuisce a ridurre le asimmetrie informative e a creare quel vantaggio informativo che permette alle banche di ridurre i costi legati al *monitoring*; vediamo ora come tale fenomeno influisce sulla struttura organizzativa stessa della banca, concentrandoci sul ruolo del cosiddetto *loan officer*, ossia il direttore di filiale.

A colmare un vuoto esistente in una letteratura ancora concentrata sul *relationship lending* come modello di prestito a scarsamente interessata ad evidenziare la necessità di una particolare struttura organizzativa a supporto dello stesso, Berger e Udell (2002) mettono l'accento su una figura professionale, quella dei *loan officer* appunto, ritenuti i custodi principali del patrimonio informativo raccolto tramite la *soft information*, che è per sua stessa natura difficile da trasmettere o da osservare per altri soggetti. Secondo gli autori, infatti, i conflitti d'agenzia, in particolare nelle banche di piccole dimensioni, possono essere contenuti dal tipo di struttura organizzativa che caratterizza queste istituzioni finanziarie. A seconda del tipo di *lending technology* che viene utilizzata, la banca deve dotarsi quindi di diverse strutture organizzative (cfr. Degryse, Laeven, Ongena, 2006; Uchida, Udell e Yamori 2006).

Nel caso del *relationship lending* si richiede una certa discrezionalità in capo al *loan officer*, colui che conosce al meglio le relazioni tra affidato e banca e tra affidato e comunità; essendo spesso un soggetto che vive nelle comunità delle piccole imprese affidate, è la persona in grado di realizzare la sintesi migliore tra l'informazione di tipo soft e i dati di tipo quantitativo relativi alla piccola impresa, comunque presenti nel database della banca. La necessità per le banche che si affidano al *relationship lending* di delegare una maggior indipendenza al *loan officer* può essere tuttavia la causa del nascere di una serie di conflitti di agenzia tra *loan officer* e banca: il primo può infatti avere incentivi di *short-termism* che portano ad un sovra-investimento nel breve periodo orientato verso investimenti ad alta remunerazione, oppure potrebbe essere incentivato a nascondere una situazione finanziaria critica di un soggetto affidato a causa di un rapporto d'amicizia con l'imprenditore o per interessi legati all'impresa affidata, anche nella prospettiva di un lavoro futuro all'interno dell'impresa stessa.

Le banche che si affidano al *relationship lending* possono quindi trovarsi in una condizione dove la presenza di questi conflitti d'agenzia costringe le banche stesse ad investire risorse nel monitorare non solo le performance dei propri prestiti, ma anche il comportamento dei propri *loan officer*. La nascita di questi conflitti d'agenzia è dovuta, in generale, al particolare processo con cui vengono erogati i prestiti bancari, che prevede una serie di contatti e di interazioni tra diversi soggetti; il piccolo imprenditore contratta il proprio finanziamento con il *loan officer*, che a sua volta contratta con il management e l'alta direzione della banca. Il management della banca si trova a dover riferire agli azionisti della banca, i quali per ultimi devono mediare con i creditori della banca e con la regolamentazione imposta dallo Stato o da altre autorità di vigilanza.

Nel *relationship lending*, il rapporto tra il *loan officer* e l'affidato si basa su quel tipo di soft information che risulta così difficile nella sua codificazione da parte di soggetti esterni da rendere difficile il controllo da parte del management della banca sull'operato del *loan officer*; a tutto questo si aggiunge la distorsione rappresentata dal fatto che il direttore di filiale potrebbe avere degli interessi che non coincidono con quelli della banca per cui lavora.

Nel caso del *relationship lending*, questi problemi vengono spesso eliminati o comunque ridotti dalla stessa struttura organizzativa adottata dalla banca, che prevede un numero molto limitato di livelli gerarchici, la vicinanza della direzione al centro di erogazione del prestito, la presenza di un presidente che rivede tutti i principali affidamenti della banca stessa. Per le piccole banche inoltre risulta più limitato il ricorso al mercato esterno, del debito o del capitale, con uno dei principali proprietari- finanziatori della banca che ricopre la funzione di presidente. Questo riduce inevitabilmente la presenza di conflitti tra i *loan officer* e la banca, ma anche quelli tra management della banca e proprietà e tra proprietà e creditori della banca stessa.

Questa analisi non risulta tuttavia particolarmente compatibile con la realtà italiana delle piccole banche; le banche di credito cooperativo, ad esempio, prevedono di fatto dei limiti alla quota di partecipazione detenibile da ciascun socio e il voto capitaro indipendentemente dalla quota sociale. Nel caso italiano, quindi la presenza di un socio rilevante nel capitale della banca, condiziona solo in linea

teorica (ad esempio in termini di *moral suasion*) l'entità del conflitto d'agenzia tra management e azionisti.

La semplificazione gerarchica adottata dalle piccole banche non è compatibile invece con quella adottata dagli istituti di maggiori dimensioni, che devono necessariamente ricorrere al mercato per reperire le risorse finanziarie. Inoltre, le banche maggiori sono spinte ad escludere il *relationship lending* per motivi legati alla distanza esistente tra la direzione della banca e il centro di erogazione del finanziamento; questa distanza non facilita difatti la comprensione e la trasmissione delle relazioni locali su cui si basa il *relationship lending* e le evidenze empiriche dimostrano come la quota di portafoglio prestiti riservata dalle grandi banche alle piccole imprese sia minoritaria e comunque indirizzata verso le tipologie di business più tradizionali.

Quindi i prestiti che le banche maggiori rivolgono alle piccole medie imprese sono comunque basati soprattutto su informazioni di tipo quantitativo, mentre, sempre da un punto di vista empirico si rileva la difficoltà per le grandi banche, seppur decrescente grazie ai progressi dell'*information technology*, di controllare l'efficienza delle piccole banche controllate e i prestiti realizzati dalle stesse a causa della loro distanza rispetto alla direzione.

Per quanto concerne la relazione tra management e proprietà, questa si riconduce al generale conflitto d'agenzia esistente tra chi controlla e chi ha la proprietà dell'impresa; applicata al caso del credito, questa può essere contestualizzata al tipo di prestiti che vengono preferiti dal management, che può effettuare scelte fondate solo sulla propria funzione di utilità, senza considerare la massimizzazione del valore per la banca. Si tratta di un conflitto d'agenzia che nel caso del *relationship lending* può essere ridotto, ad esempio, dalla presenza di un'identità tra presidente della banca e principale azionista.

L'ultimo conflitto d'agenzia riguarda la relazione tra soci e creditori della banca o tra soci e legislatore; l'atteggiamento assunto da questi due soggetti può incidere considerevolmente sulle politiche di prestito della banca, aumentando i coefficienti patrimoniali richiesti o riducendo la propensione ad erogare credito nel caso in cui la banca si trovi in difficoltà finanziarie.

### 2.3 Vantaggi e svantaggi del *relationship lending*

In questo paragrafo analizzeremo gli effetti del *relationship lending*, ossia vedremo quali sono i vantaggi associati all'instaurarsi di una stretta relazione tra la banca e l'impresa, così come gli eventuali svantaggi ed effetti negativi che possono nascere a seguito di tale relazione, ed eventualmente i rimedi e le possibili soluzioni da adottare all'insorgere di tali svantaggi.

Nel corso del capitolo passeremo anche in rassegna le principali verifiche empiriche in materia, con riferimento non solo al contesto italiano ma anche a quello statunitense ed europeo.

Prima di analizzare nello specifico i singoli effetti – sia positivi che negativi – del *relationship lending*, occorre premettere che il più delle volte l'applicazione di un approccio di questo tipo si traduce in una serie di condizioni (prevalentemente contrattuali) più vantaggiose per l'impresa, il che giustifica l'importanza e la rilevanza di un modello relazionale di questo tipo. Tali migliori condizioni sinteticamente possono consistere sia in tassi di interesse sui prestiti più convenienti, sia in una minore necessità di garanzie collaterali necessarie per l'ottenimento del prestito stesso, sia in una maggiore disponibilità di credito erogato, e dunque un minor razionamento dello stesso, sia ancora in una maggior flessibilità nella rinegoziazione dei termini contrattuali del finanziamento.

Tutto questo tuttavia non deve essere scisso dalla (indiscutibile) condizione di monopolio informativo in cui si viene a trovare l'impresa, che in tal modo diventa estremamente dipendente dalla banca affidante; inoltre non bisogna dimenticare che la banca, continuando a finanziare imprese in potenziale *default*, può sostenere costi anche elevati con l'aspettativa di recuperare le precedenti erogazioni.

Dopo questo quadro molto generale, che ha lo scopo di illustrare in estrema sintesi i pro e i contro, sia per la banca che per l'impresa, del *relationship lending*, passiamo ad analizzare in dettaglio gli effetti della relazione banca impresa iniziando dai vantaggi che ne possono derivare.

L'adozione di un approccio *relationship based* tra una banca e una impresa presenta in primo luogo numerosi e importanti vantaggi, i più rilevanti dei quali risiedono nel complesso e ripetuto scambio di informazioni private e dunque riservate tra la banca e l'impresa affidata. Le condizioni di finanziamento di

un'impresa dipendono infatti dalla solvibilità dell'impresa stessa e dalla valutazione delle prospettive sui progetti di investimento che essa intraprende. Affinché un'impresa sia reputata solvibile e con buone prospettive di finanziamento da una banca, è necessario che fornisca a quest'ultima informazioni relative al suo profilo.

La disponibilità di informazioni riservate è utile alla banca non solo in ipotesi di asimmetria *ex-ante* nella distribuzione di informazioni, ma anche di asimmetria *ex-post*, cioè dopo che il contratto di prestito è stato stipulato. L'ottenimento di queste informazioni consente infatti alla banca di ridurre il rischio di comportamenti opportunistici da parte del cliente finanziato.

Tale scambio di informazioni – nella logica di quella *soft information* di cui abbiamo parlato in precedenza, e con la quale si indica appunto quel complesso di informazioni di natura confidenziale acquisite dalla banca in seguito ad un rapporto con l'impresa esclusivo e duraturo – favorisce lo svolgimento stesso del rapporto creditizio in diverse modalità:

- innanzitutto perché esso facilita la comprensione dell'effettivo profilo di *rischio* dell'impresa, con effetti positivi sia sul costo del finanziamento – che verrà diminuito, avendo ridotto il profilo di rischiosità – sia in termini di adattamento all'andamento prospettico dei *cashflow*. Viene, così, ridotto il fenomeno di *adverse selection* originato da asimmetrie informative nella stipulazione del contratto, nella quale l'imprenditore è in una posizione dominante rispetto alla banca in quanto esso è il solo ad avere una conoscenza chiara ed effettiva sullo stato di salute finanziaria dell'impresa;

- aumentando la *disponibilità di credito* alle imprese nei momenti di maggiore fabbisogno, ovvero riducendo i casi di *credit rationing* o gli effetti di politiche monetarie restrittive;

- “*sostenendo*” l'impresa (in termini di condizioni di onerosità del credito) in caso di difficoltà finanziarie transitorie (*smoothing* intertemporale dei tassi). Infatti se da un lato l'esclusività della relazione con una sola banca espone l'impresa al rischio di vedersi espropriata di parte dei suoi profitti, dall'altro crea i presupposti per l'offerta di un servizio assicurativo implicito: la banca è cioè pronta a fornire linee di credito di emergenza quando l'impresa si trovi ad affrontare temporanee crisi di liquidità o a isolarla da improvvisi rialzi generalizzati dei tassi d'interesse;

- fornendo maggiore *flessibilità* nel rapporto, sia in termini di maggiori possibilità di rinegoziare i termini del credito (come la scadenza, o le condizioni del tasso) che di modificare la forma tecnica stessa dell'affidamento. Tale caratteristica può risultare particolarmente importante quando l'impresa si trova a dover superare momentanee difficoltà gestionali e di mercato che indurrebbero una banca non sufficientemente informata a interrompere il rapporto e a promuovere immediatamente azioni di recupero;

- miglioramento della *reputazione* riconosciuta all'impresa quando gli operatori percepiscono che essa è collegata da rapporti di lungo periodo con intermediari di prestigio; tale miglior reputazione è fruibile e diventa fondamentale soprattutto nell'operatività finanziaria dell'impresa, basti pensare, ad esempio, ai rapporti con controparti estere o alla possibilità di accedere in prospettiva al mercato dei capitali attraverso successive emissioni di titoli e valori mobiliari.

- riduzione per la banca dei costi di *screening* e *monitoring*, limitando anche il rischio di controparte;

In tal modo, seguendo questa logica, le decisioni di concessione o rinnovo del prestito da parte della banca nei confronti dell'impresa non sono altro che frutto della stretta interazione che unisce le due strutture. È anche naturale conseguenza di ciò che i vantaggi maggiori sono riconducibili all'instaurarsi di un rapporto *unitario ed esclusivo*, e non frammentato, con un'unica banca (ossia il fenomeno del monoaffidamento): la concentrazione dell'indebitamento dell'impresa verso un unico intermediario conferisce infatti all'intermediario stesso il fondamentale ruolo di "banca di riferimento".

Abbiamo visto dunque che stabili relazioni di clientela, possono consentire alle imprese di:

1. disporre di una maggiore quantità di credito;
2. creare valore per gli azionisti;
3. migliorare la performance aziendale.

Questo viene in parte confermato da uno studio di Berger e Udell del 1995. La loro analisi concentra l'attenzione sulle aperture di credito concesse alle imprese statunitensi di piccole e medie dimensioni. I dati osservati sono relativi al periodo 1988-'89 e riportano le caratteristiche delle aperture di credito concesse,

informazioni relative alle imprese finanziate (struttura, dati di bilancio, etc.) e informazioni sulla relazione banca impresa. Due sono le variabili che descrivono la relazione tra finanziatore e impresa: la prima indica da quanti anni l'impresa è guidata dal management in carica (e come tale essa si configura come una informazione pubblica), la seconda misura da quanti anni dura la relazione con la banca finanziatrice (informazione al contrario riservata).

I risultati ottenuti da Berger e Udell dimostrano che:

- l'intensificarsi delle relazioni di clientela è accompagnato da una riduzione del tasso praticato dalla banca;
- la prestazione di garanzie non riduce il tasso praticato (ma aumenta);
- al crescere della durata del rapporto cala la probabilità che l'impresa debba costituire garanzie per ottenere il credito.

Questi risultati portano gli autori ad affermare che le relazioni di clientela creano valore per le imprese e indicano un comportamento di *pricing* da parte delle banche teso a trasferire all'impresa affidata parte della rendita estraibile dal rapporto. Le ragioni principali di questo fenomeno sono appunto: la riservatezza delle informazioni divulgate alla banca, la flessibilità del rapporto con la banca, la riduzione dei costi di agenzia, la reputazione del debitore.

Sul tema della reputazione del debitore, Diamond nel 1989 costruisce un modello dinamico per le scelte di finanziamento delle imprese e assume che i possibili finanziatori siano a conoscenza di ogni operazione di prestito e delle eventuali inadempienze nel rimborso dei crediti ricevuti in passato da parte di ogni impresa. Esse quindi, rimborsando ogni prestito ricevuto, acquisiscono una "buona reputazione". Diamond dimostra che, in assenza di effetti di reputazione, gli imprenditori hanno incentivo a investire in progetti eccessivamente rischiosi: infatti se la qualità delle imprese richiedenti è complessivamente scarsa, i tassi di interesse richiesti dai finanziatori saranno necessariamente elevati, riducendo il valore attuale del beneficio di una buona reputazione. La reputazione cioè, non produce incentivi sufficienti ad indurre le imprese con breve storia creditizia a comportarsi virtuosamente.

Al trascorrere del tempo, il debitore, sopravvivendo, acquisisce una "patente" di affidabilità: una buona reputazione e l'applicazione da parte della banca di tassi di

interesse decrescenti spingono l'impresa a scegliere investimenti meno rischiosi, eliminando così il conflitto di interessi con la banca. Successivamente lo stesso Diamond (nel 1991), in un altro modello, dimostra che il possesso di una buona reputazione presso il sistema bancario facilita l'impresa a finanziarsi con successo nei mercati aperti. Infatti, al passare del tempo, la crescita del valore economico di tale reputazione induce l'impresa a finanziarsi mediante l'emissione di strumenti negoziabili. Una buona reputazione facilita dunque l'approdo dell'impresa ai mercati mobiliari.

Abbiamo visto che le imprese che hanno intensi rapporti con un numero limitato di banche dovrebbero ottenere un minor costo del credito e una maggiore disponibilità di fido accordato. Infatti, la stabilità della relazione di credito aiuta la banca a esercitare la funzione di controllo e le consente di ridurre col tempo il tasso applicato, grazie al minor rischio di comportamenti opportunistici.

Sebbene le relazioni di clientela possano ridurre il costo di produzione del credito attraverso la riduzione dei comportamenti opportunistici da parte dei debitori, non è detto che essa provochi automaticamente la diminuzione del tasso applicato.

Quest'ultima dipende anche dalla concorrenza esistente nel mercato del credito, cioè dalla capacità delle banche esterne alla relazione di ottenere le informazioni necessarie per valutare correttamente il merito di credito delle imprese affidate dalla banca interna.

Come visto in precedenza, il ricorso al *relationship lending* viene motivato alla luce delle possibili asimmetrie informative nei rapporti di debito-credito e dei connessi problemi di selezione avversa e di azzardo morale. Una conoscenza più approfondita del debitore permette alla banca di evitare il razionamento del credito (possibile risposta al rischio di selezione avversa) potendo così concedere prestiti alle imprese con buone opportunità di investimento nella giusta quantità e nel giusto costo. Da questo punto di vista lo sviluppo di relazioni di clientela determina effetti positivi per le imprese (minore rischio di razionamento).

Oltre a questa idea prevalente si pensa comunque che non sempre il credito di relazione si traduca in una maggiore disponibilità di fondi.

Il consolidarsi del rapporto consente alla banca di misurare meglio la rischiosità dell'affidato e di ridurre il rischio di credito a cui si espone. Questa

maggiore conoscenza, come già detto, spingerà la banca a finanziare le imprese meritevoli senza razionare loro il credito e a un costo in linea con la loro minore rischiosità. La riduzione dei tassi alle imprese di buona qualità non è peraltro un effetto certo, dipendendo dalla possibilità degli affidati di ricorrere ad altre fonti di finanziamento.

Tanto più l'informazione prodotta durante la relazione è monopolio della banca che l'ha generata, quindi non disponibile da parte di altri potenziali finanziatori, tanto minori potrebbero essere i benefici per le imprese in termini di riduzione dei tassi pagati man mano che la relazione si consolida nel tempo.

Fare affidamento su di un'unica sola banca può dunque essere anche costoso. Connessi ai precedenti vantaggi, due sono infatti i principali problemi che ne derivano, e che in un certo senso possono determinare l'annullamento dei benefici:

- il cosiddetto “*soft budget constraint*”;
- il cosiddetto “*hold up problem*”.

La causa di entrambi i suddetti problemi deriva dalla natura stessa dell'informazione tra banca e impresa. Trattandosi, infatti, di un'informazione di tipo privato le parti non possono trasmetterla credibilmente all'esterno; tali informazioni inoltre potrebbero essere suscettibili di penalizzare l'impresa se pubblicamente diffuse, venendosi a creare in tal modo le condizioni di un possibile conflitto d'interessi, soprattutto quando la banca è in rapporto anche con concorrenti diretti dell'impresa stessa.

Questo genera nel primo caso, cioè nel “*soft budget problem*”, la possibilità per l'impresa di catturare la banca “costringendola” alla concessione di ulteriori finanziamenti anche quando non sarebbe ottimale farlo. Emblematico è il caso di un'impresa in difficoltà che spinge la banca a concedere ulteriori finanziamenti nella speranza di recuperare il vecchio credito. In questo caso, l'eccesso di credito per progetti rischiosi comporta una diminuzione in termini di efficienza del sistema finanziario nel suo complesso, dovuta ad una cattiva allocazione delle risorse tra i vari soggetti da finanziare; il sistema finanziario nel suo complesso vedrebbe ridursi, a causa dei troppo stretti legami tra banca e impresa, il proprio grado di efficienza nell'allocazione delle risorse tra i diversi soggetti economici finanziabili che non

verrebbero infatti ordinati esclusivamente in base a valutazioni di rendimento-rischio.

Per quanto concerne l'“hold up problem”, invece, la questione è esattamente opposta. In altre parole è la banca che potenzialmente “cattura” l'impresa. Durante la relazione stabile e duratura, infatti, l'impresa conferisce una sorta di monopolio informativo alla banca. Essa, consapevole della stretta natura del rapporto, sarebbe in grado dunque di sfruttare la sua situazione di vantaggio imponendo, ex-post, tassi d'interesse più elevati o condizioni più onerose alle imprese, privandole anche della possibilità di ricevere altrove finanziamenti competitivi.

Se l'informazione generata nell'ambito dei precedenti rapporti di affidamento fosse osservabile, le banche esterne alla relazione potrebbero procedere facilmente alla valutazione del merito di credito delle imprese non ancora clienti e competerebbero ad armi pari con le prime. Poiché, però, la banca interna, grazie ad un maggior patrimonio informativo, finisce per acquisire un vantaggio competitivo sulle banche esterne, le imprese rischiano di rimanere catturate all'interno del rapporto con la propria banca: può esserci il rischio che la traslazione del minor costo di produzione del credito sui tassi avvenga in minima parte o non avvenga affatto.

Tale situazione, originata come visto proprio dalla posizione di monopolio informativo acquisito dalla banca dovuto alla lungimiranza del rapporto, potrebbe essere ancora peggiore soprattutto a seguito della presenza di costi già sostenuti dalla banca sia in fase di *screening* che *monitoring*. Se l'informazione non è visibile all'esterno, anche gli affidati di un elevato standing creditizio hanno difficoltà ad abbandonare la banca, perché la loro capacità non viene riconosciuta dagli altri finanziatori per mancanza delle informazioni stesse.

Questo potrebbe, inoltre, indurre l'impresa a contrarre finanziamenti solo nel breve periodo, dal momento che una relazione di lungo periodo permetterebbe alla banca di estrarre dei profitti aggiuntivi (Von Thadden, 1992). E ancora, le imprese sarebbero meno incentivate ad investire in progetti di “alta qualità” poiché il maggior rendimento che ne deriverebbe sarebbe successivamente decurtato dalle banche a causa degli alti tassi di interesse. Si nota, pertanto, che anche nel caso dell'*hold up* si giunge ad un'allocazione delle risorse non efficiente.

La banca interna alla relazione, in condizioni di monopolio informativo, ha quindi la possibilità di scegliere se:

- approfittare di tale vantaggio, applicando tassi di interesse superiori a quelli adeguati al grado di rischio sopportato (effetti positivi sulla propria redditività);
- finanziare l'impresa alle migliori condizioni possibili (effetti positivi sulla redditività di quest'ultima e nel lungo periodo sulla propria).

Sharpe (1990), sviluppando una teoria dinamica delle relazioni di clientela nel mercato dei prestiti bancari, dimostra che anche qualora si imponga il vincolo di profitti attesi nulli sulla durata complessiva del rapporto, l'esistenza di asimmetrie informative tra i finanziatori determina il primo dei due comportamenti di *pricing* (ossia lo sfruttamento del cliente tramite la sua cattura). La disciplina del mercato non è quindi sufficiente per imporre alle banche di praticare tassi competitivi alla clientela migliore ed esse potranno estrarre una rendita monopolistica dal rapporto.

Inoltre il processo competitivo è reso molto rischioso per le banche esterne dal rischio di selezione avversa: la banca esterna rischierebbe di attrarre soprattutto la clientela peggiore, non riuscendo poi a separare l'affidato "buono" da quello "cattivo" per l'insufficienza di informazioni.

Nella realtà però, seppure la banca goda di una forte discrezionalità nella determinazione dei tassi di interesse attivi, essa non la sfrutta appieno; infatti la relazione di clientela non si basa soltanto sul tasso di interesse, ma anche su altre variabili. Sharpe ipotizza che esistano dei contratti impliciti tra banca e cliente che dovrebbero stabilizzare la relazione di clientela e favorire un *pricing* più efficiente. In presenza di tali "promesse", l'adempimento degli impegni presi dipende dal desiderio della banca di mantenere una buona reputazione. La banca rinuncia a parte della propria discrezionalità se i profitti attesi lungo la durata del rapporto, in caso di adempimento delle promesse, superano quelli conseguibili in caso di inadempienza.

Il tasso praticato alla migliore clientela consente comunque alla banca di estrarre una rendita monopolistica dal rapporto: il tasso praticato supera quello di concorrenza perfetta, ma viene fissato ad un livello tale da minimizzare il rischio di perdere la clientela di migliore qualità. Infatti se un'impresa tentasse di sostituire la banca interna con una concorrente, rischierebbe per via delle minori informazioni possedute dalle banche esterne, di passare come un'impresa di bassa qualità e vedersi applicato un tasso di interesse ancora meno conveniente.

A questo punto viene naturale chiedersi fino a che punto la banca interna può

sfruttare il vantaggio competitivo di cui gode rispetto alle altre banche esterne ed ottenere rendite monopolistiche dai propri clienti. Secondo lo stesso Sharpe due limiti all'ottenimento di rendite monopolistiche da parte della banca interna sono costituiti

1. dalla capacità del cliente della banca di inviare informazioni credibili alle banche concorrenti riguardo la propria affidabilità;

2. dalla reputazione della banca riguardo il rispetto dei contratti impliciti (promesse) nei confronti dei propri clienti. Infatti qualora la banca interna non dovesse "mantenere" le promesse sarà lo stesso mercato a punire tale comportamento, indirizzando i clienti verso altre banche.

Una prima semplice soluzione al problema dell'*hold up* potrebbe essere dunque determinata dalle banche stesse, le quali decidono di astenersi dal ricevimento di eventuali profitti derivanti da una posizione di monopolio al fine di acquisire una **buona reputazione** nei confronti delle imprese<sup>21</sup>.

Una seconda soluzione al problema dell'*hold up* potrebbe essere speculare alla precedente, ossia quella di costituire una **reputazione di buon debitore** nei confronti della banca di riferimento. Vediamo come la durata della relazione con la banca possa essere utile in tal senso.

Con riferimento alla durata della relazione bancaria, vi sono due filoni di studi che giungono a conclusioni opposte: in un caso si arriva a dimostrare che i tassi d'interesse applicati ai clienti dalla banca dovrebbero essere bassi all'inizio del rapporto per sottrarre clientela alle banche concorrenti, per poi aumentare successivamente per compensare i minori ricavi della fase iniziale del rapporto. È ovvio che tale comportamento implica un aumento della probabilità nel tempo di perdere il cliente.

Un secondo filone di studi invece, afferma che le banche dovrebbero praticare

---

<sup>21</sup> Secondo Chemmanur e Fulghieri (1994) la reputazione della banca fa invece riferimento alla capacità di rinegoziare le condizioni di prestito, cioè la relazione di credito si sviluppa e si consolida grazie alla credibilità della promessa della banca di rinegoziare le condizioni del debito qualora l'impresa cliente dovesse attraversare delle difficoltà. Presupposto fondamentale di tutto ciò è la capacità della banca di individuare le imprese più redditizie, attraverso un'accurata osservazione delle aziende al fine di garantirsi le migliori condizioni informative per un'eventuale rinegoziazione del debito. In definitiva una volta che, grazie ai buoni rapporti con le banche, un'impresa riesce a dimostrare la propria affidabilità si riduce per questa il rischio di esternalità negative nel caso di interruzione della relazione con la propria banca di riferimento potendo essa rivolgersi ad altre banche.

tassi più elevati all'inizio del rapporto quando è scarsa la conoscenza del debitore, per poi ridurli in successione una volta provata la correttezza e l'affidabilità del cliente. L'incentivo a comportarsi correttamente all'interno del rapporto di clientela i debitori lo ricevono anche dal fatto che la banca è in grado di promettere ai clienti meritevoli migliori condizioni e tassi più bassi.

Boot e Thakor (1994) hanno razionalizzato in un modello questa prassi di avvantaggiare i debitori con cui si hanno rapporti consolidati, da cui emerge un equilibrio con due contratti di prestito ottimali: il primo con tassi superiori a quelli di mercato per i nuovi debitori, il secondo con tassi inferiori per i vecchi clienti. Così facendo, il maggior profitto ottenuto dalla banca nella fase iniziale del rapporto (cioè con i nuovi clienti) si trasferisce ai clienti affidabili nelle fasi successive avvantaggiando nel lungo termine l'impresa affidabile. La promessa di un contratto di prestito vantaggioso per i clienti dimostratosi affidabili è uno strumento di incentivazione usato dalla banca e riduce l'importanza degli aspetti informativi della relazione. In questo caso la durata infinita della relazione di clientela serve per rendere credibile l'impegno assunto dalla banca nel premiare i clienti affidabili.

Una terza soluzione al problema dell'*hold up* potrebbe essere per un'impresa quella di **stabilire più di una relazione** bancaria. Con riferimento a ciò, la teoria contemporanea afferma la superiorità della banca rispetto ad altri intermediari (ai quali l'impresa potrebbe rivolgersi al fine di allargare la gamma di prestatori di fondi ottenendo una maggiore diversificazione di debito e di rischio) poiché questa riesce, coordinando le unità in surplus finanziario, a proporre contratti di finanziamento più convenienti. Importante è però capire se la teoria, che suggerisce all'impresa di finanziarsi presso un'unica banca per evitare duplicazioni di costo, trova riscontro nella realtà quando il rischio di *hold up* è concreto e quindi l'unicità del rapporto può essere inopportuna.

Von Thadden (1995) sostiene a proposito che una "stretta relazione" con due banche determinerebbe competizione tra gli intermediari e quindi ridurrebbe il rischio di aumento dei tassi di interesse. In linea con Von Thadden si collocano anche Forestieri e Tirri (2003) secondo i quali il legame finanziario con più banche, oltre ad essere un buon strumento di limite alla minaccia dell'*hold up*, determina la riduzione dei tassi di interesse e anche delle garanzie richieste.

Non mancano, tuttavia, contributi come quello di Rajan (1992) secondo il quale la competizione può rivelarsi anche come una “lama a doppio taglio”. I creditori esterni, che si troveranno a competere con la banca in carica creditrice, saranno portati ad offrire alle imprese finanzianti un tasso di interesse più basso, incorrendo in questo modo nel problema della “maledizione del vincitore” (*winner’s curse problem*). La banca interna offrirà un tasso competitivo alle imprese “buone” mentre permetterà alle imprese “cattive” di prendere l’offerta del creditore esterno. Rajan sostiene, pertanto, che i profitti di monopolio, e quindi *l’hold up problem*, possono essere eliminati solo se la competizione avviene tra banche simmetricamente informate, naturalmente ciò a spese dei ridotti controlli sulla condotta di investimenti delle imprese.

Focalizzando l’attenzione sugli effetti che la competizione tra banche determinerebbe, Petersen e Rajan (1995) si pongono nettamente a sfavore del multiaffidamento. Basandosi sull’osservazione di piccole-medie imprese americane elaborano una teoria secondo la quale la presenza di concorrenza e quindi di molteplici relazioni ridurrebbe il bagaglio informativo, assimilabile dalle banche solo attraverso rapporti esclusivi e duraturi, determinando una diminuzione delle quantità di credito ed un aumento del suo costo. Tuttavia, relazioni esclusive con una o due banche sono fenomeni che raramente si verificano nella realtà. Più diffuso è, invece, il fenomeno del multiaffidamento, alle cui determinanti è dedicato il paragrafo 3.1.

La quarta soluzione al problema dell’*hold up* risiede nella **diversificazione delle fonti di finanziamento**, ossia quello di rivolgersi ad intermediari finanziari diversi dalla banca per ottenere dei finanziamenti.

Un primo interlocutore alternativo alla banca potrebbe essere il *venture capitalist*, il quale si obbliga a garantire il finanziamento attraverso la sottoscrizione di titoli di capitale e obbligazioni convertibili, anche se in Italia rimane preponderante la presenza di banche commerciali come promotori e finanziatori di fondi di *venture capital*, a fianco di gruppi industriali e finanziari. Molto importante è la funzione di consulenza e supporto che il *venture capitalist* fornisce alle imprese generalmente in fase di avvio dell’attività e che ne caratterizza la funzione, soprattutto dal momento che si tratta comunemente di investimenti ad alto rischio.

Un ulteriore aspetto che occorre indagare è se un aumento della

concorrenzialità tra banche prima - e tra banche e mercati mobiliari poi - determina uno sviluppo oppure una contrazione del *relationship lending* a favore o a discapito del *transaction lending*. Ad una prima analisi si potrebbe pensare che la crescita della concorrenza limiti gli spazi del credito di relazione. Infatti, per le imprese diventa più facile cambiare la propria fonte di finanziamento, cambiando banca o passando dai prestiti bancari al finanziamento sui mercati mobiliari, mentre per le banche diventa più difficile trattenere i clienti che hanno dato prova di affidabilità, senza ridurre i tassi praticati.

Secondo Boot e Thakor (2000), la maggior competizione invece spinge le banche ad accresce il ruolo della *relationship lending*. Nel loro modello, le banche devono decidere la quantità dei prestiti erogabili e devono decidere quanti di questi prestiti destinare al *relationship lending* e quanti al *transaction lending*, per cui le banche competono tra loro e con il mercato dei capitali, mentre gli investitori devono scegliere se affidarsi ad intermediari mobiliari o se rivolgersi alle banche per ottenere *relationship lending* o *transaction lending*. Gli effetti della concorrenza sul tipo di prestito concesso sono i seguenti:

- la maggiore competizione accresce il credito di relazione a discapito di quello *transational*;
- la concorrenza dei mercati ha effetti negativi maggiori rispetto alla concorrenza tra banche sul *transaction lending*;
- al crescere della concorrenza il volume del credito di relazione prima aumenta, poi si contrae.

Quando l'ambiente diventa più competitivo, le banche tendono ad aumentare il credito di relazione. Questo come tentativo di sottrarsi, almeno in parte, alla pura concorrenza di prezzo, attraverso l'offerta di prestazioni creditizie a maggior valore aggiunto. Infatti, nel credito di relazione entrano in gioco altri fattori oltre alla variabile prezzo. La profonda conoscenza tra banca e affidato, caratteristica rilevante del credito di relazione, induce le parti a comportarsi in maniera corretta e quindi è molto probabile la conclusione positiva dell'investimento. Le banche sono indotte a sostenere maggiormente il cliente, fornendo consulenza, impegnandosi ad erogare credito a lungo termine, dando la possibilità di ristrutturare il debito. Quindi gli

affidati sono disincentivati a comportarsi in maniera opportunistica.

Il vantaggio che il credito di relazione implica rispetto al ricorso al mercato mobiliare è dato dalla possibilità di migliorare l'esito atteso dell'investimento, in quanto la conoscenza tra banca e clienti può indurre le parti a comportamenti che aumentano la probabilità di successo dell'investimento, costituendo di fatto un vantaggio competitivo per il credito di relazione. È anche possibile notare che oltre un certo livello di concorrenza, però, il volume del credito di relazione inverte il trend e subisce una contrazione. Per livelli intermedi di concorrenza, dunque, prenditori di fondi di buona qualità si rivolgono direttamente al mercato potendo facilmente collocare sul mercato titoli con costi contenuti senza bisogno del supporto bancario per migliorare una qualità già elevata, quelli di qualità intermedia al credito bancario evitando così l'incertezza sul costo dei finanziamenti richiesti direttamente sul mercato, mentre quelli di qualità inferiore al credito di relazione per gli effetti positivi sul buon esito dell'investimento.

## **2.4 Effetti del *relationship lending***

Il *relationship lending* ha degli effetti sia sul tasso di interesse concesso dalle banche sia sulla disponibilità del credito. Al contrario della mera intuizione, che farebbe propendere per una diminuzione dei tassi d'interesse applicati alle imprese a seguito della relazione con la banca, numerosi studi empirici hanno dato riposte ambigue in questo senso; in alcuni casi ciò che ci si aspetta dalla teoria è verificato, viceversa in altri casi. Questa divergenza di risultati è particolarmente visibile quando si analizza il mercato statunitense e quello europeo. La differenza di risultati è, come vedremo, da ricercarsi nel problema dell'*hold up*, al quale sono stati dedicati i paragrafi precedenti.

Per quanto riguarda gli studi sul mercato statunitense, rilevano in particolare Petersen e Rajan (1993) e Berger e Udell (1994). Nel primo caso, tramite un campione di piccole e medie imprese americane, si analizza la variazione del tasso in base alla durata della relazione bancaria constatando che all'aumentare della relazione vi è una tendenza ad una diminuzione dei tassi applicati. Gli autori constatano anche che il tasso di interesse non è influenzato dal fatto che un'impresa utilizzi, oltre al prestito, altri servizi offerti dalla banca stessa.

Rajan e Petersen evidenziano poi che la variazione dei tassi è sì in diminuzione all'aumentare della durata della relazione, ma tale variazione non è significativa dal punto di vista statistico ed economico. Le motivazioni sono principalmente due:

- nonostante la relazione bancaria sia fondamentale, le piccole medie imprese (che in genere vedono il loro credito razionato) preferiscono aumentare la disponibilità di credito piuttosto che usufruire di tassi inferiori. Inoltre, anche dal punto di vista delle banche, esse stesse preferiscono sfruttare le informazioni private derivanti dalla relazione per aumentare la disponibilità di credito piuttosto che praticare tassi inferiori.

- Il problema dell'*hold up*. La banca "monopolista" pratica tassi più elevati perché è l'unica banca informata sul mercato e consapevole che le altre banche sul mercato, eterne alla relazione, non affiderebbero completamente l'impresa cliente.

Berger e Udell, allo stesso scopo, si sono focalizzati, diversamente dai precedenti, solo sulle linee di credito bancarie, escludendo quindi quei prestiti che definiscono "transaction driven" piuttosto che "relationship driven". I risultati a cui giungono sono principalmente i seguenti:

- all'aumentare dell'età dell'impresa, aumenta la durata della relazione con la banca, e minori sono i tassi che vengono praticati dalla banca stessa;

- tali risultati sono significativi sia dal punto di vista statistico che economico. In sintesi affermano che la forza della relazione è un'importante determinante del costo del prestito. Vi è però un'eccezione: questi risultati non sono verificati quando si prendono in considerazione le imprese molto piccole. In questo caso, infatti, entra in gioco la reputazione personale dell'imprenditore, che deve essere verificabile a priori, quindi solo in questo caso la relazione bancaria non basta per ottenere condizioni di tasso più vantaggiose.

Per quanto riguarda il mercato europeo, l'evidenza empirica mostra che il problema dell'*hold up* è particolarmente rilevante, facendo sì che in generale le condizioni di tasso tendono a peggiorare con l'ampiezza della relazione.

A questa conclusione sul mercato europeo giungono innanzitutto Degryse e Van Cayseele (2000); la spiegazione più probabile della differenza con i risultati degli studi statunitensi risiede probabilmente nella struttura stessa del mercato

bancario europeo, che si presenta come maggiormente concentrato. Le imprese hanno meno alternative di finanziamento, e ciò viene sfruttato dalle banche a loro vantaggio.

I contributi principali per lo studio del mercato europeo provengono principalmente da Cardone, Casasola e Samartin (2005), per quanto riguarda il mercato spagnolo, e da Lehmann e Neuberger (2001) per il mercato tedesco. I primi analizzano, tramite la somministrazione di questionari, un campione di piccole e medie imprese dividendole in tre categorie principali: microimprese, piccole imprese e medie imprese. L'arco temporale preso in considerazione è sia il breve che il lungo periodo. Per quanto riguarda l'influenza della durata della relazione sul tasso, sia nel breve che nel lungo periodo non è rilevabile nessun effetto significativo sul costo del credito.

Il lavoro di Lehmann e Neuberger fa emergere come unico risultato significativo che esiste una relazione inversa tra dimensione dell'impresa e tasso d'interesse praticato dalla banca, in linea con la consapevolezza che le imprese di grandi dimensioni sono più trasparenti delle piccole e medie imprese e quindi le banche le affidano a condizioni più agevolate. L'età dell'impresa non ha effetti significativi sul tasso: l'unico caso in cui si nota un aumento è nel caso delle imprese appartenenti alla classe di età 2-6 anni. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che in Germania i tassi di fallimento imprenditoriale più alti si hanno proprio in questa "classe di età" e quindi le banche, giustamente, le reputano più rischiose. Infine, anche Lehmann e Neuberger notano che non sussiste un impatto significativo della durata della relazione sul costo del credito.

Forestieri e Tirri (2003) analizzano il rapporto banca impresa, e quindi gli effetti del *relationship lending*, specificatamente per il mercato italiano. L'obiettivo è dimostrare che il problema dell'*hold up* è particolarmente presente nel nostro paese, e di conseguenza affermare, date le peggiori condizioni dei tassi, che *il relationship banking* non ha un effetto positivo per le imprese. I risultati di tale analisi supportano l'ipotesi di *hold up*: nel caso italiano, i costi derivanti da questo problema sono superiori ai benefici del *relationship lending*. In queste situazioni, sembra utile, per ovviare a questo problema, sfruttare il multiaffidamento, che riduce il monopolio informativo e quindi dovrebbe garantire tassi d'interesse più bassi.

D'altro canto, può accadere che il beneficio della relazione si traduca piuttosto che in una riduzione di costo, in una maggior disponibilità di credito, oppure si può pensare che le imprese di piccole dimensioni (e poco trasparenti) restano intrappolate in relazioni durature con queste banche non avendo alternative, e quindi sono disposte a pagare tassi più elevati per finanziare i propri investimenti.

In supporto a questa tesi vi sono anche i contributi di Angelini, Di Salvo e Ferri (1996) che affermano che in Italia il *relationship lending* comporta un aumento dei tassi d'interesse praticati alle imprese, proprio a causa dell'*hold up problem*.

Sottolineano inoltre che il monoaffidamento migliora la disponibilità di credito pur comportando il pagamento di tassi d'interesse maggiori.

In Italia, come anche in altri paesi europei, negli ultimi anni si è notato un aumento considerevole della fetta di mercato conquistata dalle banche di credito cooperativo, soprattutto per quanto riguarda il finanziamento alle piccole e medie imprese. Le banche di credito cooperativo hanno maggiori possibilità di finanziare questi tipi di imprese, notoriamente poco trasparenti, in quanto sono molto legate al territorio e quindi hanno maggiori possibilità rispetto agli altri istituti bancari di reperire le soft information che caratterizzano il *relationship lending*.

Alcuni studi analitici hanno dimostrato che, a differenza delle altre banche che pur sfruttando il *relationship lending* praticano comunque tassi più alti alla clientela, questo, sotto alcune ipotesi, non accade nel caso delle banche di credito cooperativo. I motivi sono molteplici, vanno dal forte localismo di queste banche allo sfruttamento del *peer monitoring* per controllare gli affidati durante il periodo di finanziamento, ma la differenza maggiore risiede nella composizione della funzione obiettivo delle banche di credito cooperativo. A differenza delle altre banche, che hanno l'obiettivo di massimizzazione del profitto, gli obiettivi di una BCC sono principalmente la massimizzazione del benessere della clientela, sia depositante che prenditrice, e l'assicurazione per la banca di mantenere un livello di capitalizzazione tale da rendere massima la probabilità che la banca continui ad esistere nel futuro.

A conferma di ciò, Di Salvo e Galassi riscontrano che se aumentano i tassi d'interesse di mercato, i prestatori cooperativi risultano più avvantaggiati, in quanto hanno la possibilità di praticare condizioni migliori ai loro clienti dal momento che la banca di credito cooperativo non ha come obiettivo la massimizzazione del profitto.

Un altro punto di forza delle Bcc risiede nel riuscire a premiare, mediante condizioni più favorevoli, coloro i quali non sono in grado di segnalare ex-ante la loro capacità creditizia grazie alla capacità di reperire ed elaborare informazioni soft per questo tipo di clientela.

Un rapporto di tipo relazionale tra prestatore e prenditore di fondi sulla disponibilità di credito erogata non impatta solo sul tasso di interesse, ma anche sulla disponibilità del credito.

La domanda che ci si pone riguardo gli effetti diretti del *relationship lending* sulle condizioni praticate alle imprese è infatti se l'esistenza di una relazione tra la banca e il cliente incrementa e favorisce la disponibilità e la quantità di credito. Come vedremo, il *relationship lending* sembra avere un effetto positivo sulla disponibilità del credito.

Maggiore importanza in questo ambito riveste sicuramente la disponibilità di credito per le piccole imprese, dato che le imprese di maggiori dimensioni hanno molte più risorse e possibilità di accedere al credito. Le piccole imprese sono solitamente più opache dal punto vista informativo rispetto alle grandi imprese, e ciò rappresenta un notevole limite alla possibilità di accedere direttamente al mercato dei capitali. In precedenza, si è evidenziato come il *relationship lending* possa costituire la risposta a questo problema, favorendo una relazione di lunga durata tra la banca e l'impresa e producendo le informazioni necessarie per ridurre le asimmetrie informative, così riducendo il razionamento del credito alle piccole e medie imprese.

L'analisi in questo ambito si basa principalmente su dati provenienti in particolare dal National Survey of Small Business Finances (NSSBF) del 1993. Le imprese all'interno di questo *survey* rappresentano un campione di 5356 piccole imprese operanti negli USA alla fine del 1992, dove per piccole imprese si intendono imprese non finanziarie con meno di 500 addetti. Il NSSBF risulta di fondamentale importanza perché oltre a contenere informazioni standard quali il bilancio, l'età dell'impresa e la classificazione industriale, fornisce informazioni interessanti riguardo le recenti esperienze di prestito includendo l'identità e le caratteristiche del prestatore al quale l'impresa ha presentato richiesta di prestito, quali altri servizi finanziari (se presenti) che l'impresa ha ottenuto dal prestatore, se il prestatore ha negato o concesso il credito ed infine quali sono i termini del prestito nel caso in cui

il prestatore abbia concesso il prestito.

Petersen e Rajan (1994), utilizzando dati relativi al 1987 (NSSBF), stimano l'effetto del *relationship lending* sulla disponibilità di credito. La difficoltà di condurre un'analisi su questo tipo di variabile riguarda, principalmente, la diretta misurazione di tale disponibilità di credito, vista l'inadeguatezza metodologica del rapporto di indebitamento; a tal fine costruiscono una variabile ad hoc che ha permesso di evidenziare come la disponibilità di credito dalle banche incrementa all'aumentare della durata della relazione, all'aumentare dei legami con il prestatore espandendo il numero dei servizi richiesti allo stesso e all'aumentare della concentrazione dei prestiti con una stessa istituzione.

Lo stesso data set (NSSBF del 1993) è utilizzato nello studio di Cole (1998) per analizzare gli effetti sulla disponibilità di credito alle piccole e medie imprese. Il risultato principale evidenziato da Cole è la relazione positiva tra un rapporto precedente con la banca e la possibilità di ricevere credito dalla stessa. In sostanza l'autore evidenzia come esista una tendenza della banca a concedere più facilmente il credito ad imprese con cui ha già avuto un precedente rapporto. Inoltre, Cole, individua una relazione inversa tra il numero di servizi finanziari richiesti a diversi operatori istituzionali e la possibilità di ricevere credito.

Anche la durata della relazione assume rilevanza al fine di stabilire se un potenziale prestatore possa concedere o meno credito. Una relazione più lunga consente al prestatore più tempo per monitorare e quindi produrre informazione privata sull'impresa, riducendo così il problema delle asimmetrie informative tra prenditore e prestatore. Il problema della durata della relazione è strettamente correlato con l'età dell'impresa. Come evidenziato da Berger e Udell (1995), l'età dell'impresa rappresenta una forma di informazione pubblica, mentre la durata della relazione rappresenta l'informazione privata disponibile solo al prestatore. Quindi l'età dell'impresa dovrebbe influenzare positivamente la concessione di credito, data la presenza stabile dell'impresa sul mercato di riferimento. Cole argomenta una tesi del tutto opposta evidenziando come la durata del rapporto relazionale non abbia molta importanza e, in pieno contrasto con quanto affermato da Berger e Udell (1995), che il potenziale prestatore è in grado di generare l'informazione privata velocemente. Conseguenza di tale argomentazione è che i vantaggi derivanti dal

*relationship lending* vengono prodotti velocemente senza la necessità di un rapporto di lunga durata tra prenditore e prestatore.

In ultima analisi Cole individua una relazione inversa tra disponibilità di credito e numero di servizi finanziari forniti da diversi operatori istituzionali al prenditore.

Ancora una volta la teoria suggerisce che l'informazione privata generata dalla relazione tra prenditore e prestatore è valutabile sulla base della qualità del credito dell'impresa. Il numero di servizi finanziari richiesti a diversi operatori può essere utilizzato come *proxy* per la qualità di credito dell'impresa. E' chiaro che un aumento di questo valore provoca una diminuzione della qualità e quindi una maggiore difficoltà ad avere accesso al credito.

Più recentemente la letteratura sul *relationship lending* si è sviluppata anche in relazione alla realtà europea. Anche se tali analisi empiriche sono numerose, ben poche si sono effettivamente concentrate sugli effetti prodotti sulla disponibilità di credito, trovando ben più interessanti gli effetti prodotti sui tassi d'interesse applicati e sulle garanzie richieste.

Con riferimento al caso della Germania, Elsas e Kraemen (1998) evidenziano le differenti politiche di affidamento esistenti tra *housebank* e altre tipologie bancarie<sup>22</sup>.

Dai risultati emerge come la nozione di *housebank* sia coerente con il principio del *relationship lending*, suggerendo che le *housebank* sono motivate ad estendere il credito concesso alle imprese anche qualora dovesse peggiorare la qualità dell'impresa stessa. Questa estensione del finanziamento può essere interpretata come una sorta di assicurazione che la *housebank* concede ai propri prenditori contro eventuali situazioni negative per l'impresa, assicurazione che viene concessa proprio

---

<sup>22</sup> La base dati utilizzata dagli autori fa riferimento ai dati creditizi a disposizione delle cinque maggiori banche tedesche: Deutsche Bank, Dresdner Bank, Bayerische Vereinsbank, DG Bank e WestLB. Attraverso l'analisi di tali dati e soprattutto dei portafogli di tali banche è stato possibile estrarre un campione di 200 imprese che hanno mantenuto una relazione di credito con una delle cinque banche nel periodo 1992-1996. Il data set è costruito sulla base della differenziazione tra *housebank* ed altre tipologie di banche, tale identificazione all'interno del campione è stata effettuata proponendo un questionario alla banca stessa in cui si richiedeva di specificare il proprio status, considerando che in Germania esiste una vera e propria definizione di *housebank* riscontrabile nella letteratura. Una *housebank* viene appunto definita come il primo prestatore di un'impresa di cui, la stessa *housebank*, dispone di maggiori e più dettagliate informazioni rispetto ad una banca "normale".

perché la *housebank* può vantare una conoscenza maggiore rispetto alle altre banche dell'impresa affidata, così come definito dal principio del *relationship lending*.

In Spagna, l'analisi degli effetti sulla disponibilità di credito è stata condotta da Cardone, Casasola, Samartin (2005); gli autori mostrano che le imprese che operano con più istituzioni finanziarie riescono a realizzare un maggior accesso al credito, considerato che ricevono dei finanziamenti proporzionali alle stesse istituzioni. In questo caso il finanziamento concentrato con un'unica istituzione non sembra essere rilevante al fine di giustificare un maggior accesso al credito, una posizione che è totalmente in contrasto con quella espressa precedentemente da Cole (1998). Anche la durata della relazione con la banca produce un effetto positivo incrementando la disponibilità di credito per l'impresa.

A verifica dell'effetto positivo sulla disponibilità di credito, gli autori stimano questi effetti anche sulla possibilità di razionamento del credito a lungo termine. A tal proposito notano come la durata del rapporto relazionale con la banca aumenti la possibilità di accesso a finanziamenti di lungo periodo. Interessante è sottolineare il fatto che sia la durata del rapporto e non l'età dell'impresa ad avere un'incidenza significativa sulla possibilità di accesso a finanziamenti a lungo termine. Ancora una volta le imprese che presentano un'alta concentrazione del loro indebitamento con un'unica istituzione finanziaria hanno una bassa probabilità di accesso al credito, dato che le istituzioni creditizie risulteranno più esposte all'elevato livello di rischio delle imprese che presentano tali caratteristiche. Ancora una volta questo risultato è in contrasto con quanto affermato da Cole, ma tale dissonanza dei risultati deve essere imputata sicuramente alle diverse caratteristiche dei mercati e delle imprese a cui i singoli lavori fanno riferimento.

Alla luce dei risultati riscontrabili dalla letteratura riguardante il *relationship lending* non è possibile affermare con certezza che vi sia una unicità di risultati rispetto all'analisi empirica degli effetti del *relationship lending* sulle condizioni contrattuali praticate.

Considerando, invece, la singola evidenza empirica riguardante gli effetti del *relationship lending* sulla disponibilità di credito, è possibile affermare come la letteratura, attraverso la verifica empirica, sia fortemente orientata a sostenere la tesi per cui l'aumentare di un rapporto di tipo relazionale con la banca possa aumentare

la disponibilità di credito per il prenditore. Questi risultati sono sostanzialmente verificati dalla teoria del *relationship lending* e quindi da un rapporto duraturo con la banca e basato sulla raccolta di informazioni di tipo soft, che dovrebbe portare la stessa ad una conoscenza più approfondita dell'impresa giustificando così una maggiore disponibilità di risorse utilizzabili. Inoltre l'effetto positivo di un rapporto di tipo relazionale può essere verificato intuitivamente ricordando che uno degli svantaggi del *relationship lending* è costituito dal *soft budget constraint*, per cui una banca è motivata alla concessione di ulteriore credito all'impresa affidata, e quindi a finanziare l'impresa anche quando non se ne riscontra una motivazione economica, con la speranza di recuperare l'intero ammontare di fondi erogato.

La tabella seguente mostra una sintesi dei principali contributi in materia di *relationship lending*.

**Tabella 8** – L'evidenza empirica sul *relationship lending*

Autore	Periodo di indagine, banca dati e numerosità del campione	Obiettivo del lavoro	Risultati			
			Variabili dipendenti			Note
			Credito	Tassi	Collateral	
<b>USA</b>						
Petersen-Rajan, 1994	1987 NSSBF <sub>2</sub> , 1988-1989 3.404 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> e condizioni contrattuali.	+			All'aumentare del numero di relazioni bancarie i tassi di interesse aumentano e l'offerta di credito diminuisce.
Petersen-Rajan, 1995	1987 NSSBF <sub>2</sub> , 1988-1989 3.404 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> , struttura del mercato bancario e condizioni contrattuali.	+			In mercati del credito più concentrati le PMI godono di tassi di interesse più bassi.
Berger-Udell, 1995	1987 NSSBF <sub>2</sub> , 1988-1989 3.404 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> e condizioni contrattuali.		-	-	
Berger-Udell, 1996	1986:Q3 – 1994:Q2 Federal Reserve's Survey 900.000 prestiti – 340 banche	Piccole banche vs. grandi banche nel finanziamento alle PMI				Le grandi banche tendono a razionare più facilmente le PMI.
Cole, 1998	1991-1994 NSSBF <sub>2</sub> , 1993 5.356 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> e condizioni contrattuali.	+			L'offerta di credito dipende positivamente dalle relazioni di clientela la cui durata non è, tuttavia, importante. Dipende, inoltre, negativamente dal numero di relazioni bancarie.
Cole <i>et al.</i> , 2004	1993-1994 NSSBF <sub>2</sub> , 1993 <i>Call Report</i>	Piccole banche vs. grandi banche nel finanziamento alle PMI				L'affidamento delle PMI si basa su informazioni di tipo relazionale per le piccole banche, di tipo quantitativo per le grandi banche.
<b>ITALIA</b>						
Angelini <i>et al.</i> , 1998	Indagine sulle imprese non finanziarie – 1995 e CdR <sub>3</sub> 1.858 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> e condizioni contrattuali.	+	-		Il <i>RL</i> crea condizioni contrattuali più vantaggiose – maggiore offerta di credito e minori tassi di interesse – per le PMI clienti BCC.
D'Auria <i>et al.</i> , 1999	1985-1993 CdR <sub>3</sub> e CdB <sub>4</sub> 2.331 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> e condizioni contrattuali.		-		Il pluriaffidamento – contrariamente alle attese – riduce il costo del debito.
Guelpa-Tirri, 2004	1997-2002 CdR <sub>3</sub> e CdB <sub>4</sub> 9.436 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> , struttura del mercato bancario e condizioni contrattuali.	+			La probabilità di razionamento del credito – sulle quantità – si riduce all'aumentare del grado di concentrazione del mercato.

Pozzolo, 2004	CdR <sub>3</sub> – 1997 CdB <sub>4</sub> – 1992-1997	Stima della relazione tra garanzie, rischio di credito e tassi di interesse.		+		Le garanzie reali e personali riducono il rischio di credito ex-ante e il tasso di interesse praticato. La durata del <i>RL</i> influenza positivamente la domanda di garanzie reali e negativamente quella di garanzie personali.
<b>GERMANIA</b>						
Elsas-Krahen, 1998	1992-1996 Campione di 200 medie imprese clienti di cinque grandi banche tedesche.	Politiche di prestito di <i>housebank</i> vs. altre banche.		+		A fronte del deterioramento della qualità dell'impresa la <i>housebank</i> garantisce il rinnovo del prestito. Non esistono, però, differenziazioni di prezzo tra <i>housebank</i> e le altre banche.
Harhoff-Körting, 1998	Indagine su imprese non finanziarie - 1997 1.509 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> e condizioni contrattuali.			-	La stima delle relazioni tra <i>RL</i> ed offerta e costo del credito sono solo parzialmente significative.
Elsas, 2005	1992-1996 Campione di 200 medie imprese clienti di cinque grandi banche tedesche.	Analisi delle variabili esplicative del <i>RL</i> .				Lo <i>status</i> di <i>Hausbank</i> dipende positivamente dal potere esercitato sull'impresa, dall'informazione privata acquisita e dalla percentuale di prestiti finanziati; dipende negativamente dal numero di relazioni bancarie dell'impresa ed è indipendente dalla durata del <i>RL</i> .
Lehmann-Neuberger, 2001	Interviste a dirigenti di banca – 1997 1.200 Banche	Stima della relazione tra <i>RL</i> e condizioni contrattuali.				Le variabili utilizzate quale <i>proxy</i> del <i>RL</i> producono risultati contrastanti e solo parzialmente significativi.
<b>SPAGNA</b>						
Cardone <i>et al.</i> , 2005	Indagine su imprese non finanziarie - 1999 386 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> e condizioni contrattuali.				I risultati sono parzialmente contrastanti e non sempre significativi. I) l'offerta di reddito dipende positivamente e in modo significativo dalla durata del <i>RL</i> e dal numero di relazioni bancarie; II) l'effetto del <i>RL</i> sui tassi non è statisticamente significativo; III) la domanda di garanzie dipende negativamente dalla durata del <i>RL</i> .
<b>BELGIO</b>						
Degryse-Van Cayseele, 2000	1995-1997 Data set di una primaria banca belga 13.104 PMI	Stima della relazione tra <i>RL</i> e condizioni contrattuali.		-	+	L'evidenza mostra due risultati opposti. Da un lato, il tasso di interesse aumenta all'aumentare della durata del <i>RL</i> ; dall'altro lo scopo del <i>RL</i> – definito come l'acquisto di altri servizi bancari – implica una riduzione del tasso di interesse. Quest'ultimo effetto domina sul precedente.
Degryse-Ongena, 2005	1995-1997 Data set di una primaria banca belga 13.104 PMI e 145 banche con 7.477 sportelli	Stima della relazione tra <i>RL</i> , distanza geografica e condizioni contrattuali.		-		Il <i>RL</i> dipende negativamente dalla distanza tra banca e impresa. I tassi di interesse dipendono negativamente dalla distanza tra banca e impresa e positivamente dalla distanza tra impresa e banche concorrenti.

Note: <sup>1</sup>Segno della stima dell'effetto del *RL* su credito, tassi e *collateral*. Per non appesantire la presentazione riportiamo solo i risultati statisticamente significativi. <sup>2</sup>*National Survey of Small business Finance*; <sup>3</sup>Centrale dei Bilanci; <sup>4</sup>Centrale dei Rischi. Fonte: Brighi (2006).

# **CAPITOLO III**

---

## **IL FENOMENO DEL MULTIAFFIDAMENTO**

### **SOMMARIO:**

- 3.1 Le caratteristiche del multiaffidamento
- 3.2 Le determinanti del multiaffidamento
- 3.3 Il nesso tra multiaffidamento, credito e tassi
- 3.4 Simmetrie informative e multiaffidamento

### 3.1 Il fenomeno del multiaffidamento

Nonostante quanto detto, la relazione esclusiva con una o due banche, il monoaffidamento, rappresenta un fenomeno alquanto raro nella realtà. Più spesso, infatti, l'impresa preferisce ricorrere al multiaffidamento, fenomeno rappresentato dall'instaurarsi di un legame con più banche. Il monoaffidamento risulta essere la miglior soluzione per superare le asimmetrie informative. Ma nelle decisioni finanziarie la maggior parte delle imprese, soprattutto italiane, preferisce il multiaffidamento.

I fattori che influenzano il numero di relazioni tra banca e impresa sono stati ampiamente indagati in letteratura; essi, in sintesi, sono riconducibili alle caratteristiche stesse delle imprese affidate, e si possono riassumere in:

- opacità informativa;
- dimensione dell'impresa;
- peculiarità della relazione banca impresa;
- struttura del mercato.

Al contrario, la necessità di ottenere maggiore credito da parte dell'impresa e il grado di sofisticazione finanziaria della stessa la inducono ad aumentare il numero di banche con cui relazionarsi.

Il multiaffidamento è un fenomeno che ostacola l'instaurarsi di relazioni di clientela solide e durature. L'esistenza di una moltitudine di relazioni riduce infatti il valore delle informazioni raccolte dalle singole banche portando queste ultime a diminuire la disponibilità di credito e ad aumentare il costo dello stesso (Petersen e Rajan, 1994). Tuttavia, nonostante ciò detto, è molto raro che l'impresa decida di affidarsi a una sola banca preferendo relazionarsi con molti creditori; l'Italia ad esempio è uno dei paesi in cui il multiaffidamento è più diffuso.

Sempre più accademici hanno cercato di studiare questo fenomeno al fine di individuare le cause che lo caratterizzano; secondo alcuni essa può essere una decisione mirata e consapevole delle imprese, le quali così cercano di evitare i rischi e gli svantaggi connessi al relationship lending, al quale abbiamo dedicato il capitolo 2. Il multiaffidamento potrebbe però essere anche frutto di una scelta della banca che, allo scopo di ridurre i rischi, preferisce diversificare le proprie esposizioni verso un numero più elevato di imprese.

La numerosità delle relazioni potrebbe essere collegata anche alle caratteristiche strutturali e informative dell'impresa; notevole rilevanza hanno infatti le informazioni pubbliche, espressione della situazione economica-finanziaria della stessa impresa. Esse svolgono un ruolo fondamentale nel processo di affidamento influenzando anche il numero di relazioni. Infine, anche le caratteristiche del mercato stesso condizionano le relazioni con le banche: il multiaffidamento presenta caratteristiche differenziate a seconda del diverso livello di concentrazione presente nel sistema bancario.

### **3.2. Le determinanti del multiaffidamento**

È utile, inoltre, evidenziare che la numerosità delle relazioni bancarie mostra una accentuata variazione fra i paesi.

In base allo studio condotto da Ongena e Smith (2000) sulle imprese europee, possiamo notare il diverso ricorso a relazioni contemporanee di credito a seconda della concentrazione dei sistemi bancari: si va infatti da un minimo di relazioni contemporanee di 2-3 (Norvegia 2,3 Svezia 2,5 Regno Unito 2,9) ad un massimo di 15,2 (Italia); appartiene inoltre all'Italia l'impresa con il più alto numero di relazioni, pari a 70. Su livelli intermedi troviamo Portogallo, Francia, Belgio e Spagna (10-11) e la Germania (8).

Inoltre, sebbene al crescere della concentrazione si riduca il numero delle relazioni, contemporaneamente al crescere dell'importanza del segmento privato del mercato obbligazionario tende ad aumentare il ricorso al multiaffidamento.

Detragiache *et al.* (2000), concentrando l'attenzione sulla situazione presente in Italia e negli USA, evidenziano una numerosità media rispettivamente pari a 3 ed a 1; negli USA il 44,5% delle imprese ha una relazione esclusiva con una banca mentre in Italia la percentuale di *single-bank relationship* scende drasticamente all'11%. I dati riportati avvalorano l'idea che il multiaffidamento sia una pratica estesa nel nostro paese. Queste differenze potrebbero essere ricondotte in primo luogo al differente sistema finanziario che connota i due paesi, il primo orientato al mercato, il secondo bancocentrico: in quest'ultimo caso l'ancora limitato sviluppo dei mercati finanziari e la dimensione ridotta che caratterizza l'impresa media esclude per

quest'ultima fonti di finanziamento alternative rispetto a quella bancaria obbligandola a “sottostare” alle regole del mondo bancario.

Nel corso degli ultimi anni è stata svolta una intensa attività di ricerca, teorica ed empirica, volta a individuare le determinanti del multiaffidamento. Un primo motivo, per le ragioni precedentemente illustrate, potrebbe essere ricondotto alla volontà dell'impresa di limitare la minaccia dell'*hold up*. Risultati coerenti all'utilizzo del multiaffidamento come strumento di mitigazione del monopolio informativo sono stati ottenuti, ad esempio, da Forestieri e Tirri (2003): dall'esame di 3347 imprese italiane nel periodo 1998-1999, risulta che il legame finanziario con più banche permette di ridurre il tasso d'interesse e, anche, la richiesta di garanzie. Come sottolineato dagli autori, una banca molto esposta nei confronti di una impresa percepisce questa posizione come più rischiosa, elevando la richiesta di strumenti di riduzione del rischio.

Alcuni ricercatori hanno identificato diverse ragioni, che prescindendo dall'*hold up problem*, spingono ugualmente le imprese a instaurare rapporti con più banche. Detragiache, Garella e Guiso (1997) ad esempio, identificano il multiaffidamento come uno strumento per ovviare ad eventuali provvisorie “crisi di liquidità” della banca di riferimento. Questa crisi provvisoria potrebbe, infatti, indurre la banca in carica a negare il credito anche ai suoi “fedeli” debitori, generando situazioni di *adverse selection* qualora l'impresa, per il finanziamento del suo progetto, si rivolgesse ad altri intermediari. Secondo il modello di *Detragiache et al* (2000), dunque, il multiaffidamento può essere anche uno strumento per ridurre il rischio che la banca di riferimento, a causa di una improvvisa crisi di liquidità, non sia in grado di rifinanziare il progetto dell'impresa. In questo caso il progetto potrebbe essere caratterizzato da un'*adverse selection* tale da indurre una *nonrelationship bank* a ritenere che il mancato rinnovo sia collegabile alla bassa qualità del progetto stesso, ossia alla sua natura di *lemon* (Akerlof, 1970). Il monoaffidamento aumenterebbe, quindi, la probabilità che il progetto si trovi prematuramente senza un sostegno finanziario. Secondo gli stessi autori nel caso in cui, invece, l'*adverse selection* è ridotta e tale da consentire un finanziamento presso una *nonrelationship bank*, allora il monoaffidamento rimarrebbe la scelta preferibile

per l'impresa.

Gli altri intermediari avendo, infatti, poche informazioni sul profilo dell'impresa, sarebbero indotti a pensare che il mancato rinnovo del credito sia da attribuire o alla natura di "cattivo" debitore dell'impresa o alla bassa qualità del progetto da finanziare proposto dall'impresa stessa. Per gli autori in questione, quindi, il motivo del fenomeno del multiaffidamento è da ricondurre alla potenziale "fragilità delle banche". Nonostante queste valide argomentazioni, per gli stessi autori il monoaffidamento si pone come soluzione ottimale qualora il fenomeno di selection adverse fosse ridotto al punto tale da garantire un finanziamento ad un'impresa anche dalla banca non di riferimento.

Se per Detragiache, Garella e Guiso il numero delle relazioni bancarie è positivamente correlato con la fragilità delle banche stesse, per autori come Cosci e Meliciani il multiaffidamento si presenta come un fenomeno positivamente correlato con il grado di indebitamento delle imprese. In altre parole, le imprese instaurano rapporti con più banche al fine di aumentare la loro capacità di finanziamento (*over-leverage*). In un contesto di relazioni multiple la continua negoziazione del prestito con i vari creditori, permetterebbe alle imprese di raggiungere un livello di disponibilità di credito, quindi di indebitamento, addirittura superiore agli *assets* dell'impresa stessa. Tale possibilità non sarebbe invece raggiungibile in un contesto di monoaffidamento bancario. Il multiaffidamento essendo, quindi, positivamente correlato con il grado di indebitamento dell'impresa, rappresenterebbe per la stessa una scelta ottimale qualora volesse aumentare i propri finanziamenti. Cosci e Meliciani (2005) avanzano la teoria che il multiaffidamento sia frutto di una consapevole scelta delle imprese al fine di aumentare la propria capacità di indebitamento, all'interno di rapporti bancari *transaction based*. Instaurando un rapporto con più banche, dunque, l'impresa potrebbe raggiungere un "over-leverage", inteso come l'ammontare di indebitamento non giustificabile in base al valore degli *assets*<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> Come spiegato da Cosci e Meliciani, in un rapporto di multiaffidamento se l'impresa può rinegoziare individualmente con ognuna creditore, allora nel momento in cui l'impresa cade in stato d'insolvenza ciascuna banca ha diritto di pignorare gli *assets* dell'impresa al fine di recuperare il suo credito. In questa situazione, quando l'impresa fallisce, la somma delle richieste dei vari creditori saranno superiori all'ammontare disponibile dei beni aziendali. La possibilità di "over-leverage" risulterebbe, invece, meno probabile all'interno di un rapporto banca-impresa *relationship based*.

Infine, attraverso il contributo di De Bodt e altri (2005) si può notare come determinanti del multiaffidamento possano essere, anche, le dimensioni delle banche e delle imprese.

Il multiaffidamento potrebbe essere non solo conseguenza delle scelte dell'impresa, ma anche di quelle della banca. Nel caso di imprese di grandi dimensioni, il multiaffidamento potrebbe essere spiegato come desiderio della banca di costruire un attivo diversificato al fine di limitare il rischio specifico di controparte. Anche secondo Carletti *et al.* (2004), poiché la banca è caratterizzata da vincoli nello svolgimento della funzione creditizia (capacità), regolamentari (requisiti minimi di capitale) nonché gestionali (distanza dal cliente, ecc.), il multiaffidamento potrebbe risultare la soluzione ottimale per finanziare più progetti e, quindi, per raggiungere una maggiore diversificazione; questo risulterà tanto più vero quanto più le banche sono piccole rispetto al progetto che intendono finanziare.

Per le imprese di piccole dimensioni la scelta del finanziamento bancario è quindi una necessità, stante la non convenienza di forme di accesso diretto al mercato dei capitali. L'alternativa rapporto unico/rapporto plurimo è comunque mal posta, in quanto per l'impresa ci sono indiscutibili vantaggi a intrattenere più di un rapporto contemporaneamente: ottenimento di una maggiore disponibilità di fondi; accesso a un profilo differenziato di servizi, offerte e capacità; possibilità di mettere in concorrenza fornitori alternativi di fondi e/o di servizi e riduzione dei conflitti che possono insorgere con il finanziatore in caso di rapporto esclusivo (come nell'esperienza della banca mista). Un eccessivo numero di rapporti è tuttavia dannoso, in quanto porta alla perdita di gran parte dei vantaggi connessi al *relationship lending* ricordati in precedenza ed è suscettibile di innescare comportamenti opportunistici sia nella banca (*free riding* nell'attività di *monitoring*), sia nell'impresa (opacità, moltiplicazione dell'accordato e "rientri selettivi"). Forse anche in questa circostanza, appare valido l'adagio secondo cui "in medio stat virus": una banca principale (di fiducia), alcune (poche) banche, eventualmente specializzate, di supporto. È la formula adottata quasi ovunque all'estero dalle imprese di taglia medio-grande, mentre per le più piccole prevale il rapporto esclusivo con una banca, in genere quella locale.

Il ricorso al multiaffidamento diventa quindi opportuno soprattutto se si

considerano due rischi, così come presenta il modello di Detragiache del 2000:

1. la banca potrebbe rifiutare i finanziamenti richiesti, per ragioni interne perciò l'impresa deve considerare il rischio di dover reperire prestiti imprevisti presso altre banche, le quali però non conoscendo l'impresa scontano un certo rischio di selezione avversa, perciò se la qualità medie delle imprese sul mercato è bassa può essere opportuno intrattenere da subito più di una relazione di credito.

2. la molteplicità delle banche potenzialmente concorrenti potrebbe avvantaggiare l'impresa in situazioni particolari.

In sostanza, è possibile affermare che la scelta tra mono e multiaffidamento dipende da:

- grado di tutela offerto ai creditori (più alta è la probabilità di recupero integrale del capitale prestato maggiore è la probabilità di ricorrere al monoaffidamento)
- grado di fragilità del sistema bancario (più alta è la probabilità di interruzione dei finanziamenti più alta è la probabilità di ricorrere al multiaffidamento)
- redditività delle imprese (più alta è la redditività attesa delle imprese più alta è la probabilità del monoaffidamento).

Il multiaffidamento rischia di essere dannoso per le banche esterne qualora queste non sono in grado di classificare correttamente il merito creditizio dei clienti e propongono tassi d'interesse più convenienti di quelli della banca di riferimento, riuscendo ad acquisire nuova clientela con però alta probabilità di attrarre imprese di bassa qualità, poiché la banca interna applicherà tassi migliori alla clientela di qualità elevata mentre accetterà il rischio di perdere la clientela marginale.

Secondo Petersen e Rajan (1995) il multiaffidamento potrebbe essere dannoso soprattutto per le Pmi che hanno come unica o quasi fonte di credito le banche.

Una ulteriore possibile spiegazione del multiaffidamento è il fenomeno noto in letteratura come *soft budget constraint*. Tale "costo" del *relationship banking* è legato alla possibilità che la banca, nonostante il momento di grave difficoltà finanziaria affrontata dall'impresa, non rifiuti di concedere un nuovo prestito. In altri termini, anche qualora il merito creditizio dell'impresa scenda a livelli tali da

presumere che la stessa possa cadere con elevate probabilità in stato di insolvenza, la banca potrebbe preferire l'erogazione di un nuovo prestito al fine di allontanare il fallimento e non vedere compromesso in modo definitivo il capitale investito. Questa eventualità crea però un disincentivo per il debitore che, consapevole della facilità nella rinegoziazione del prestito, può essere disincentivato a prevenire risultati reddituali poco soddisfacenti con ogni sforzo possibile<sup>24</sup>.

Tra le più importanti analisi empiriche condotte sulle determinanti del multiaffidamento, Ongena e Smith (2000) evidenziano che il settore di operatività e le specificità della singola impresa non riescono a spiegare interamente le differenze nel numero di relazioni bancarie che risultano nei diversi paesi. La restante eterogeneità, secondo gli autori, è da ricondurre al sistema legale e bancario di un paese, oltre al grado di sviluppo dei mercati finanziari. In particolare, Ongena e Smith dimostrano che le imprese hanno un maggior numero di relazioni bancarie nei paesi il cui sistema bancario è stabile e non concentrato, mentre un forte sistema giudiziario ed una forte protezione dei diritti dei creditori è tipicamente legata ad un numero ridotto di relazioni bancarie. Inoltre, il numero medio di rapporti bancari è positivamente correlato all'importanza del mercato del debito pubblico e negativamente correlato all'importanza del mercato azionario.

L'incidenza della struttura del mercato e della sua evoluzione sul numero di relazioni allacciate dalle imprese è stata approfondita, in un recente studio, da Neuberger e Schacht (2005). I due autori suddividono le variabili determinanti il multiaffidamento in due classi: *demand side* e *supply side*. Le prime si riferiscono alla specifica domanda maturata dalle imprese, mentre le seconde riflettono le caratteristiche del sistema bancario, ad iniziare dal suo livello di concentrazione. In altri termini, in un mercato caratterizzato dalla presenza di pochi operatori, anche se le imprese desiderassero instaurare relazioni finanziarie con molteplici intermediari, la loro domanda potrebbe non essere soddisfatta. Anche l'evoluzione del numero di relazioni bancarie potrebbe essere ricondotta a fattori riguardanti la domanda e l'offerta; una flessione, ad esempio, può essere spiegata sia dalla accresciuta

---

<sup>24</sup> Una possibile soluzione al problema del *soft-budget constraint* potrebbe essere rappresentata dalla *seniority* dell'esposizione della banca. Una maggiore *seniority*, infatti, limitando la sensibilità del valore dell'esposizione bancario al rischio del debitore, mette la banca nella condizione di intervenire con più incisività nella gestione dell'impresa.

---

concentrazione del mercato, conseguente ad operazioni di fusioni ed acquisizione (M&A), sia dalla sostituzione da parte delle imprese dei prestiti bancari con forme alternative di finanziamento, incentivate dal processo di deregolamentazione e dalle innovazioni finanziarie. Neuberger e Schacht conducono le loro analisi su un campione di 1700 piccole imprese elvetiche, disaggregato rispetto alla dimensione, all'industria e alla tipologia di gruppo bancario di appartenenza. I risultati ottenuti mostrano che, in media, nel periodo considerato, l'importanza della *housebank* aumenta; inoltre, viene evidenziato che, mentre per le imprese di medie dimensioni l'evoluzione del numero di relazioni finanziarie è sia *demand* che *supply side*, nel caso delle imprese di minori dimensioni, al contrario, l'incremento della concentrazione, conseguente alla fusione tra due dei tre più importanti gruppi bancari nazionali (UBS e SBC), ha causato la riduzione nei prestiti e nelle relazioni bancarie, non colmata dall'azione di altre banche.

Detragiache *et al.* (2000) studiano il fenomeno del multiaffidamento prendendo in esame tre differenti e complementari fonti informative: l'indagine sulle imprese manifatturiere del 1994 condotta da Mediocredito Centrale (oggi indagine Capitalia<sup>25</sup>), il *data set* della Centrale dei Rischi e quello della Centrale dei Bilanci. Lo studio è sviluppato in due *step* successivi: nel primo viene testata la scelta dell'impresa fra mono e multiaffidamento, mentre nel secondo vengono stimate, all'interno di quest'ultima classe, le determinanti della numerosità delle relazioni. I risultati ottenuti concordano con la teoria da loro avanzata secondo cui il monoaffidamento è la scelta ottimale per le imprese che si aspettano di non avere problemi a rifinanziarsi da una *nonrelationship bank*, poiché in tale caso il maggior numero di relazioni bancarie presenta un costo ma non dei benefici. Dal medesimo

---

<sup>25</sup> Le Indagini, condotte con cadenza triennale dal 1989, rappresentano una delle principali fonti informative sul sistema imprenditoriale italiano; raggruppando sia dati quantitativi di bilancio, che derivano dal database CERVED (che raccoglie informazioni dalle Camere di Commercio italiane), sia dati qualitativi, raccolti tramite la somministrazione di questionari alle imprese. Di particolare interesse è la sezione finanza del questionario in cui viene riportato, tra l'altro, l'indicazione del numero di rapporti che l'impresa intrattiene con le banche, l'accesso a nuovi strumenti finanziari, l'accesso al capitale di rischio, il ricorso agli strumenti finanziari innovativi, nonché l'organizzazione interna della funzione finanziaria.

L'indagine è campionaria per le imprese da 11 a 500 addetti mentre è censuaria per le imprese con più di

500 addetti. L'indagine, ogni triennio, per tenere conto dell'elevato *turnover* delle imprese italiane, prevede un parziale ricampionamento delle imprese inserendo nuovi nominativi.

studio risulta anche che l'efficienza del sistema giudiziario, approssimata dalla quota di prestiti recuperati dopo il fallimento, presenta una relazione positiva e significativa con la probabilità del monoaffidamento. Inoltre, la probabilità che l'impresa faccia affidamento su una sola banca diminuisce al crescere della sua dimensione, del suo indebitamento e della sua propensione all'innovazione.

Anche Cosci e Meliciani (2005) effettuano le loro analisi sul *data set* Capitalia. In particolare, lo studio è condotto su 2612 imprese, per il periodo 1998-2000. I risultati ottenuti evidenziano che il livello di indebitamento delle imprese dipende positivamente dal numero di relazioni bancarie e negativamente dalla quota della *main bank*. Inoltre, emerge che il multiaffidamento è più probabile che venga riscontrato per le imprese più innovative, così come per quelle di dimensione maggiore e da più anni sul mercato.

Il *data set* Capitalia è stato oggetto di studio anche in un recente lavoro di Pelliccioni e Torluccio (2006). In particolare, lo studio prende in esame i dati del questionario sia della Ottava che della Nona indagine che si riferiscono, rispettivamente all'anno 2000 e all'anno 2003. Inoltre, in questo caso, la fonte informativa contabile è stata integrata con il database AIDA - Bureau van Dijk, che completa i dati di bilancio di imprese italiane partecipanti alle Indagini. L'indagine relativa al primo campione contiene i dati contabili, per l'intero triennio, di 4452 imprese mentre i dati qualitativi sono raccolti da 4680 imprese. Il secondo campione contiene 4182 osservazioni complete di dati contabili e sono riferite ai questionari di altrettante imprese.

L'analisi multivariata delle determinanti del multiaffidamento, misurato dalla numerosità delle relazioni bancarie, è stata organizzata su due aspetti. Dapprima è stato esaminato l'impatto delle variabili strutturali dell'impresa: età, localizzazione geografica, dimensione, appartenenza ad un gruppo, operatività in settori ad alta tecnologia, presenza di investimenti in ricerca e sviluppo e variabili economico-finanziarie. Successivamente, sono state inserite nell'analisi anche le informazioni relative alla relazione banca-impresa e alle caratteristiche del mercato creditizio, definito in base al numero di banche presenti nella regione, alla variazione del livello di credito utilizzato e all'indice di concentrazione degli sportelli. I risultati ottenuti concordano con quanto rilevato da precedenti lavori: il multiaffidamento aumenta

---

all'aumentare dell'età dell'impresa e della sua dimensione (misurata dal totale attività). Inoltre è stato rilevato che il Sud e le Isole è l'area geografica in cui l'incidenza del multiaffidamento è maggiore. Per quanto riguarda la propensione alla ricerca e sviluppo dell'impresa è stato rilevato un segno della relazione negativo, concorde con la teoria economica ma non con gli studi precedenti: le imprese con più alta R&S presentano meno relazioni bancarie; la relazione è confermata anche considerando l'appartenenza dell'impresa al settore HiTech. Il multiaffidamento risulta positivamente correlato alla leva finanziaria e, invece, inversamente correlato rispetto al rapporto immobilizzazioni materiali/totale attivo; in quest'ultimo caso, come suggerito da Detragiache *et al.* (2000) se le asimmetrie informative sono basse e l'impresa non presenta particolari difficoltà a finanziarsi da una *nonrelationship bank*, allora confrontarsi con un numero inferiore di intermediari bancari risulta la scelta ottimale. Per quanto concerne il ruolo del mercato, è necessario in primo luogo sottolineare che con il termine locale, anche in questo caso si fa riferimento al contesto "regionale" visto che, sia il numero di banche, sia la variazione del credito concesso dal sistema bancario, sia l'indice di Herfindahl, sono riferiti alla regione dove ha sede l'impresa. Dall'analisi risulta che:

- a. la numerosità delle sedi bancarie presenti in regione, incide positivamente sul multiaffidamento;
- b. la variazione del credito utilizzato, registrato nel corso del triennio, risulta economicamente significativa e con impatto positivo sul numero di relazioni;
- c. all'aumentare della concentrazione del sistema bancario regionale si riduce il fenomeno del multiaffidamento.

Vulpes (2005), utilizzando i dati della Centrale dei Rischi ed un *data set* interno di Unicredit Banca d'Impresa (UBI), mostra che il numero di relazioni bancarie aumenta con la dimensione dell'impresa, la dipendenza dal debito bancario e il rischio dell'impresa<sup>26</sup>. L'autore, inoltre, mette in luce come il fenomeno del multiaffidamento sia più accentuato all'aumentare dell'opacità informativa e della debolezza della struttura di *governance* dell'impresa. In contrapposizione a questi ultimi risultati, Machauer e Weber (2000), in relazione al sistema bancario tedesco, studiando il rapporto di clientela che lega un campione di PMI con le sei più

---

<sup>26</sup> Misurato tramite il rating CEBI.

importanti banche nel periodo 1992-1996, non rilevano una influenza del merito creditizio dell'impresa sul numero di relazioni bancarie, questo sia in presenza che in assenza di una *hausbank*.

Sia per il fenomeno del *relationship lending* sia per quello del multiaffidamento, la discontinuità dei risultati ottenuti dagli studi empirici condotti non consentono di formulare delle affermazioni conclusive. D'altra parte, come evidenziato da Brighi (2006), è necessario porre in evidenza il differente sistema finanziario all'interno del quale, di volta in volta, la relazione banca-impresa è stata presa in esame. Fattori esterni come le caratteristiche dei mercati e degli intermediari in essi attivi, il grado di concentrazione del sistema bancario, il livello di sviluppo dei mercati finanziari, la cornice regolamentare e la presenza o meno di meccanismi di condivisione delle informazioni (Centrale dei Rischi), non possono, infatti, che influenzare le conclusioni a cui si giunge, in relazione anche allo specifico intervallo temporale analizzato.

**Tabella 9** – Numero di relazioni bancarie e quota della banca principale per intervalli di fido accordato

	Fido da 250 a 500 mila euro				Fido da 2,5 a 5 milioni di euro			
	1998	2001	2003	2005	1998	2001	2003	2005
<b>Numero medio di banche affidanti</b>	1,98	1,88	1,75	1,7	5,79	5,07	4,5	4,39
<b>Quota della banca principale</b>	70%	72%	74%	76%	46%	50%	54%	55%

*Fonte:* proprie elaborazioni su dati Bollettino Statistico, Banca d'Italia.

A conferma di ciò, la tabella 9. evidenzia come, sebbene il multiaffidamento continui a rappresentare una peculiarità del sistema bancario italiano, nel corso degli ultimi anni le imprese italiane si stiano riorientando verso un rapporto *relationship based*, intrecciando rapporti collaborativi con un numero inferiore di intermediari fra i quali, con maggiore forza, emerge una banca partner di riferimento (*housebank*).

In particolare, la scelta delle imprese di medio-grandi dimensioni sembra orientarsi verso la scelta di una banca principale di fiducia e di poche altri intermediari di supporto, eventualmente specializzati in particolari ambiti; fra le imprese di minore dimensione, invece, sembra prevalere il rapporto esclusivo con una singola banca, in genere locale. Quest'ultima, infatti, grazie al radicamento sul

territorio e alla maggiore flessibilità organizzativa che connota queste banche rispetto a quelle di maggiori dimensioni, riesce ad instaurare un rapporto più stretto e duraturo con l'impresa, che consente di valutare sia la *soft* che l'*hard information*, e dunque, di poter quantificare meglio il reale merito di credito della controparte e di poter proporre delle soluzioni finanziarie personalizzate.

La progressiva riduzione del numero di controparti bancarie è motivabile, almeno in parte, dall'innalzamento della cultura finanziaria dell'impresa. Appare sempre più chiaro, anche agli occhi dell'imprenditore, la rilevanza strategica della finanza d'impresa: non solo sotto il profilo della quantità di mezzi disponibili, ma anche in termini di qualità dei servizi finanziari acquistati e, più in generale, del supporto ricevuto dalla banca.

E' aumentata la consapevolezza che la finanza aziendale deve supportare la crescita dell'impresa, sia assicurando la disponibilità dei capitali necessari per sostenere lo sviluppo del business sia individuando le soluzioni di finanziamento più efficienti ed efficaci; in altri termini, l'imprenditore deve combinare nel modo migliore possibile, l'offerta proveniente sia dal circuito bancario che dal mercato dei capitali, con la domanda finanziaria, determinata dalle esigenze strategiche dell'impresa.

Questo trend acquista ancora più interesse se unito ad un ulteriore dato raccolto dall'indagine Capitalia (2004): la percentuale delle imprese che si rivolgono principalmente ad una banca avente sede nella provincia di appartenenza si è ridotto nel corso degli ultimi anni.

Le motivazioni a questo risultato sono molteplici. In primo luogo esso è da imputare al processo di fusioni e acquisizioni nel sistema bancario, con conseguente spostamento dei centri decisionali sempre più lontano rispetto all'ubicazione dell'impresa. Un secondo fattore esplicativo potrebbe essere la riduzione del merito di credito delle imprese, con conseguente necessità di trovare un finanziatore anche al di fuori della provincia di appartenenza. Ancora, come visto precedentemente, la tendenza a ricercare molteplici finanziatori, anche al di fuori del proprio territorio di appartenenza, è correlata positivamente alla dimensione dell'impresa. Oltre a questi fattori, la flessione delle imprese che scelgono la *main bank* dentro i confini della provincia, potrebbe essere imputata anche alla volontà di ricercare partner bancari

più qualificati, più capaci di dare risposta a esigenze finanziarie sempre più complesse e sofisticate.

Dunque, in conclusione, le imprese si stanno gradualmente orientando verso la concentrazione delle proprie relazioni con il sistema bancario su pochi intermediari, capaci di rinnovare il proprio approccio al mercato divenendo partner finanziari e non semplici erogatori del credito. In questa prospettiva il radicamento territoriale continua a rappresentare un vantaggio competitivo per l'impresa locale, ma perde la qualifica di unico elemento su cui l'impresa effettua la propria scelta. Sta alla banca sfruttare la *customer proximity*, e l'approfondita conoscenza della clientela, per fidelizzarla tramite un prodotto finanziario capace di soddisfare a pieno le sue esigenze.

La tabella 10 offre uno schema riassuntivo di alcuni dei più importanti lavori empirici sul multiaffidamento, condotti sia in Italia che a livello internazionale.

**Tabella 10** – L'evidenza empirica sul multiaffidamento

Autore	Paese, periodo di indagine, banca dati e numerosità del campione	Note
Detragiache <i>et al.</i> , 2000	Italia: Indagine Mediocredito Centrale, 1994. CdR <sub>3</sub> e CdB <sub>4</sub> 1.849 PMI	Il multiaffidamento può ridurre il rischio di non vedere rifinanziato il progetto imprenditoriale a causa di una crisi di liquidità della banca. Se la capacità di rifinanziarsi presso una <i>nonrelationship bank</i> è elevata, allora il monoaffidamento rimane la scelta ottimale.
Forestieri-Tirri, 2003	Italia: 1/1/1998 – 31/3/1999 CdR <sub>1</sub> e CdB <sub>2</sub> 3.347 PMI	I costi del RL sono superiori ai benefici. Le condizioni di affidamento migliorano all'aumentare del numero di relazioni bancarie: minore tassi d'interesse e minori garanzie.
D'Auria <i>et al.</i> , 1999	Italia: 1985-1993 CdR <sub>3</sub> e CdB <sub>4</sub> 2.331 PMI	Il pluriaffidamento – contrariamente alle attese – riduce il costo del debito.
Cosci-Meliciani, 2005	Italia: 1998-2000 Indagine Capitalia, 2612 imprese	Il multiaffidamento può essere interpretato come una scelta razionale da parte delle imprese al fine di aumentare la loro capacità di finanziamento ( <i>over-leverage</i> ). Il numero di relazioni bancarie cresce se l'impresa è innovativa, di grandi dimensioni e da più anni sul mercato.
De Bodt <i>et al.</i> , 2005	Belgio: 1998-1999 Questionario inviato a 4932 PMI (anno 2000) con 296 risposte sfruttabili per l'analisi.	Non esiste una strategia unica nella scelta del numero delle relazioni bancarie. Essa dipende dalle dimensioni di banche e imprese: I) imprese molto piccole che interagiscono con banche grandi traggono vantaggio dal multiaffidamento; II) imprese più grandi che interagiscono con banche locali traggono vantaggio dalla concentrazione della relazione presso una sola banca.
Machauer – Weber, 2000	Germania: 1992-1996 Relazioni creditizie di 6 fra 9 più grandi gruppi bancari del paese. Ammontare minimo prestito: €1,5 mln	Il multiaffidamento cresce all'aumentare della dimensione e decresce in presenza di una <i>housebank</i> . Il merito creditizio dell'impresa non influenza la scelta del numero delle relazioni bancarie. Il numero delle banche non incide sul costo del credito ma sulla richiesta di garanzie che aumenta per le imprese con un numero inferiori di relazioni bancarie.
Farina-Santos, 2002	Portogallo: 1980-1996 Banca Centrale Portoghese 1.577 PMI	La probabilità di multiaffidamento dipende positivamente dalla durata del RL. Tale probabilità aumenta nel caso di imprese in forte crescita e ad elevato bisogno di credito per finanziare nuovi investimenti.
Neuberger-Schacht, 2005	Svizzera: 1996 e 2002 Questionari sulle imprese, interviste telefoniche ai responsabili finanziari delle imprese (1700 per ogni anno) PMI: da 1 a 199 dipendenti	Le determinanti del multiaffidamento vengono suddivise in due classi: <i>demand side</i> e <i>supply side</i> . Per le imprese di medie dimensioni il numero delle relazioni bancarie è frutto dei cambiamenti sia della domanda che dell'offerta mentre per le piccole imprese dipende solo da fattori <i>supply side</i> (aumento della concentrazione)
Ongena-Smith, 2000	Europa: Interviste a manager finanziari di 1129 imprese di 20 paesi europei - 1996	Il multiaffidamento è più diffuso in paesi con sistemi giuridici inefficienti, mercati dei capitali poco sviluppati e sistemi bancari stabili ma poco concentrati.

Note: 1 Centrale dei Bilanci; 2 Centrale dei Rischi

Fonte: proprie elaborazioni.

### 3.3. Il nesso tra multiaffidamento, credito e tassi

Un ulteriore aspetto estremamente rilevante riguarda il nesso tra multiaffidamento, quantità di credito disponibile e condizioni di prezzo; in questa sede, è utile confrontare i risultati ottenuti da Petersen e Rajan (1994), Harhoff e Korting (1998) e Conigliani (1997) rispettivamente per Stati Uniti, Germania e Italia (cfr. tabella 11).

**Tabella 11** - Il nesso tra multiaffidamento, quantità di credito disponibile e condizioni di prezzo

<b>GERMANIA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ imprese multiaffidate possono ricorrere a meno credito disponibile rispetto le altre imprese</li> </ul>
<b>ITALIA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ il multiaffidamento amplifica le variazioni dei tassi di mercato</li> <li>➤ il multiaffidamento consente di ottenere migliori condizioni di tasso perché le banche sono in concorrenza tra loro</li> </ul>
<b>USA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ imprese con multiaffidamento pagano tassi più elevati</li> <li>➤ richieste di fido di imprese multiaffidate respinte più facilmente</li> <li>➤ imprese monoaffidate hanno tassi di sviluppo inferiori</li> <li>➤ imprese monoaffidate detengono maggiori riserve di liquidità</li> </ul>

Sempre con riferimento all'Italia, molto interessanti sono i risultati ottenuti dall'analisi empirica di Giannini (1991) dalla quale emerge una diminuzione del fabbisogno creditizio per le grandi imprese mentre è aumentato per le PMI, favorito anche dall'aumento dei rapporti di fido.

Emerge inoltre una redistribuzione delle quote di mercato tra le diverse tipologie di banche con un ampliamento della quota di mercato per le piccole banche, soprattutto casse di risparmio, attuando politiche di prezzo aggressive e scadendo nella qualità dei prestiti dimostrato dall'aumento delle sofferenze, a causa della crescita eccessiva del credito accordato a scapito di un'accurata valutazione dell'affidabilità dei clienti e della congiuntura economica sfavorevole dei primi anni novanta.

Un'ultima analisi empirica è quella condotta su 94 banche (suddivise in due sottogruppi da 48 e 46 banche rispettivamente) da Focarelli (1997) rappresentanti circa il 75% del sistema. I risultati più rilevanti sono riportati nella tabella seguente.

**Tabella 12** – Le imprese italiane.

<b>33 BANCHE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ aumento dei prestiti (quota di mercato)</li> <li>➤ aumento della qualità degli impieghi</li> <li>➤ rischiosità degli impieghi bassa</li> <li>➤ tassi di interesse in diminuzione</li> <li>➤ qualità elevata della clientela</li> <li>➤ efficienza operativa</li> </ul>
<b>15 BANCHE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ aumento delle sofferenze in proporzione superiore dei prestiti</li> <li>➤ concede credito a tassi crescente perché consapevole di operare con clientela marginale</li> <li>➤ scadimento della qualità dei prestiti</li> <li>➤ elevati costi di gestione</li> </ul>
<b>33 BANCHE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ riduzione delle sofferenze in modo più rapido rispetto gli impieghi (quota di mercato)</li> <li>➤ grado di rischiosità degli impieghi crescente nel tempo</li> <li>➤ tassi inferiori alla media per mantenere la clientela migliore</li> </ul>
<b>13 BANCHE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ aumento delle sofferenze e riduzione della quota di mercato</li> <li>➤ peggiora qualità del portafoglio prestiti</li> <li>➤ pessimi livelli di efficienza operativa</li> <li>➤ livelli di redditività inferiori alla media</li> </ul>

I risultati dell'analisi empirica di Focarelli non mostrano una relazione tra aumento della concorrenza tra banche e scadimento della qualità degli impieghi. Le banche con i risultati migliori sono le più aggressive come per esempio le banche del primo sottogruppo che pur aumentando la loro quota di mercato hanno mantenuto la clientela di maggiore qualità. Viceversa per il secondo sottogruppo di banche la clientela buona nel breve periodo non si distingue da quella cattiva nel lungo perciò un'espansione delle quote di mercato può fare acquisire anche della clientela cattiva che la banca non riesce a penalizzare con tassi più elevati. Infine per il quarto

sottogruppo di banche si può affermare che per queste banche già caratterizzati da bassi livelli di efficienza operativa e da un portafoglio prestiti sempre più rischioso, hanno tentato di rimandare il momento del collasso assumendo maggiori rischi, scommettendo cioè sulla clientela peggiore.

### **3.4 Simmetrie informative e multiaffidamento**

Tra i fattori individuati dalla letteratura economica come possibile spiegazione dell'esistenza e dell'importanza della banca locale, le asimmetrie informative che separano la banca (principale) e l'impresa (agente) ricoprono certamente un ruolo di primo piano. Come già evidenziato in precedenza, i problemi informativi riguardano, prima, la selezione del progetto da finanziare (*screening*) e, successivamente, il controllo dell'azione del soggetto finanziato (*monitoring*).

Secondo la teoria "classica" (Diamond, 1984), poiché la raccolta delle informazioni necessarie alla valutazione dei progetti è costosa, in un'ottica uniperiodale la relazione esclusiva con una banca emerge come soluzione ottimale nel processo di allocazione del credito. Infatti, al fine di evitare, da una parte, la moltiplicazione degli sforzi da parte di una molteplicità di finanziatori ognuno dei quali deve raccogliere e utilizzare le informazioni e, dall'altra, che questi si comportino da *free-rider* nella convinzione che altri si preoccuperanno del monitoraggio dell'impresa, risulta efficiente delegare l'attività di finanziamento a un intermediario specializzato. In un'ottica multiperiodale, dati i costi fissi sostenuti nella raccolta delle informazioni, la teoria sul "controllo delegato" di Diamond trova estensione nei modelli *relationship-based* che vedono nello sviluppo di una relazione di affidamento esclusiva con una banca la soluzione ottimale.

Contrariamente a quanto può accadere in un rapporto finanziario sporadico ed incerto, all'interno di un rapporto *relationship based*, la banca è disposta a sostenere elevati costi nella raccolta delle informazioni e nel monitoraggio sapendo che essi verranno ammortizzati nel corso del tempo. In quest'ottica, la banca potrebbe, inoltre, concedere un prestito non redditizio nel breve periodo, ma che potrebbe diventarlo qualora il legame banca-impresa si sviluppi oltre il breve termine. L'impresa beneficerebbe quindi di una stabilizzazione del costo del finanziamento

(*intertemporal smoothing*).

Inoltre, le imprese potrebbero essere maggiormente inclini a comunicare più informazioni alla banca di riferimento, rispetto a quanto farebbero in un rapporto *transaction-based*, sapendo che esse rimarranno ad un livello confidenziale; questo è particolarmente vero per le imprese innovative che presentano elevati investimenti in ricerca e sviluppo (Bhattacharya e Chiesa, 1995). Il maggiore flusso di informazioni dall'impresa alla banca, oltre a ridurre i costi di *screening* e di *adverse selection*, consente una maggiore flessibilità contrattuale, non praticabile invece sui mercati finanziari, in quanto facilita l'utilizzo di informazioni riservate non codificabili. Il più ampio *set* informativo mette inoltre la banca nella possibilità di offrire, nel caso sia in possesso delle necessarie risorse professionali, un servizio personalizzato, ritagliato sulle specifiche esigenze dell'impresa, potenziando per tale via il rapporto con la stessa. In sostanza, si innesta una sorta di circolo virtuoso tale per cui la completa e più profonda soddisfazione dei bisogni finanziari dell'impresa rende la banca di riferimento "unica" rispetto ai concorrenti, limitando al contempo le spinte concorrenziali di prezzo (Boot e Thakor, 2000).

# **CAPITOLO IV**

---

## **IL FINANZIAMENTO A TITOLO DI CAPITALE DI DEBITO DELLE PMI**

### **SOMMARIO:**

- 4.1 Lo stato dell'arte: il sistema italiano nel panorama europeo.
- 4.2 Profili analitici delle pmi
- 4.3 Scelte di struttura finanziaria delle pmi
- 4.4 Un caso empirico: metodologia e risultati

#### **4.1 Lo stato dell'arte: il sistema italiano nel panorama europeo.**

In Europa le piccole e medie imprese (PMI), cioè le imprese con meno di 250 addetti, rappresentano la quasi totalità dell'economia reale (99,8 %). In particolare, le micro e piccole imprese (quelle, cioè, con un numero di addetti inferiore a 50) costituiscono il 98,7%, ed occupano circa il 50% della forza lavoro impiegata nel settore non finanziario<sup>27</sup>.

Dato il peso della componente delle piccole imprese nell'economia europea, è importante indagarne le specificità nel finanziamento e le eventuali difficoltà di accesso al credito sperimentate in occasione dell'attuale crisi.

Rispetto alle grandi imprese, le piccole imprese normalmente non sono in grado di ricorrere al mercato dei capitali per le loro esigenze di finanziamento ma dipendono maggiormente dal sistema bancario.

Le piccole imprese, date le loro caratteristiche di maggior opacità dal punto di vista informativo e rischio relativamente più elevato di fallimento<sup>28</sup>, trovano maggiormente costoso finanziare i loro progetti ricorrendo ad intermediari non bancari o direttamente sul mercato, rispetto al credito bancario. Quest'ultimo costituisce dunque la fonte privilegiata di finanziamento per questa classe di imprese.

Rispetto al mercato dei capitali, un sistema finanziario bancocentrico può risultare più efficiente nell'allocazione delle risorse finanziarie in un contesto caratterizzato da un apparato produttivo estremamente frammentato, come quello italiano. Infatti, al fine di garantire un flusso stabile di business futuro con il network di imprese-clienti, i sistemi relazionali di finanziamento incentivano i finanziatori a cooperare con l'impresa finanziata rendendo più stabile il flusso di finanziamenti nel tempo. Inoltre, i sistemi relazionali di finanziamento hanno vantaggi informativi che implicano prestiti meno costosi e *liquidity insurance*: mediante contratti creditizi

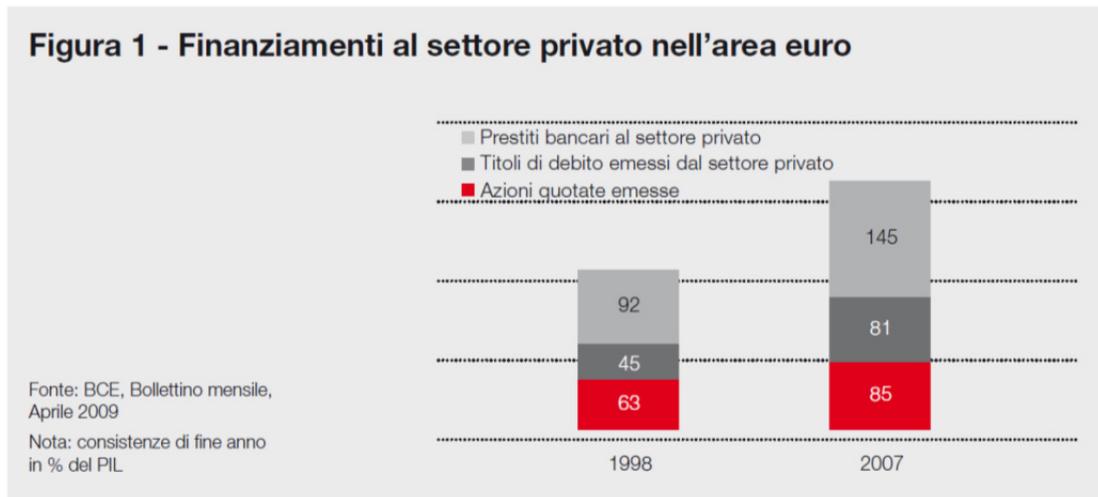
---

<sup>27</sup> Dati rilevati dal rapporto Unicredit sulle piccole imprese-VI edizione 2009-2010

<sup>28</sup> Per quanto riguarda l'Italia, ad esempio, secondo il rapporto Cerved "I fallimenti in Italia e in Europa" (Maggio 2009), le oltre 50 mila società di capitale per cui si è aperta tra il gennaio del 2001 e l'aprile del 2009 una procedura fallimentare erano, prima dell'insorgere della crisi, soprattutto aziende di piccola dimensione. In base ai bilanci di tre annualità precedenti alle procedure risulta infatti che circa il 39% delle imprese generava un volume d'affari compreso tra 200 mila euro e 1 milione di euro e il 24% sotto i 200 mila euro

ripetuti nel tempo la banca ottiene informazioni su business e condizioni finanziarie di imprese opache.

La figura di sotto conferma la bancocentricità del sistema finanziario dell'Europa continentale, diversamente da quello statunitense, maggiormente basato sul mercato dei capitali. Nell'area euro, i prestiti bancari al settore privato corrispondono al 145% del PIL nel 2007, in aumento di circa il 58% dal 1998<sup>29</sup>.

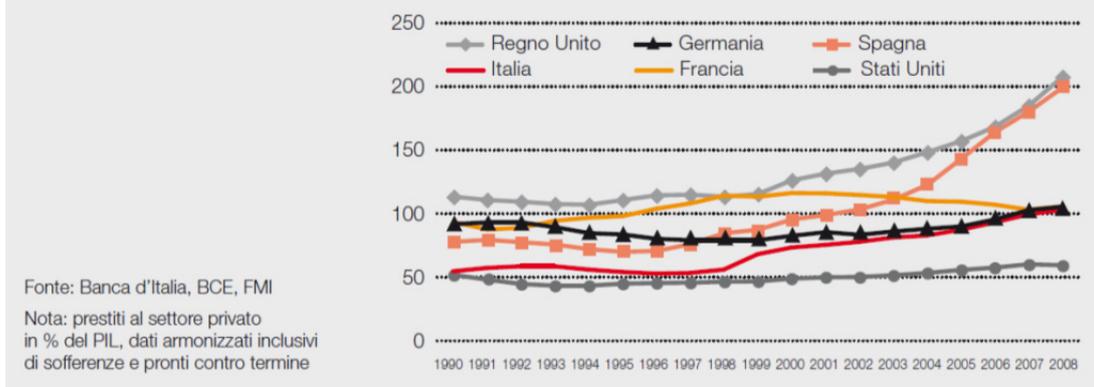


In termini di dimensione dei mercati creditizi, misurata dai prestiti al settore privato in percentuale del PIL, l'Italia è allineata a Francia e Germania, distinguendosi da Regno Unito e Spagna, che recentemente hanno sperimentato forme di squilibrio finanziario legate alla bolla immobiliare<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> Rapporto Unicredit sulle piccole imprese-VI edizione 2009-2010.

<sup>30</sup> Rapporto Unicredit sulle piccole imprese-VI edizione 2009-2010.

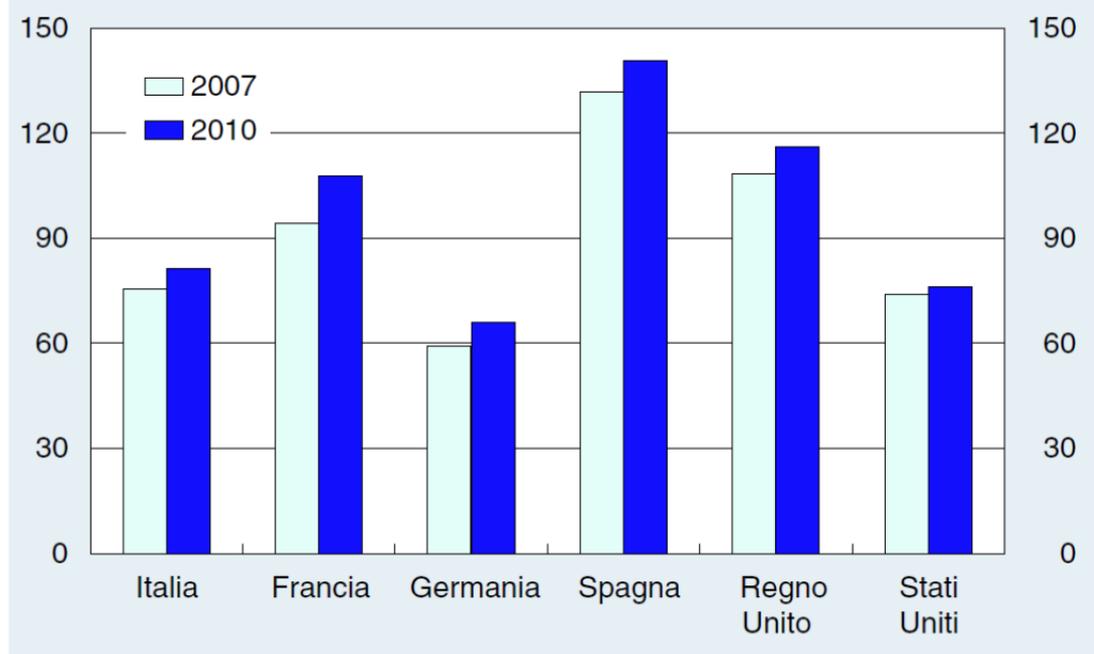
**Figura 2 - Dimensione dei mercati creditizi in Europa**



Relativamente al confronto di cui sopra su base europea alleghiamo un altro schema funzionale alla comprensione dei rapporti tra i debiti finanziari delle imprese e PIL dei vari paesi europei.

**Schema n°1**

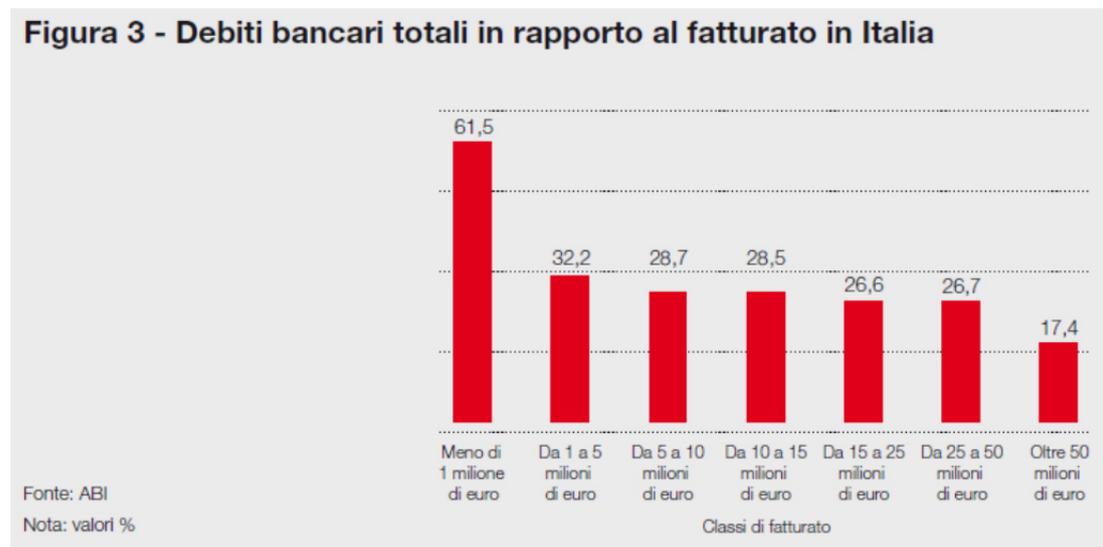
**Rapporto tra debiti finanziari delle imprese e PIL**  
(valori percentuali)

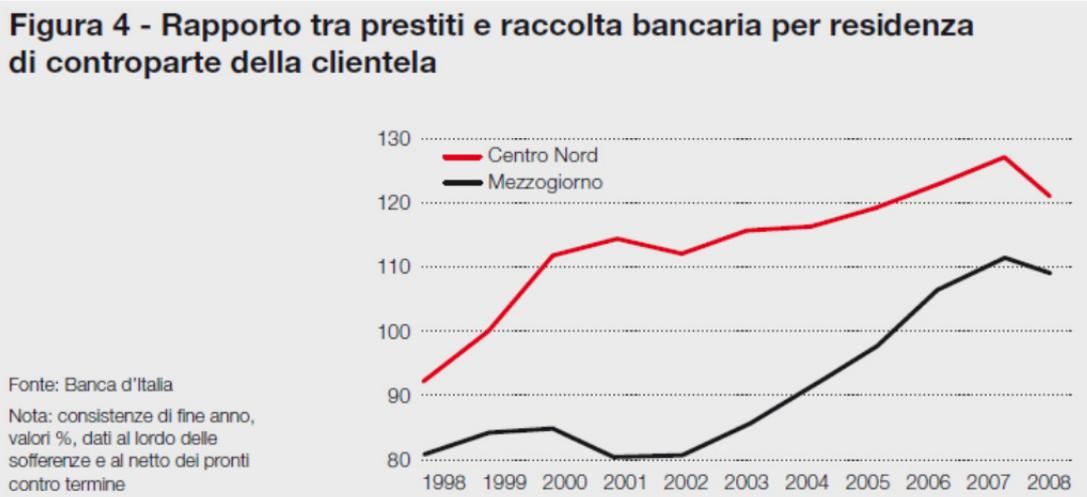


Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia; Eurostat e BCE per i paesi dell'area dell'euro; Central Statistical Office per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti.

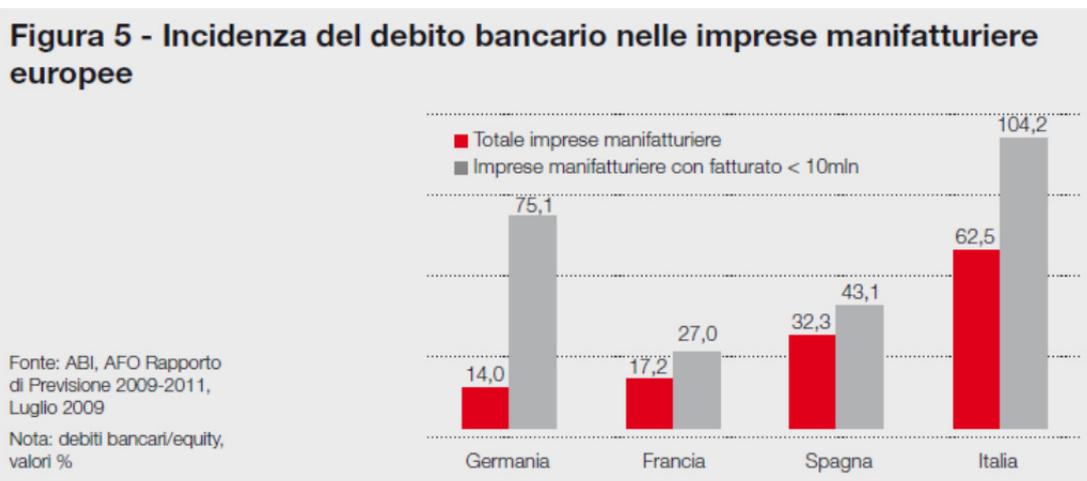
Come si evince dalla Figura 2, la dimensione del mercato creditizio in Italia è stata caratterizzata da un notevole aumento a partire dal 1998, in concomitanza della formazione dei principali gruppi bancari di natura privata. Durante questa espansione del mercato creditizio, il sistema bancario italiano ha sviluppato la capacità di finanziare con maggiore intensità le micro e le piccole imprese. Il sistema economico italiano è caratterizzato proprio dalla forte intensità di micro imprese che spiega, analizzando gli impieghi per destinazione, come in Italia la quota sul totale dei finanziamenti (famiglie ed imprese non finanziarie) concessi alle imprese rispetto a quella destinata alle famiglie sia diversa dalla media europea: in particolare, la quota degli impieghi alle imprese non finanziarie sul totale risulta a marzo 2011 pari a quasi il 60% in Italia, un valore superiore alla media dell'Area Euro: 47,4%.

In particolare, anche al Sud si è creata una maggiore disponibilità di risorse finanziarie rispetto alla raccolta diretta (depositi): negli ultimi anni il rapporto dei prestiti sulla raccolta bancaria ha superato il 100%, portando l'indicatore su valori mai raggiunti in precedenza.





Il processo di concentrazione del sistema bancario ha quindi supportato il finanziamento del sistema produttivo e aiutato le imprese italiane ad avviare, dalla prima metà del decennio corrente, un processo di ristrutturazione volto a migliorare la produttività e la competitività internazionale del sistema produttivo. Come si osserva dalla figura di sotto, le PMI italiane sono le più indebitate nei confronti delle banche in Europa: nel nostro Paese l'incidenza dello stock di debiti bancari rispetto al patrimonio risulta piuttosto elevata, raggiungendo valori superiori al 100% per le imprese con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro, mentre per Germania, Francia e Spagna tale incidenza è in media del 48%. Pertanto, in assenza di un'adeguata politica di crescita e di patrimonializzazione delle PMI, gli investimenti necessari per ristrutturare l'azienda sono stati sostenuti in maggior parte mediante finanziamenti bancari, determinando l'innalzamento della leva finanziaria.



A questa situazione di indebitamento si sono aggiunte le improvvise difficoltà prodotte dalla crisi, che ancora adesso sta facendo sentire i propri effetti sull'economia reale. Da una parte, le imprese si attendono finanziamenti paragonabili a quelli dei primi anni duemila, dall'altra la crisi finanziaria ha imposto alle banche maggiore cautela per rispettare i requisiti patrimoniali minimi definiti dagli Organi di Vigilanza. Evidenza di questo comportamento è fornita anche dalle banche italiane che partecipano alla *Bank Lending Survey*, l'indagine sul credito bancario condotta dalla BCE<sup>31</sup>.

È stato segnalato un irrigidimento dei criteri adottati per l'erogazione dei finanziamenti dai primi due trimestri dell'anno 2009, anche se di intensità significativamente attenuata rispetto alle rilevazioni di fine 2008, sino ad ottobre 2011 (in riferimento ai dati dell'ultima *bank lending survey*) Questo è legato anche al fatto che talune modalità di interpretazione dei criteri di Basilea II da parte delle banche possono aver attenuato il peso della componente relazionale qualitativa nel rapporto creditizio. Negli ultimi anni, soprattutto presso le grandi banche, si sono diffusi modelli di valutazione basati su informazioni oggettive (*hard information*) a scapito di altre informazioni qualitative (*soft information*). La crisi ha evidenziato l'importanza di quest'ultimo tipo di informazione ed ha posto alle banche la sfida di incorporarle in modelli di valutazione del rischio (*hardening della soft information*).

Data questa situazione, in quali termini possiamo parlare per le banche italiane di *credit crunch* (stretta creditizia)? Purtroppo, valutare in tempo reale se una simile situazione si stia verificando o meno non è semplice. Infatti, non è facile ricondurre una contrazione del credito ad un calo della componente di domanda, dovuta ad un indebolimento dell'attività economica durante una recessione, oppure ad un calo della componente di offerta, dovuta alle pressioni poste sulle banche da un peggioramento nella qualità del credito delle imprese e/o una situazione di sottopatrimonializzazione nei bilanci bancari. Attualmente, la dinamica di

---

<sup>31</sup> L'indagine ha preso il via nel gennaio del 2003 ed è condotta dalle banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato la moneta unica in collaborazione con la Banca centrale europea. Si rivolge ai responsabili delle politiche del credito delle principali banche dell'area (oltre 110); per l'Italia partecipano le capogruppo di otto gruppi creditizi. L'indagine consente di evidenziare in maniera distinta, da un lato, i fattori che influenzano l'offerta di credito nonché i termini e le condizioni praticate alla clientela e, dall'altro, l'andamento della domanda di credito con le relative determinanti.

rallentamento degli impieghi in Italia è analoga a quella dell'area dell'euro<sup>32</sup> e riflette l'eccezionale calo dell'attività economica. La sopra citata indagine sul credito bancario in Italia evidenzia altresì un forte calo della domanda di credito nei primi due trimestri dell'anno, determinato principalmente dalla caduta degli investimenti. Tali risultati sono inoltre coerenti con quanto emerge dall'analisi di UniCredit su un campione di oltre 6000 imprese italiane<sup>33</sup>.

Le aspettative per i prossimi mesi sono orientate a un peggioramento. Gli ordini e il fatturato sono previsti in rallentamento, soprattutto da parte degli esportatori, delle imprese di maggiore dimensione e di quelle manifatturiere.

Le attese sugli investimenti sono in calo, in particolare tra le aziende più piccole. Prevalgono aspettative di un peggioramento delle condizioni di accesso al credito, riferite sia al costo sia alla disponibilità di nuovi finanziamenti; questi timori sono diffusi principalmente tra le imprese di media dimensione e tra quelle della manifattura e del commercio.

In prospettiva, i principali rischi per le imprese derivano dal rallentamento della congiuntura economica e da un peggioramento nelle condizioni di finanziamento conseguente alle tensioni sul fronte della raccolta bancaria. Nonostante il livello relativamente basso dei debiti finanziari in rapporto al PIL (come prima rappresentato), il rischio di tasso di interesse delle imprese italiane è elevato, in ragione soprattutto dell'alta quota di debiti con scadenze (circa il 60 per cento dei debiti bancari ha una scadenza inferiore a due anni), il cui rinnovo potrebbe consentire alle banche di aumentare i margini). Contribuisce alla vulnerabilità delle imprese la scarsa diversificazione dei debiti, per oltre due terzi di fonte bancaria<sup>34</sup>.

Gli impieghi complessivi alle famiglie ed alle imprese non finanziarie (cioè società non finanziarie, famiglie consumatrici, imprese individuali) hanno manifestato

---

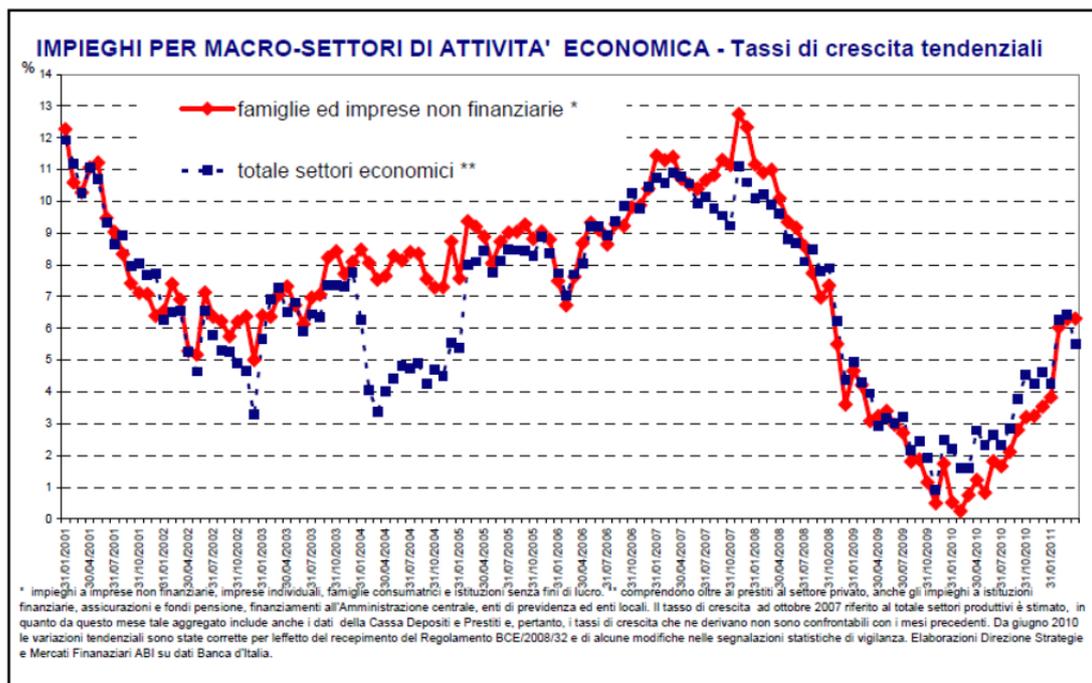
<sup>32</sup> Rapporto di previsione 2009-2011, Abi, Afo luglio 2009

<sup>33</sup> Rapporto Unicredit sulle piccole imprese, VI edizione 2009-2010

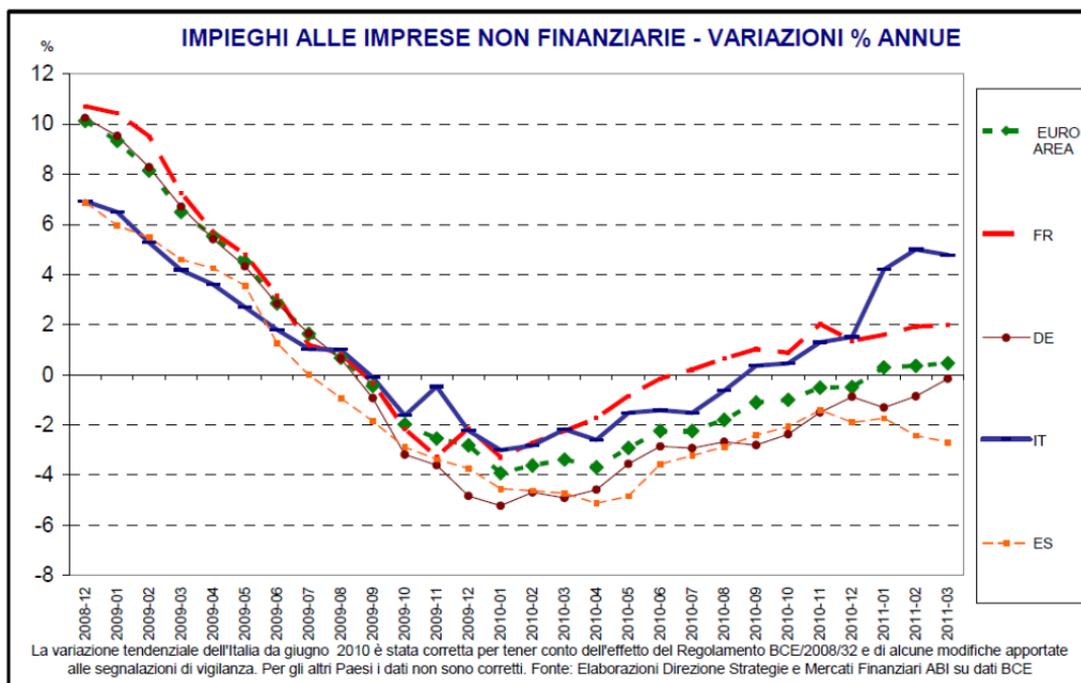
<sup>34</sup> La Banca d'Italia, nella relazione 2011 sulla stabilità finanziaria ha analizzato e previsto le condizioni di solvibilità delle 500000 aziende censite nell'archivio Cerved di cui è stato analizzato e proiettato nel futuro il trend dell'indice di solvibilità rappresentato dal rapporto Oneri Finanziari/Mol sulla base di modelli econometrici e sistemi previsionali.

a marzo 2011 un incremento tendenziale di +6,3% (+6,3% anche a febbraio 2011 e +1,2% a fine marzo 2010).

Secondo prime stime a fine aprile 2011 tale aggregato avrebbe segnato una crescita ancora del 6,2 %.



La dinamica su base annua dei finanziamenti alle imprese è risultata alla fine del primo trimestre del 2011 pari a +5% circa dal -2,2% di marzo 2009.



Da un confronto internazionale sulla base dei dati Bce, emerge come negli ultimi mesi si sia registrato un recupero nella dinamica del totale dei finanziamenti alle imprese sia nella media dell'Area Euro, passata da circa il -3,4% di marzo 2010 a +0,5% di marzo 2011, che nei principali Paesi europei: Spagna (da -4,7% a 2,7%), la Francia (da -2,2% a +2%). In Germania si è passati da -4,9% a -0,2%. La quota dell'Italia sul totale Area Euro per quanto concerne i finanziamenti alle imprese non finanziarie si è consolidata negli ultimi anni, posizionandosi al 19,2%, a fronte di un'incidenza dell'Italia in termini di Pil di circa il 17%.

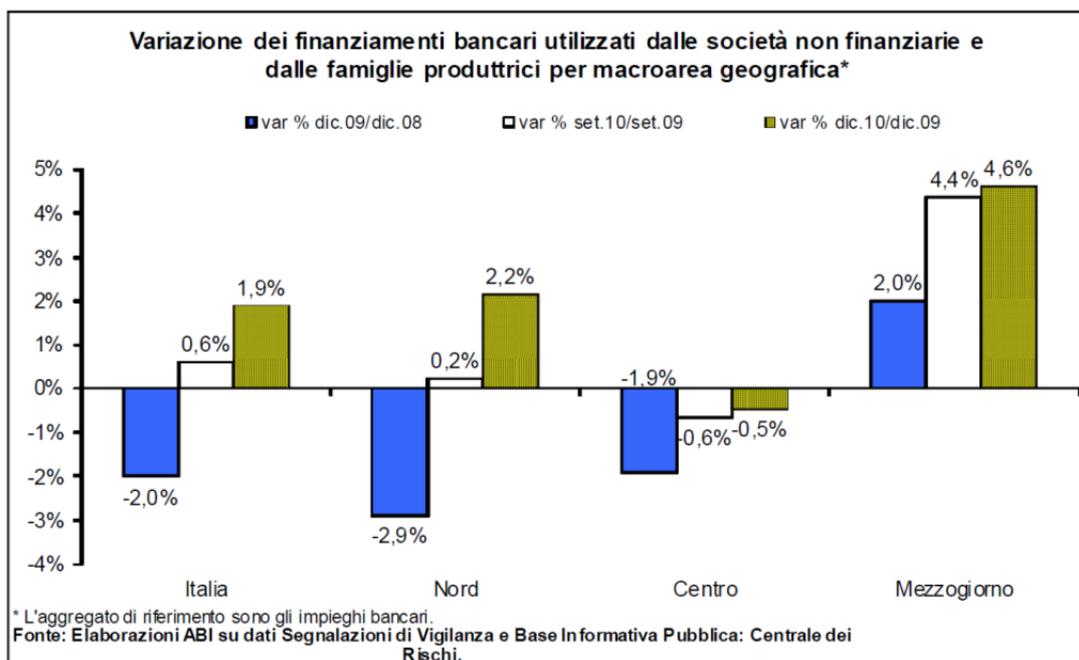
Laddove si analizzi la dinamica dei finanziamenti alle imprese non finanziarie per durata si rileva come nei primi mesi del 2011 essa sia da attribuire principalmente alla componente a breve scadenza, che nei mesi precedenti aveva segnato una marcata flessione.

In particolare, i finanziamenti con durata superiore a 5 anni hanno segnato a fine marzo 2011 un tasso di crescita annuo di circa il +5,3% (-1% per i finanziamenti tra 1 e 5 anni).

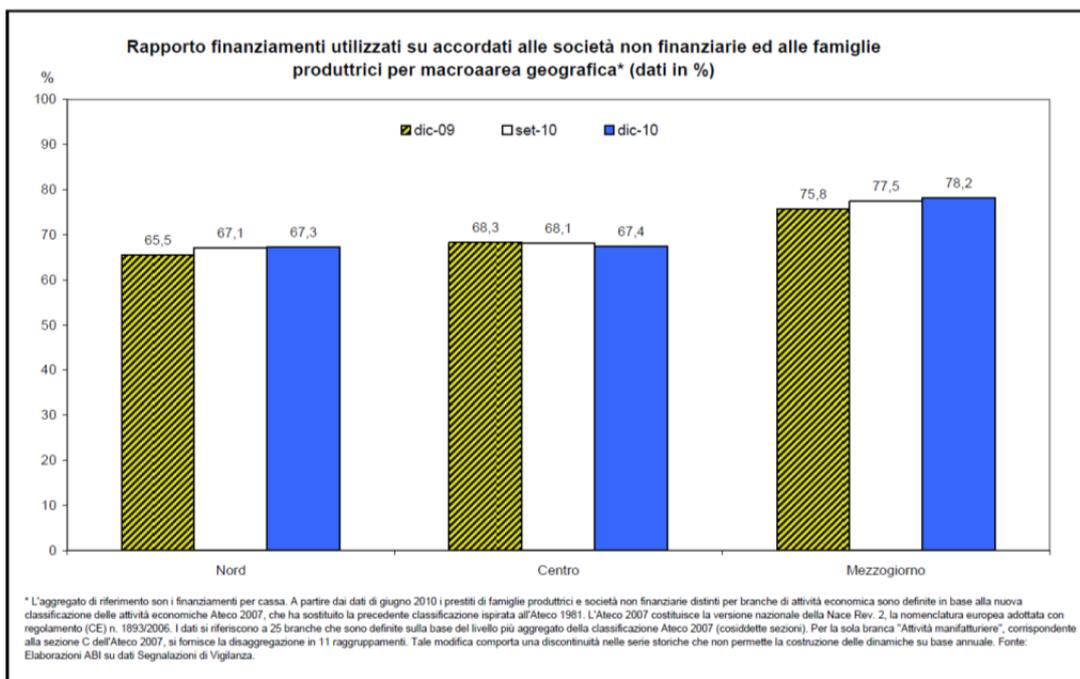
D'altra parte, gli impieghi a breve termine (fino ad un anno) hanno manifestato – sempre alla fine del primo trimestre del 2011 – una variazione pari a +7,1% (-7,7% a fine marzo 2010). In particolare, in Italia la quota dei finanziamenti

oltre 5 anni copre una quota di il 46%, un valore inferiore alla media dell'area Euro (56,5% sempre a fine marzo 2011), ma in recupero.

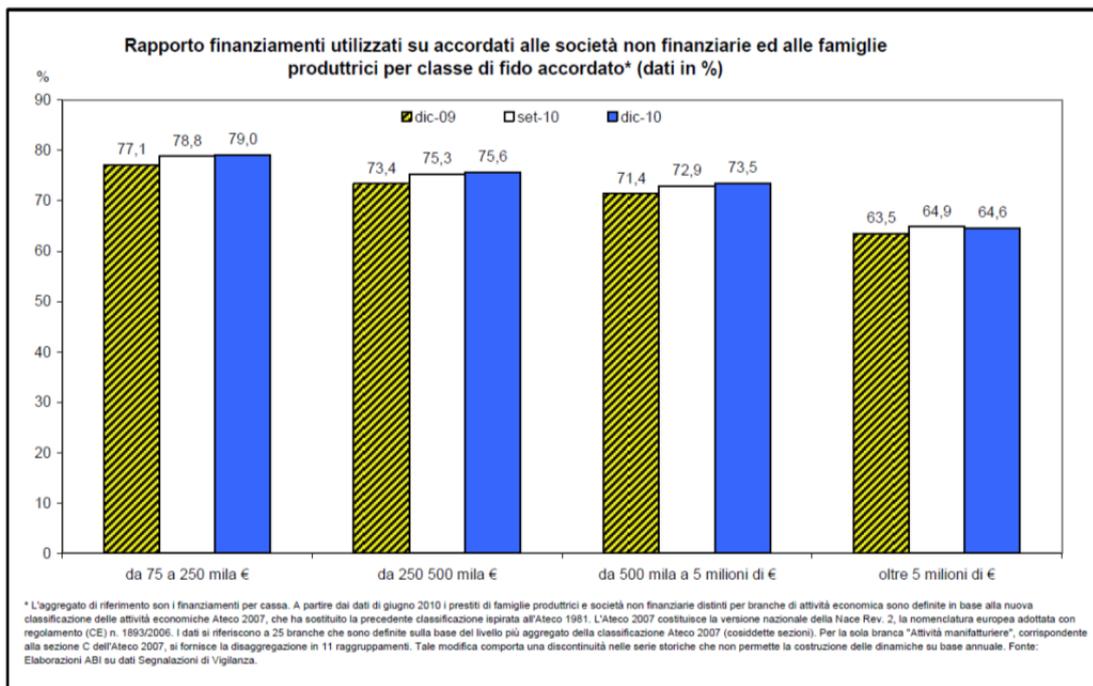
Con riferimento ai finanziamenti in capo ai settori produttivi (imprese non finanziarie e famiglie produttrici), la ripartizione per macroarea geografica segnala, secondo i dati relativi a dicembre 2010, un tasso di crescita su base annua nel Nord d'Italia pari al +2,2% (+0,2% a settembre 2010), a -0,5% nel Centro (-0,6% in precedenza) e del +4,6% nel Mezzogiorno (+4,4% a settembre 2010).



Con riferimento al rapporto finanziamenti utilizzati su finanziamenti accordati alle società non finanziarie ed alle famiglie produttrici si evince come esso si posizioni al 67,3% a dicembre 2010 per il Nord Italia (67,1% a settembre 2010), al 67,4% nell'Italia centrale (68,1% a settembre 2010) ed al 78,2% nel Mezzogiorno (77,5% a settembre 2010).



Con riguardo al rapporto finanziamenti utilizzati su finanziamenti accordati alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici sulla base della ripartizione per classi di fido accordato si evince come esso si posizioni al 79% a dicembre 2010 per la classe compresa fra 75 e 250 mila euro (78,8% a settembre 2010), al 75,6% per la classe compresa fra 250 e 500 mila euro (75,3% a settembre 2010), al 73,5% per la classe di fido compresa fra 500 e 5 milioni di euro (72,9% a settembre 2010) ed al 64,6% per la classe di affidamento superiore a 5 milioni di euro (64,9% a settembre 2010).



In dettaglio, la quota sul totale degli impieghi fino a 250.000 euro (considerando anche i crediti non censiti dalla Centrale dei Rischi fino a 30.000 euro) risulta alla fine 2010 pari all'11,9% (11,8% a settembre 2010; 11,4% a fine 2009; 8,2% la quota dei finanziamenti fino a 125.000 euro, percentuale che raggiunge il 23,1% con riguardo agli impieghi fino 1.000.000 euro (micro e piccoli finanziamenti: 22,9% a settembre 2010; 23,2% a fine 2009), e pari al 43,8% (43,4% a settembre 2010 e 44,5% a dicembre 2009) qualora si considerino i finanziamenti fino a 5.000.000 euro (micro, piccoli e medi finanziamenti).

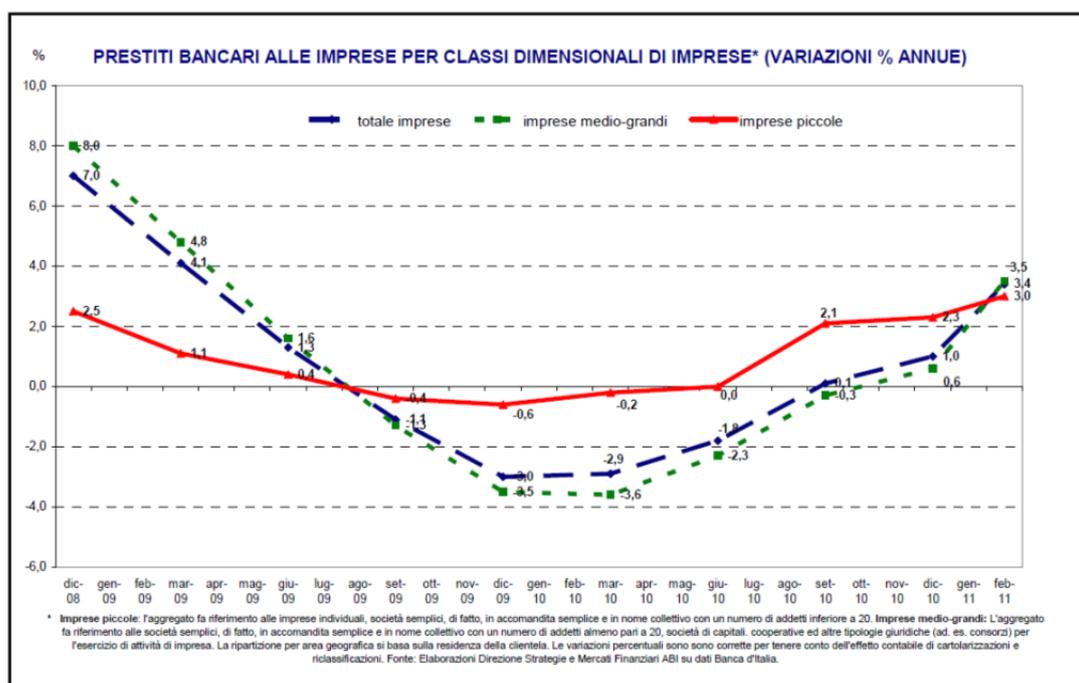
IMPIEGHI PER CLASSI DI FIDO (totale impieghi) (dicembre 2010)			
	Società non finanziarie (a)	Famiglie produttrici (b)	Società non finanziarie e famiglie produttrici (a)+(b)
<i>(mil di euro)</i>			
Impieghi fino ad 125.000 €	36.965	37.264	74.229
Impieghi fino ad 250.000 €	54.467	53.321	107.788
Impieghi fino ad 1.000.000 €	132.860	75.937	208.797
Impieghi fino a 5.000.000 €	306.830	88.212	395.042
Impieghi fino a 25.000.000 €	499.719	90.306	590.025
Impieghi totali	811.100	91.244	902.344
<i>(quota % cumulata sul totale impieghi)</i>			
Impieghi fino ad 125.000 €	4,6	40,8	8,2
Impieghi fino ad 250.000 €	6,7	58,4	11,9
Impieghi fino ad 1.000.000 €	16,4	83,2	23,1
Impieghi fino a 5.000.000 €	37,8	96,7	43,8
Impieghi fino a 25.000.000 €	61,6	99,0	65,4
Totale impieghi	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazioni Direzione Strategie e Mercati Finanziari ABI su dati Banca d'Italia  
Note: le elaborazioni si riferiscono a tutti gli impieghi (inclusi anche da 0 a 30.000 euro) al netto delle sofferenze lorde.

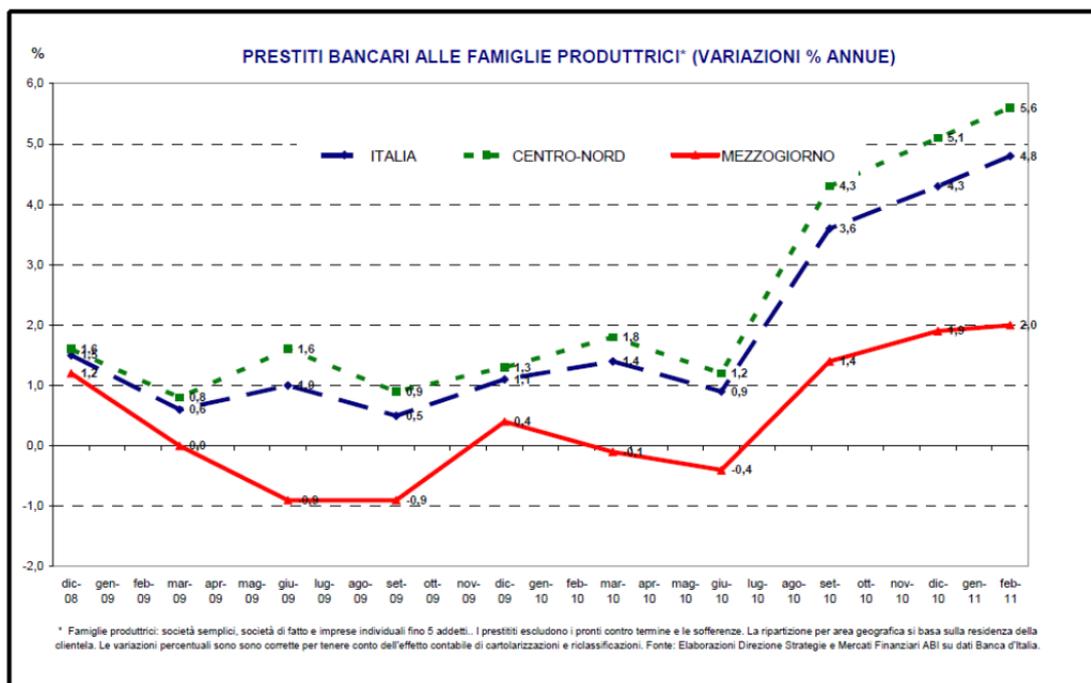
IMPIEGHI PER CLASSI DI FIDO (totale impieghi) (settembre 2010)			
	Società non finanziarie (a)	Famiglie produttrici (b)	Società non finanziarie e famiglie produttrici (a)+(b)
<i>(mil di euro)</i>			
Impieghi fino ad 125.000 €	35.324	37.283	72.607
Impieghi fino ad 250.000 €	52.820	53.131	105.951
Impieghi fino ad 1.000.000 €	131.031	75.331	206.362
Impieghi fino a 5.000.000 €	304.021	87.174	391.195
Impieghi fino a 25.000.000 €	496.910	89.268	586.178
Impieghi totali	810.952	89.893	900.845
<i>(quota % cumulata sul totale impieghi)</i>			
Impieghi fino ad 125.000 €	4,4	41,5	8,1
Impieghi fino ad 250.000 €	6,5	59,1	11,8
Impieghi fino ad 1.000.000 €	16,2	83,8	22,9
Impieghi fino a 5.000.000 €	37,5	97,0	43,4
Impieghi fino a 25.000.000 €	61,3	99,3	65,1
Totale impieghi	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazioni Centro Studi e Ricerche ABI su dati Banca d'Italia  
Note: le elaborazioni si riferiscono a tutti gli impieghi (inclusi anche da 0 a 30.000 euro) al netto delle sofferenze lorde.

Qualora si considerino i finanziamenti verso le imprese per classi dimensionali, si rileva come la dinamica dei finanziamenti alle imprese piccole (imprese individuali, società semplici, di fatto, in accomandita semplice e in nome collettivo con un numero di addetti inferiore a 20) abbiano segnato dapprima una dinamica in flessione più contenuta rispetto a quella delle imprese medio-grandi (società semplici, di fatto, in accomandita semplice e in nome collettivo con un numero di addetti almeno pari a 20, società di capitali, cooperative ed altre tipologie giuridiche - ad. es. consorzi - per l'esercizio di attività di impresa). Successivamente le imprese di medio grandi dimensioni hanno sperimentato una crescita comparativamente più sostenuta, manifestando a febbraio 2011 un tasso annuo di crescita dei prestiti leggermente superiore a quello delle imprese piccole.



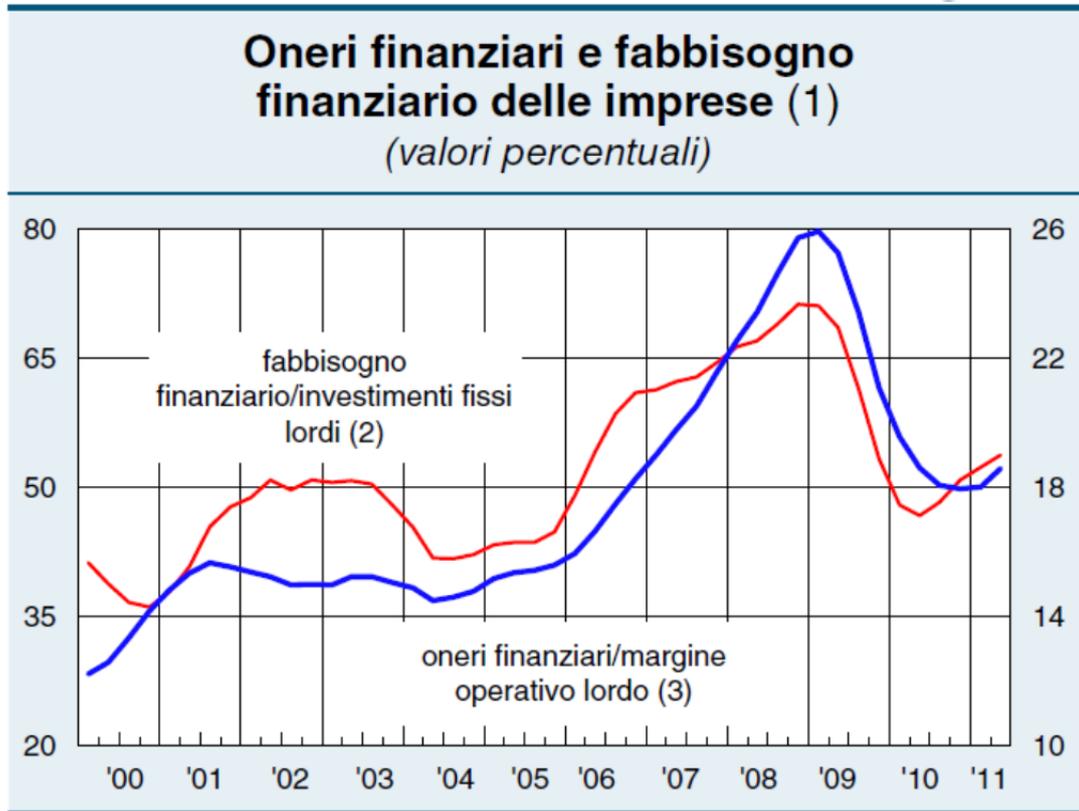
A fine febbraio 2011 tali finanziamenti hanno segnato un aumento di +3% per le imprese piccole, che si raffronta ad un incremento di +3,5% per le imprese medio-grandi. La disaggregazione su base territoriale della dinamica dei finanziamenti per dimensione di impresa rileva un *trend* più sostenuto dei finanziamenti alle piccole imprese e per le famiglie produttrici nel Centro-Nord rispetto al Mezzogiorno e di converso un andamento più sostenuto nel Mezzogiorno con riguardo ai prestiti alle imprese di medio-grandi dimensioni.



I dati sulle imprese mostrano i primi effetti della debolezza della ripresa congiunturale. Nel giugno del 2011 il margine operativo lordo (MOL) ha decelerato all'1,4 per cento, dal 3,3 dello scorso dicembre. Il peso degli oneri finanziari sul MOL ha interrotto la discesa registrata nei mesi precedenti, attestandosi su livelli superiori a quelli precedenti la crisi (fig. di cui sotto). Il fabbisogno finanziario è aumentato, riflettendo una crescita dell'autofinanziamento inferiore a quella degli investimenti.

L'affievolirsi della ripresa ha inoltre influenzato il numero dei fallimenti aziendali, il cui tasso di crescita è tornato ad aumentare nel secondo trimestre del 2011; la manifattura e l'edilizia restano i settori con la maggiore incidenza di fallimenti, ma il recente peggioramento appare principalmente ascrivibile alle imprese dei servizi<sup>35</sup>.

<sup>35</sup> Il sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia in settembre su un campione di circa 4.000 imprese industriali e dei servizi avvalorò l'indicazione di una stasi della condizione reddituale delle aziende italiane. Rispetto al 2010 è sostanzialmente stabile sia la quota di aziende con un fatturato in crescita (42 per cento), sia la percentuale di aziende che prevede di chiudere in utile il bilancio del 2011 (58 per cento, dieci punti in meno rispetto ai livelli pre-crisi). Nell'ultimo biennio hanno mostrato difficoltà di recupero della redditività soprattutto le aziende del Mezzogiorno, quelle con meno di 50 addetti e quelle operanti nel settore dei servizi. Sono risultate più frequenti rispetto all'anno scorso le revisioni al ribasso dei piani di investimento, che le imprese attribuiscono principalmente a fattori finanziari, organizzativi e all'aumento dell'incertezza sull'evoluzione del



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) Stime basate sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie. I dati utilizzati nel calcolo degli indicatori sono pari alla somma dei quattro trimestri terminanti in quello di riferimento. – (2) Scala di sinistra. Il fabbisogno finanziario è dato dalla differenza fra investimenti e autofinanziamento. – (3) Scala di destra.

L'andamento recente degli impieghi potrebbe in parte riflettere la crescente cautela adottata dalle banche nelle scelte di affidamento e le loro difficoltà nel reperire fondi a medio e a lungo termine. Questa interpretazione è coerente sia con l'aumento dei tassi attivi (fig. di cui sotto), tuttora contenuto ma superiore (soprattutto per le imprese) a quanto sarebbe giustificato dalla dinamica dei tassi di mercato, sia con le risposte fornite dagli intermediari italiani nell'ambito dell'indagine sul credito (*Bank Lending Survey*). Segnali di maggiore prudenza delle politiche di offerta delle banche italiane sono desumibili anche dalle indagini presso le imprese. Indicazioni non dissimili emergono per l'intera area dell'euro<sup>36</sup>.

quadro macroeconomico. Il fabbisogno di fondi esterni sarebbe aumentato per il 28 per cento delle imprese. *Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2, novembre 2011-Banca d'Italia*

<sup>36</sup> Rapporto sulla stabilità finanziaria, Novembre 2011-Banca d'Italia

## 4.2. Profili analitici delle pmi

Come già detto, il nostro sistema produttivo è composto in prevalenza da piccole e medie imprese, oltre quattro milioni attualmente, che tendono a rimanere tali, contribuendo al PIL per oltre il 70% del totale. Al fine di comprendere al meglio il senso di questo lavoro di indagine sulle scelte di finanziamento delle PMI, occorre provvedere alla loro definizione e classificazione sulla base di criteri sia qualitativi che quantitativi. I criteri qualitativi per l'individuazione di una PMI traevano origine dalle loro peculiarità intrinseche, riassumibili in:

- una coincidenza tra soggetto economico e management;
- una quota di mercato ridotta;
- l'essere indipendente da altre imprese;
- una scarsa specializzazione del management
- l'esistenza di contatti personali tra la direzione e la manodopera l'avere difficoltà all'accesso al credito, specie a medio-lungo termine;
- uno scarso potere contrattuale verso i terzi in genere.

Allo scopo di giungere ad una corretta definizione di PMI, poiché spesso tali caratteristiche non erano facilmente osservabili e non erano sempre disponibili, si è preferito poi introdurre dei criteri quantitativi più oggettivi e idonei a cogliere soprattutto il profilo dimensionale delle imprese, partendo dal presupposto che per differenti motivazioni, ad esempio per scopi statistici o per individuare con precisione le imprese beneficiarie di alcuni provvedimenti pubblici, era indispensabile giungere ad una classificazione semplice, oggettiva e condivisa.

Nel corso del tempo e in vari contesti, dunque, sono stati proposti differenti indicatori quantitativi allo scopo di cogliere proprio la dimensione d'impresa, tra cui rilevano il numero di dipendenti, il fatturato, il valore aggiunto e il capitale investito<sup>37</sup>.

Nonostante queste precisazioni, è noto che nella letteratura internazionale non esiste una definizione univoca di piccola e media impresa; in alcuni Stati, per esempio in USA e in Canada, si tende a definire come PMI o *Small Medium Enterprise* (SME) l'impresa avente un numero di dipendenti minore di 500<sup>38</sup>. In

---

<sup>37</sup> Angelini, 2005

<sup>38</sup> Cfr. Ayyagari, Beck, Demirguc-Kunt (2003).

Europa fino a qualche anno fa, invece, si adottava una definizione di PMI diversa da Stato a Stato, complicando eventuali analisi comparative in materia. Un intervento deciso e chiarificatore in tal senso è quello recente della Europea<sup>39</sup>.

Nel 2003, la Commissione Europea<sup>40</sup> ha ritenuto opportuno (prevalentemente allo scopo di riservare solo alle imprese aventi le caratteristiche di vere PMI - prive del potere economico dei grandi gruppi - il beneficio di accedere ai meccanismi nazionali e ai programmi europei di sostegno alle PMI) definire e rendere conseguentemente pubblici alcuni parametri quantitativi oggettivi e dei criteri per la definizione di queste categorie di imprese, avendo notato l'esigenza di specificare con più accuratezza e ridefinire concettualmente le piccole e le medie imprese, riducendo la soggettività insita nelle precedenti classificazioni. La Commissione europea ha dunque sostenuto che il fattore della dimensione di impresa si debba cogliere utilizzando non solo il criterio del numero degli "effettivi" (ossia dei dipendenti, unico parametro utilizzato molto spesso nelle precedenti classificazioni, sia americane che europee) ma anche dell'entità del volume d'affari *oppure* del totale di bilancio.

La Commissione Europea è dunque recentemente intervenuta modificando la precedente definizione di PMI in vigore fino al 31 dicembre 2004, modifica che si è resa necessaria soprattutto a causa dell'inflazione – che ha evidenziato l'inadeguatezza dei criteri riguardanti i valori monetari in bilancio – e della crescita della produttività registrate dal 1996. Il 6 maggio 2003, dunque, la Commissione ha adottato una nuova classificazione di imprese piccole e medie, col pregio di aver anche introdotto una nuova categoria di impresa, quella delle micro-imprese appunto.

Tale definizione, che ha finito per sostituire la precedente, mantiene le varie classi di effettivi che hanno consentito in passato di definire le categorie delle microimprese, delle piccole e delle medie imprese, prevedendo però un aumento sostanziale dei tetti finanziari (volume d'affari e totale di bilancio), risultante dall'inflazione e dalla crescita della produttività osservate dal 1996, data della prima definizione comunitaria delle PMI. Nonostante tale definizione risalga al 2003, fu

---

<sup>39</sup> Ayyagari, Beck, Demirguc-Kunt (2003).

<sup>40</sup> Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, testo integrale dell'atto (2003/361/CE) [Gazzetta ufficiale L. 124 del 20.05.2003].

deciso dalla Commissione che, allo scopo di consentire una transizione agevole a livello comunitario e nazionale, questa nuova definizione fosse impiegata solo a partire dal 1° gennaio 2005<sup>41</sup>.

Per essere riconosciuta come PMI, dunque, secondo la Commissione Europea “l’impresa deve rispettare le soglie relative agli effettivi e quelle relative al totale di bilancio oppure al volume d’affari. Le *medie* imprese hanno effettivi compresi tra 50 e 249 persone. La soglia relativa al volume d’affari sarà aumentata a 50 milioni di euro e quella relativa al totale di bilancio a 43 milioni di euro. Le *piccole* imprese hanno effettivi compresi tra 10 e 49 persone. La soglia relativa al volume d’affari e al totale di bilancio saranno aumentate a 10 milioni di euro. Le *microimprese* hanno effettivi comprendenti meno di 10 persone. Sarà introdotta una soglia di 2 milioni di euro per il volume d’affari e per il totale di bilancio”

La tabella seguente (cfr. Tabella 1) riporta sinteticamente i criteri sopra menzionati.

**Tabella 1** - Classificazione delle imprese – Commissione Europea

<i>Classe di impresa</i>	<i>Dipendenti</i>	<i>Fatturato (in mil. €)</i>	<i>Totale di bilancio(in mil. €)</i>
Micro impresa	< 10	≤ 2	≤ 2
Piccola impresa	10-49	≤ 10	≤ 10
Media impresa	50-249	≤ 50	≤ 43
Grande impresa	≥ 250	> 50	> 43

Fonte: GU Unione Europea, serie L. 124 del 20/5/2003

A titolo esemplificativo, si riporta (cfr. Tabella 2) un semplice esempio, che aiuta a comprendere la combinazione dei criteri sopra menzionati nella determinazione della classe dimensionale di appartenenza.

<sup>41</sup> La Commissione europea si rivolge agli Stati membri, alla Banca europea per gli investimenti e al Fondo europeo d’investimento chiedendo loro di applicare una definizione comune delle microimprese, delle piccole e delle medie imprese. Tuttavia gli Stati e i due istituti finanziari non hanno l’obbligo di attenersi a tale definizione. La conformità alla definizione è invece obbligatoria, in materia di aiuti pubblici, se si desidera beneficiare di un trattamento di preferenza rispetto alle altre imprese e tale trattamento è disciplinato dalla normativa comunitaria (esenzione di gruppo per PMI). La definizione è vincolante anche in materia di attuazione di fondi strutturali europei e di programmi comunitari, in particolare del sesto programma quadro a favore della ricerca .

**Tabella 2** – Un esempio di classificazione.

Impresa	Dipendenti	Fatturato	Bilancio	Dimensione
		(mil. €)	(mil. €)	
A	250	48	42	Grande
B	249	51	42	Media
C	49	11	11	Media
D	49	10	11	Piccola
E	10	1,8	1,8	Piccola
F	9	2	2,1	Micro

Di seguito si riportano infine i necessari approfondimenti sui requisiti e sui criteri definiti dalla Commissione Europea.

La Commissione Europea specifica che, per quanto riguarda il metodo di calcolo delle soglie precedentemente menzionate, non si possa prescindere dalla situazione di indipendenza o meno in cui si trova una impresa rispetto ad un'altra o rispetto ad un gruppo. Per il calcolo delle soglie è stato dunque stabilito che si debba procedere nel modo seguente:

1. per un'impresa *autonoma* i dati finanziari e gli effettivi si basano unicamente sui conti dell'impresa stessa;
2. per un'impresa *partner* di altre imprese vengono cumulati i dati dell'impresa e quelli delle imprese partner;
3. per un'impresa *collegata* ad altre imprese si aggiungono ai dati dell'impresa tutti i dati delle imprese alle quali essa è collegata.

La definizione di impresa così menzionata implica dunque la distinzione tra tre tipologie di imprese (impresa autonoma, impresa partner, impresa collegata), a seconda del tipo di relazione in cui si trovano rispetto ad altre imprese in termini di partecipazione al capitale, diritti di voto o di esercizio di un influsso dominante. Si definiscono dunque: “imprese autonome” tutte le imprese che non appartengono a nessuno degli altri due tipi di imprese (partner o collegate). Un'impresa si definisce autonoma dunque se: “non possiede partecipazioni del 25% o più in un'altra impresa; non è detenuta direttamente al 25% o più da un'impresa o da un organismo pubblico, oppure congiuntamente da più imprese collegate o organismi pubblici, a parte alcune eccezioni; non elabora conti consolidati e non è ripresa nei conti di un'impresa che elabora conti consolidati e quindi non è un'impresa collegata”.

Un'impresa può comunque essere considerata autonoma, anche se la soglia

del 25 % è raggiunta o superata, se si è in presenza delle seguenti categorie di investitori (a patto che questi ultimi non siano collegati con l'impresa richiedente):

- società pubbliche di partecipazione;
- società di capitale di rischio;
- persone fisiche o gruppi di persone fisiche che svolgono regolarmente un'attività di investimento in capitale di rischio ("business angels"), che investono fondi propri in imprese non quotate in borsa, a patto che il totale degli investimenti di tali "business angels" in una stessa impresa non superi 1.250.000 euro;
- università o centri di ricerca senza scopo di lucro;
- investitori istituzionali, compresi i fondi di sviluppo regionale;
- amministrazioni locali autonome aventi un bilancio annuo inferiore a 10 milioni di euro e aventi meno di 5000 abitanti.

Si definiscono "imprese partner" quelle che intrattengono relazioni di partenariato finanziario significative con altre imprese, senza che l'una eserciti un controllo effettivo diretto o indiretto sull'altra. Un'impresa è definita "partner" di un'altra impresa dunque se: "possiede una partecipazione compresa tra il 25% e meno del 50% in tale impresa; l'altra impresa detiene una partecipazione compresa tra il 25% e meno del 50% nell'impresa richiedente; l'impresa richiedente non elabora conti consolidati che riprendono l'altra impresa e non è ripresa tramite consolidamento nei conti di tale impresa o di un'impresa ad essa collegata".

Infine, le imprese "collegate" sono quelle che fanno economicamente parte di un gruppo che controlla direttamente o indirettamente la maggioranza del capitale o dei diritti di voto (anche grazie ad accordi o, in taluni casi, tramite persone fisiche azionisti), oppure ha la capacità di esercitare un influsso dominante su un'impresa. Si tratta quindi di casi meno frequenti e che si distinguono di solito in modo molto chiaro dai due tipi precedenti. Per evitare alle imprese difficoltà di interpretazione, la Commissione europea ha definito questo tipo di imprese riprendendo, se esse sono adatte all'oggetto della definizione, le condizioni indicate all'articolo 1 della direttiva 83/349/CEE del Consiglio sui conti consolidati. Di solito un'impresa sa di essere "collegata", poiché è già tenuta a titolo di tale direttiva ad elaborare conti consolidati, oppure è ripresa tramite consolidamento nei conti di un'impresa che è tenuta ad

elaborare conti consolidati.

Gli effettivi di un'impresa corrispondono al numero di unità di lavoro/anno (ULA)<sup>42</sup> che tiene conto dei seguenti fattori:

- i dipendenti dell'impresa in questione;
- chi lavora per l'impresa in questione con un rapporto di dipendente e, per la legislazione nazionale, è considerato come lavoratore dipendente;
- i proprietari gestori;
- i soci che esercitano un'attività regolare nell'impresa e beneficiano di vantaggi finanziari concessi dall'impresa;
- gli apprendisti o studenti con contratto di formazione professionale o di apprendista non sono compresi nel calcolo del numero di persone occupate.

Nonostante la Raccomandazione Europea 2003/362, il problema della distinzione delle imprese tra piccole, medie e grandi non sembra ancora completamente risolto. Infatti, se da un lato, come visto, la Commissione Europea<sup>43</sup> individua una serie di criteri per qualificare le micro e le PMI, dall'altro lato, il Nuovo Accordo sul Capitale (noto come Basilea 2), in vigore dal 1 gennaio 2007, individua un differente criterio distintivo delle imprese. In particolare, in base alla

---

<sup>42</sup> Un'ULA corrisponde ad una persona che ha lavorato nell'impresa o per conto dell'impresa a tempo pieno durante tutto l'anno considerato. Gli effettivi sono espressi in ULA. Il lavoro delle persone che non hanno lavorato tutto l'anno, oppure hanno lavorato a tempo parziale, a prescindere dalla durata, o come lavoratori stagionali, è calcolato in frazioni di ULA.

<sup>43</sup>Già nel I° Rapporto (2004) annotavamo come alcuni atti ufficiali dell'Unione Europea (UE) dimostrassero la crescente attenzione delle Autorità comunitarie - e della Commissione Europea di Bruxelles, in primis - verso le piccole imprese. Oggi vanno menzionati due nuovi fatti di rilievo: (I) l'adozione, da parte della Commissione Europea nel giugno 2008, dello «*Small Business Act*» for Europe (SBA); (II) l'attivazione, sempre dal 2008, della *SME Performance Review* (SPR), esercizio che rappresenta la continuazione del lavoro svolto in precedenza e fino al 2007 dall'*Osservatorio delle PMI europee*. Esaminiamoli in rapida successione.

Lo SBA europeo si applica alle imprese indipendenti che abbiano meno di 250 addetti (ossia, al 99% del totale)<sup>4</sup>, e persegue essenzialmente tre finalità. La prima - citiamo testualmente dalla Comunicazione della Commissione europea - consiste in: «una serie di 10 principi per guidare la formulazione e l'attuazione delle politiche sia a livello UE che degli Stati membri. Tale principi (...) sono essenziali per valorizzare le iniziative a livello della UE, creare condizioni di concorrenza paritarie per le PMI e migliorare il contesto giuridico e amministrativo nell'intera UE». La seconda - citiamo ancora la Comunicazione - è: «una serie di nuove proposte legislative ispirate al principio 'Pensare anzitutto in piccolo'». La terza finalità di questa Comunicazione, simbolicamente chiamata «Act», volta a riconoscere il ruolo centrale delle PMI nell'economia europea e - per la prima volta - ad attivare un quadro politico articolato, consiste in: «una serie di nuovi interventi politici, tesi ad attuare questi 10 principi secondo le esigenze delle PMI a livello sia della Comunità che degli Stati membri».

nuova regolamentazione prevista da Basilea 2, il criterio per distinguere le imprese è basato semplicemente sul fatturato, in base alle categorie indicate nella tabella seguente (cfr. Tabella 3).

**Tabella 3** – Classificazione delle imprese - Nuovo Accordo di Basilea (Basilea II)



Fonte: Adattamenti da Bank For International Settlement (2006).

La normativa di Basilea 2 distingue dunque tra imprese *Retail*, PMI e *Corporate* (grandi imprese) allo scopo prevalentemente di assegnare a ciascuna classe di prenditori di fondi un appropriato rating, avendo omogeneizzato all'interno di ciascuna classe il grado di rischio corrispondente. Se da un lato è vero che tale distinzione viene effettuata sulla base del fatturato, è anche indubbio che a tale criterio vada abbinato quello dell'entità dell'affidamento concordato. Rispetto al precedente criterio, dunque, questo è costruito *ad hoc* per la finalità ultima di Basilea 2, ossia assicurare una stabilità complessiva del sistema finanziario fornendo alle banche strumenti in grado di fronteggiare e quantificare soprattutto, anche se non esclusivamente, il rischio tipico dell'intermediazione finanziaria, il rischio di credito.

Il fenomeno del cosiddetto “nanismo” delle imprese italiane è un fenomeno in crescita e tipicamente italiano: l'Istat sottolinea che le aziende italiane con meno di dieci dipendenti abbiano un peso in termini di occupazione pari al 47%, contro il 22% in Germania, il 22% in Francia e il 27% nel Regno Unito.

Al fine di conoscere la consistenza numerica delle PMI europee in chiave

comparata, in riferimento anche a quanto già trattato nel primo paragrafo di questo capitolo abbiamo utilizzato, i dati pubblicati con la “SME Performance Review”, che a sua volta si compone di due parti principali: Rapporto Annuale e “SBA Fact Sheets”.

Conviene partire proprio dalle risultanze di questi ultimi - *Fact Sheets* -, che nelle tabelle comparative che seguono abbiamo semplicemente riorganizzato per singole classi dimensionali di imprese, anziché per singoli Stati membri (come invece appaiono nelle elaborazioni della Commissione europea); la comparazione è limitata ai «quattro grandi» della UE più la Spagna.

In generale va detto che l’universo delle SME nei Ventisette Paesi dell’UE era costituito, a fine 2007, da oltre 20 milioni di imprese (in crescita di 2 milioni nel periodo 2002-2007), mentre i corrispondenti valori per USA e Giappone si fermano, rispettivamente, a 14,7 e 4,7 milioni. Quasi 88 milioni di persone erano occupate, sempre a fine 2007, nelle SME (nelle grandi, 43 milioni): valore in crescita di 8,7 milioni lungo il periodo 2002-2007 (+1,4 milioni l’incremento messo a segno dalle grandi nello stesso arco temporale). Ogni SME dà lavoro, in media, a 4 persone, ma esistono, beninteso, differenze settoriali in queste dimensioni medie: mentre le imprese del commercio, per fare un esempio, hanno una dimensione assai ridotta e inferiore alla media (5 addetti), quelle della manifattura, per fare un esempio di segno opposto, ce l’hanno più ampia e superiore alla media (15 addetti).

Ciò premesso, torniamo alla comparazione fra l’Italia e i grandi della UE.

**Tabella 1 - Micro imprese (1-10 addetti): una comparazione europea**

	N. IMPRESE			N. PERSONE IMPIEGATE			VALORE AGGIUNTO (MEUR)		
	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26
Italia	3.615.729	94,6%	91,8%	7.066.111	47,1%	29,6%	188.012	31,8%	21,1%
Francia	2.103.795	92,3%	91,8%	3.439.907	23,9%	29,6%	153.425	50,2%	21,1%
Germania	1.373.537	82,5%	91,8%	3.900.504	18,9%	29,6%	164.766	15,9%	21,1%
UK	1.383.311	87,1%	91,8%	3.869.435	21,4%	29,6%	193.123	18,9%	21,1%
Spagna	2.346.173	92,2%	91,8%	5.166.051	38,6%	29,6%	136.404	27,6%	21,1%

Fonte: estratto da Commissione Europea, SBA Fact Sheets, 2009

**Tabella 2 - Piccole imprese (11-50 addetti): una comparazione europea**

	N. IMPRESE			N. PERSONE IMPIEGATE			VALORE AGGIUNTO (MEUR)		
	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26
Italia	183.662	4,8%	6,9%	3.257.900	21,7%	20,6%	137.145	23,2%	19,0%
Francia	147.410	6,5%	6,9%	3.017.626	21,0%	20,6%	140.268	18,5%	19,0%
Germania	244.016	14,7%	6,9%	4.565.380	22,1%	20,6%	189.009	18,2%	19,0%
UK	171.703	10,8%	6,9%	3.161.903	17,5%	20,6%	162.362	15,9%	19,0%
Spagna	175.716	6,9%	6,9%	3.436.451	25,7%	20,6%	119.678	24,2%	19,0%

Fonte: estratto da Commissione Europea, SBA Fact Sheets, 2009

**Tabella 3 - Medie imprese (51-250 addetti): una comparazione europea**

	N. IMPRESE			N. PERSONE IMPIEGATE			VALORE AGGIUNTO (MEUR)		
	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26
Italia	19.354	0,5%	1,1%	1.858.001	12,4%	16,8%	94.756	16,0%	17,8%
Francia	23.094	1,0%	1,1%	2.376.895	16,5%	16,8%	118.552	15,6%	17,8%
Germania	39.641	2,4%	1,1%	3.971.022	19,2%	16,8%	199.453	19,2%	17,8%
UK	27.562	1,7%	1,1%	2.755.698	15,2%	16,8%	171.571	16,8%	17,8%
Spagna	20.131	0,8%	1,1%	1.935.282	14,5%	16,8%	82.906	16,8%	17,8%

Fonte: estratto da Commissione Europea, SBA Fact Sheets, 2009

**Tabella 4 - Micro e PMI (< 250 addetti): una comparazione europea**

	N. IMPRESE			N. PERSONE IMPIEGATE			VALORE AGGIUNTO (MEUR)		
	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26
Italia	3.818.745	99,9%	99,8%	12.182.012	81,3%	67,1%	719.913	70,9%	57,9%
Francia	2.274.299	99,8%	99,8%	8.834.428	61,4%	67,1%	412.245	54,2%	57,9%
Germania	1.657.194	99,5%	99,8%	12.436.906	60,1%	67,1%	553.228	53,2%	57,9%
UK	1.582.576	99,6%	99,8%	9.787.036	54,0%	67,1%	527.055	51,6%	57,9%
Spagna	2.542.020	99,9%	99,8%	10.537.784	78,7%	67,1%	338.988	68,5%	57,9%

Fonte: estratto da Commissione Europea, SBA Fact Sheets, 2009

**Tabella 5 - Grandi imprese (> 250 addetti): una comparazione europea**

	N. IMPRESE			N. PERSONE IMPIEGATE			VALORE AGGIUNTO (MEUR)		
	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26	VALORE	%	MEDIA EU 26
Italia	2.943	0,1%	0,2%	2.804.688	18,7%	32,9%	172.234	29,1%	42,1%
Francia	5.000	0,2%	0,2%	5.553.907	38,6%	32,9%	347.744	45,8%	42,1%
Germania	8.135	0,5%	0,2%	8.235.305	39,8%	32,9%	486.118	46,8%	42,1%
UK	6.240	0,4%	0,2%	8.323.762	46,0%	32,9%	494.351	48,4%	42,1%
Spagna	3.032	0,1%	0,2%	2.849.049	21,3%	32,9%	155.619	31,5%	42,1%

Fonte: estratto da Commissione Europea, SBA Fact Sheets, 2009

Come si può vedere dalle tabelle sopra riportate, l'Italia - rispetto ai suoi principali partner comunitari (oltre naturalmente alla media UE-26) - presenta una netta prevalenza di microimprese, e ciò emerge considerando tutti e tre i parametri utilizzati. Il 94,6% delle imprese sono micro (contro solo l'82% in Germania); esse danno lavoro al 47,1% degli occupati (il 18,9% in Germania) e generano il 31,8% del valore aggiunto (il 15,9% in Germania). D'altro canto, l'Italia è sottorappresentata, rispetto agli altri Paesi, nelle altre classi dimensionali di impresa; soprattutto, essa si caratterizza per una scarsa presenza, in termini relativi, di imprese medie o, volendo, medio-piccole.

Nel complesso, tuttavia, considerando nel loro insieme le tre classi di imprese censite a livello europeo (Micro, Piccole e Medie, d'ora in avanti SME), la performance del sistema produttivo italiano appare assai significativa. Basti infatti pensare che - come pone in evidenza la Commissione Europea nel suo SBA Fact Sheet riferito all'Italia - vi sono all'incirca 65 SME per 1.000 abitanti, cifra che «è sostanzialmente al di sopra della media UE pari a circa 40». L'incidenza, sempre per 1.000 abitanti, è di 36 SME in Francia, 20 in Germania, 26 nel Regno Unito e 58 in Spagna.

Per approfondire questa comparazione, facciamo riferimento alla Tabella 4. In tutti i Paesi della UE queste tre classi di imprese rappresentano oltre il 99,5% del totale; in Italia addirittura il 99,9%. Dove le cose iniziano a differenziarsi è l'incidenza di queste (numerosissime) imprese sugli occupati e sul valore aggiunto prodotto. Qui emerge con nettezza il profilo dell'Italia come Paese della «micro e piccola impresa» per antonomasia: l'81,3% nel caso degli occupati e il 70,9% per il

valore aggiunto sono valori ampiamente superiori alla media UE-26 (rispettivamente, il 67,1% e il 57,9%), ma anche superiori ai valori realizzati dagli altri tre grandi, Germania, Francia e Regno Unito (che si muovono fra il 50 e il 60%), mentre più simili ai nostri sono i valori della Spagna.

### **4.3 Scelte finanziarie della pmi italiane**

Sulla scorta di quanto esposto possiamo ripetere con certezza che in Italia la principale fonte di finanziamento delle imprese è costituita dalle banche. Le imprese, infatti, a differenza di quanto avviene in molti altri Paesi, si avvalgono in misura alquanto ridotta della possibilità di reperire autonomamente sul mercato i capitali di cui necessitano. L'attivismo delle banche nei confronti delle imprese – elemento di per sé vitale considerata la scarsa praticabilità di strade alternative – non si è tuttavia ancora tradotto nella creazione di intermediari finanziari in condizioni di intervenire direttamente sul lato proprietario, ma ha determinato solo la crescita dell'esposizione del sistema bancario nei confronti del sistema industriale.

La difficoltà di reperire risorse finanziarie e il connesso fenomeno del razionamento del credito è dunque uno degli ostacoli alla crescita maggiormente avvertiti dalle piccole imprese. Il problema ha diverse cause: la scarsa cultura imprenditoriale degli intermediari finanziari che ancora oggi valutano l'affidabilità di un'azienda prevalentemente in funzione delle sue disponibilità patrimoniali; la debolezza, in modo specifico al Sud e in alcune aree del Centro, del sistema finanziario locale; la capacità di autofinanziamento della piccola impresa, gravemente erosa in questi anni a causa della riduzione dei margini operativi e dell'aumento della pressione fiscale.

Il finanziamento degli investimenti nelle PMI continua, dunque, a basarsi in misura pressoché totale sulle risorse generate internamente e sui prestiti bancari, prevalentemente a breve termine<sup>44</sup>, e ciò fa sì che le imprese divengano incapaci di cogliere opportunità di crescita e di sviluppo e limitano l'attività di ricerca. Un notevole aiuto alla rottura di tale circolo vizioso può venire dallo sviluppo del mercato del capitale di rischio, il cui utilizzo è ancora poco diffuso nel nostro Paese,

---

<sup>44</sup> Cfr. Di Majo et al (2005).

soprattutto se confrontato con gli altri, principalmente a causa della struttura proprietaria delle imprese italiane, sostanzialmente fondata sul capitalismo familiare.

Oggi però la competizione è più aspra e di dimensioni globali e la sfida dell'internazionalizzazione richiede ingenti investimenti. Inoltre, i sistemi di accesso al credito da parte delle imprese sono destinati, secondo alcuni<sup>45</sup>, a essere presto profondamente modificati dall'applicazione delle decisioni assunte dal Comitato di Basilea. Per le piccole imprese si profila il rischio di dover fare i conti con condizioni molto più restrittive e penalizzanti per l'accesso al credito bancario; in tale ambito appare preferibile individuare strumenti diversi che sappiano riflettere le effettive potenzialità di sviluppo delle singole realtà imprenditoriali<sup>46</sup>.

In questo contesto cresce notevolmente l'importanza delle fonti alternative al credito bancario e la connessa necessità di diversificare le fonti di finanziamento; una possibilità in tal senso viene dall'utilizzo dei *corporate bond* e, più in generale, dei titoli di debito negoziabili che, nonostante i problemi legati agli alti costi e ai rischi ad essi connessi, rappresenta una valida strada percorribile in alternativa all'*equity*.

La tabella di sotto mostra la composizione del capitale proprio e di debito delle imprese italiane per classe dimensionale: emerge con chiarezza una scarsa articolazione e rilevanza del capitale di rischio e una preponderanza del credito bancario e commerciale.

---

<sup>45</sup> Cfr per esempio l'indagine di Unioncamere 2003; dello stesso avviso anche Bocchi e Lusignani (2004) e Fabi et al (2003).

<sup>46</sup> Le nuove regole del sistema bancario internazionale stabilite da Basilea 2, che hanno l'obiettivo di premiare qualità e valore, potrebbero tuttavia rendere necessari interventi volti a tutelare la peculiarità del sistema delle piccole e medie imprese, al fine di evitare limitazioni dell'accesso al credito da parte di tali imprese.

**Tabella 6** – La struttura finanziaria delle imprese italiane per classi dimensionali nel 2010.

Finanziamento con Capitale di Rischio			Finanziamento con Capitale di Debito		
<i>Piccole imprese</i>	<i>Medie imprese</i>	<i>Grandi imprese</i>	<i>Piccole imprese</i>	<i>Medie imprese</i>	<i>Grandi imprese</i>
CAPITALE SOCIALE 9,41%	CAPITALE SOCIALE 11,09%	CAPITALE SOCIALE 14,01%	DEBITI BANCARI 27,34%	DEBITI BANCARI 21,44%	DEBITI BANCARI 14,31%
RISERVE 16,02%	RISERVE 17,99%	RISERVE 16,10%	DEBITI COMMERCIALI 31,25%	DEBITI COMMERCIALI 25,50%	DEBITI COMMERCIALI 28,82%
TOTALE CAPITALE PROPRIO 25,43%	TOTALE CAPITALE PROPRIO 29,08%	TOTALE CAPITALE PROPRIO 30,11%	FONDI RISCHI + TFR 3,73%	FONDI RISCHI + TFR 6,53%	FONDI RISCHI + TFR 7,87%
			OBBLIGAZIONI 1,14%	OBBLIGAZIONI 0,98%	OBBLIGAZIONI 0,91%
			ALTRI DEBITI 11,13%	ALTRI DEBITI 16,47%	ALTRI DEBITI 17,98%
			TOTALE CAPITALE DEBITO 74,58%	TOTALE CAPITALE DEBITO 70,92%	TOTALE CAPITALE DEBITO 69,89%

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci

Rispetto alle imprese maggiori, è la piccola impresa a caratterizzarsi per una maggiore dipendenza dall'indebitamento bancario e commerciale. L'esposizione verso le banche è prevalentemente di breve periodo soprattutto per le piccole imprese (oltre il 70%). Tale rapporto tende a diminuire al crescere della dimensione, ma rimane su livelli sempre molto elevati (oltre il 60% per le medie imprese e oltre il 50% per le imprese grandi).

Sorprendente appare il dato sull'indebitamento obbligazionario che ne attribuisce alle piccole imprese un maggiore utilizzo. Occorre tuttavia leggere questo dato in riferimento alla sua dinamica temporale e all'evoluzione della normativa fiscale: il sistema di convenienze dell'azionista-imprenditore è stato influenzato dai differenziali di aliquota gravanti sul reddito di impresa, sul reddito personale e sulle rendite finanziarie. Tali differenziali hanno infatti determinato in alcune fasi un incentivo all'emissione di obbligazioni delle società minori che, anziché costituire un canale di accesso al mercato finanziario, ha rappresentato una tecnica elusiva attraverso cui dissimulare apporti di capitale che hanno così beneficiato della deducibilità della remunerazione ai fini della determinazione dell'imponibile di impresa e di un prelievo esiguo.

Le forme di debito si distinguono innanzitutto tra prestiti bancari e obbligazioni (*corporate bonds*) a seconda che siano originati da circuiti creditizi o mobiliari. Nel primo caso si tratta di operazioni che si instaurano tra un creditore (banca) e un'impresa e in cui le controparti sono destinate a rimanere contrattualmente legate fino alla scadenza del contratto. Anche nel secondo caso - emissione obbligazionaria - l'operazione prevede un debitore (l'impresa emittente) e un creditore iniziale (primo sottoscrittore dell'obbligazione), tuttavia la natura del contratto prevede che esso possa circolare ed essere oggetto di negoziazione sul mercato (in questo caso esso costituisce un titolo mobiliare). L'investitore iniziale interessato a smobilizzare la sua posizione potrà dunque vendere l'obbligazione a un altro investitore, alimentando così gli scambi sul mercato secondario.

Tale distinzione ha diversi motivi di interesse; in primo luogo, si ricollega alle caratteristiche stesse del sistema finanziario, *bank-based* piuttosto che *market-based*. I debiti obbligazionari (al pari dei titoli azionari) sono caratteristici di quest'ultima tipologia. Inoltre, occorre evidenziare che le obbligazioni, in quanto strumento di mercato, sono normalmente oggetto di processo di *rating*, cioè di una valutazione del merito creditizio espressa dalle agenzie internazionali specializzate.

Tale valutazione ha per oggetto l'eventualità che l'emittente possa risultare insolvente all'atto del pagamento degli interessi e/o del rimborso del capitale. Ciascun punteggio della scala dei *rating* assegnato al debitore (e/o ad una specifica emissione) corrisponde dunque ad una determinata probabilità di *default* attribuita al debitore. L'importanza del *rating* è duplice: da un lato, esso rappresenta l'elemento che maggiormente influenza il tasso di rendimento – in definitiva il costo per l'emittente - che verrà fissato per l'obbligazione al momento del collocamento, secondo la nota relazione rischio-rendimento; dall'altro lato, esso costituisce un forte segnale informativo per gli investitori, che, non potendo svolgere in modo autonomo le idonee valutazioni sul debitore, hanno a disposizione un semplice strumento per valutare la "bontà" dell'impresa nel restituire il prestito concesso.

Il breve confronto fatto sinora tra prestiti bancari e obbligazioni permette di mettere in evidenza una netta distinzione tra loro, sia dal punto di vista informativo che da quello della liquidità del mercato secondario. In realtà, è stato osservato che le

innovazioni in atto nei sistemi finanziari hanno avuto un rilevante effetto, che consiste nell'aver fatto sì che questo divario si stia riducendo. Le ragioni di tale inversione di tendenza sono sostanzialmente tre: la prima è data dallo sviluppo dei prestiti sindacati (moltiplicati di cinque volte dal 1999 al 2005), la seconda è connessa al fenomeno della *securitization*, infine la terza si sviluppa per effetto delle regole di valutazione del rischio di credito previste nell'accordo di Basilea II.

I prestiti sindacati<sup>47</sup> sono una particolare forma ibrida di credito bancario, normalmente di grande importo e a lunga scadenza, negoziato e definito da una banca capofila, la quale ha il compito di ricollocare l'importo per quote ad altre banche che formano il cosiddetto "sindacato di finanziamento". Normalmente, il ricorso a tale forma di finanziamento in *pool* avviene con maggiore frequenza in presenza di un livello informativo sul debitore altamente trasparente e di una alta reputazione della banca capofila; condizioni, queste, in definitiva, tipiche delle operazioni di mercato. La *securitization* invece consiste nello smobilizzo di prestiti bancari con operazioni che si finanziano con emissioni obbligazionarie. Si crea in ultima analisi una sorta di mercato secondario per crediti contrattualmente immobilizzati fino alla scadenza, con l'effetto ultimo di un aumento di liquidità.

Per quanto riguarda la terza ragione, occorre ricordare che l'accordo di Basilea II prevede che le banche, nel valutare il rischio del credito, adottino procedure basate su sistemi di rating, potendo scegliere di implementare anche modelli di rating interni. Le operazioni di prestito vengono dunque sottoposte a un processo informativo e valutativo che in molti aspetti le assimila alle operazioni di mercato.

Le indagini condotte dalla Banca d'Italia presso le imprese e gli intermediari confermano come la principale motivazione della domanda espressa dalle imprese sia legata alla dinamica del capitale circolante.

Dal lato dell'offerta del credito, pur essendosi attenuato nel tempo il forte irrigidimento rilevato nel 2009, i criteri di erogazione delle banche si sono mantenuti molto prudenti. I recenti sondaggi indicano il persistere di tendenze restrittive che, rispetto al biennio precedente, sembrano riguardare più le condizioni a cui i prestiti

---

<sup>47</sup> Per un approfondimento sul tema dei prestiti sindacati e della *securitization* cfr. Caselli (2001, 2003), Palmucci (2006).

sono concessi e meno la disponibilità stessa dei finanziamenti.

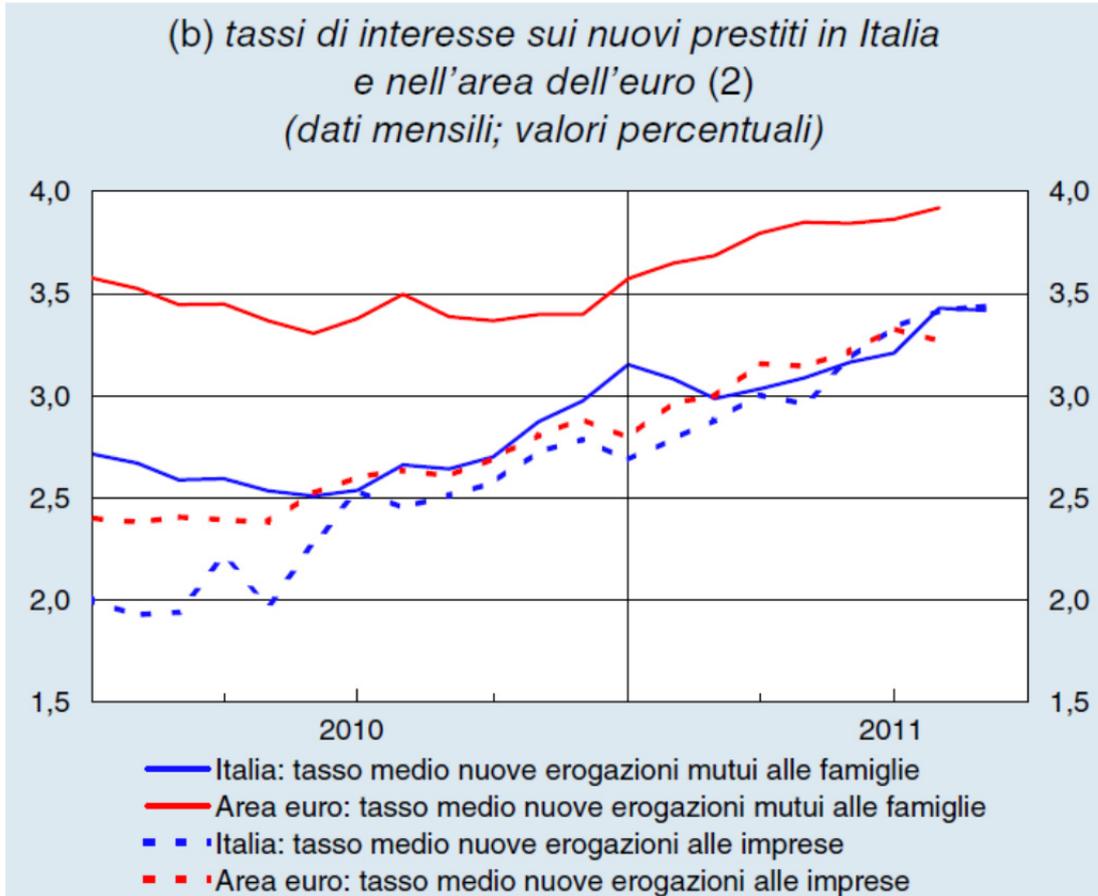
Dall'indagine Invind emerge che nel 2010 la quota di imprese che ha ricevuto richieste di rimborso anticipato dai propri finanziatori si è dimezzata rispetto all'anno precedente, al 4 per cento. È scesa di un punto, al 6 per cento, l'incidenza delle imprese che hanno dichiarato di essersi viste negare in tutto o in parte le richieste di nuovi prestiti; si tratta di circa il 20 per cento di quante hanno effettivamente chiesto nuovi finanziamenti alle banche. Le difficoltà di accesso al credito restano più elevate nelle regioni meridionali e hanno riguardato, più che nel 2009, anche imprese medie e grandi.

In tutte le classi dimensionali le imprese hanno rilevato un peggioramento delle condizioni a cui i prestiti sono stati erogati nella seconda metà dell'anno rispetto alla prima. L'inasprimento sembra aver riguardato anche i costi accessori, compresi quelli legati alla complessità delle informazioni richieste dalle banche ai fini della concessione del finanziamento.

La dinamica del credito al settore privato si è stabilizzata dall'estate, in concomitanza con l'affievolirsi della ripresa congiunturale, che in precedenza aveva alimentato il recupero dei finanziamenti alle imprese<sup>48</sup>. L'andamento recente potrebbe in parte riflettere la crescente cautela adottata dalle banche nelle scelte di affidamento e le loro difficoltà nel reperire fondi a medio e a lungo termine. Questa interpretazione è coerente sia con l'aumento dei tassi attivi tuttora contenuto ma superiore (soprattutto per le imprese) a quanto sarebbe giustificato dalla dinamica dei tassi di mercato, sia con le risposte fornite dagli intermediari italiani nell'ambito dell'indagine sul credito (*Bank Lending Survey*). Segnali di maggiore prudenza delle politiche di offerta delle banche italiane sono desumibili anche dalle indagini presso le imprese. Indicazioni non dissimili emergono per l'intera area euro.

---

<sup>48</sup> Rapporto sulla stabilità finanziaria, Novembre 2011- Banca d'Italia



Fonti: elaborazione su dati Banca d'Italia e BCE

(2) I tassi di interesse si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema.

**Tabella 4**  
**Italia: tassi d'interesse bancari sugli impieghi e rendimenti guida (medie mensili – valori%)**

	Tassi d'interesse bancari sui prestiti in euro a famiglie e società non finanziarie in Italia				Tasso di riferim. BCE	Tassi interbancari dell'Area euro		Tassi interbancari a 3 mesi			Rendimento all'emissione delle obbligazioni bancarie italiane (durata iniz. del tasso superiore ad 1 anno)
	totale <sup>1</sup> (consistenze)	di cui: c/o attivi (consistenze)	di cui: alle società non finanziarie (nuove operazioni)	di cui: alle famiglie per acquisto di abitazioni (nuove operazioni)		Euribor a 3 mesi	IRS a 10 anni	Usa	Giappone	Uk	
ago-06	5,07	6,14	4,16	4,48	2,75	3,10	4,25	5,50	0,40	4,73	3,38
ago-07	5,83	6,77	4,92	5,60	4,00	4,22	4,86	5,36	0,75	6,02	4,17
ago-08	6,40	7,33	5,64	5,92	4,25	4,96	4,97	2,79	0,85	5,83	5,10
ago-09	4,04	4,89	2,68	3,38	1,00	0,98	3,62	0,52	0,56	1,00	3,04
ago-10	3,59	4,43	2,45	2,66	1,00	0,90	2,61	0,36	0,37	0,73	2,92
set-10	3,60	4,49	2,51	2,64	1,00	0,88	2,62	0,29	0,36	0,73	2,73
ott-10	3,61	4,51	2,58	2,70	1,00	1,00	2,69	0,29	0,34	0,74	4,12
nov-10	3,64	4,52	2,73	2,88	1,00	1,04	2,90	0,29	0,34	0,74	3,34
dic-10	3,62	4,44	2,79	2,97	1,00	1,02	3,31	0,30	0,34	0,75	2,52
gen-11	3,67	4,60	2,69	3,15	1,00	1,02	3,32	0,30	0,34	0,77	3,73
feb-11	3,67	4,62	2,79	3,08	1,00	1,09	3,49	0,31	0,34	0,80	3,78
mar-11	3,68	4,58	2,88	2,99	1,00	1,18	3,52	0,31	0,34	0,81	3,81
apr-11	3,76	4,70	3,01	3,04	1,25	1,33	3,65	0,28	0,33	0,82	3,94
mag-11	3,82	4,81	2,96	3,09	1,25	1,43	3,43	0,26	0,33	0,82	3,62
giu-11	3,88	4,86	3,18	3,16	1,25	1,49	3,34	0,25	0,33	0,83	3,72
lug-11	3,99	4,97	3,34	3,22	1,50	1,60	3,25	0,25	0,33	0,83	3,21
ago-11	4,06	5,09	3,65	3,50	1,50	1,55	2,90	0,29	0,33	0,86	NA

Note: ultimo mese stime SI-ABI. I tassi di crescita su base annua degli impieghi a famiglie e società non finanziarie oltre 1 anno – da giugno 2010 a maggio 2011 – sono al netto dell'effetto dovuto alla "riemersione" di finanziamenti cartolarizzati. Includono le sofferenze lorde e i pronti contro termine attivi. Settore privato: società non finanziarie, famiglie consumatrici e produttrici, istituzioni senza fini di lucro, altre istituzioni finanziarie, assicurazioni e fondi pensione.

Fonte: Elaborazione Deutsche Bank da fonti Ufficio Analisi Economiche ABI su dati Banca d'Italia e SI-ABI

Nonostante l'incremento dei tassi i prestiti alle imprese di piccola dimensione (ditte individuali e società di persone con meno di 20 addetti) sono cresciuti ed in particolare è aumentata in misura significativa la quota dei finanziamenti alle piccole imprese assistiti da consorzi di garanzia collettiva dei fidi.

Invertendo una tendenza in atto dal 2002, dall'inizio del 2005 il credito a breve termine ha ripreso a crescere, anche se in misura contenuta (1,2 per cento sui dodici mesi in dicembre). L'aumento, diffuso tra i principali settori di attività economica, è stato più marcato per le imprese del settore delle costruzioni e dei comparti manifatturieri dove l'andamento dell'attività produttiva è stato più favorevole<sup>49</sup>. Tuttavia, analizzando le passività finanziarie delle imprese italiane tra il 2009 e il 2010 si registra un incremento dei debiti bancari soprattutto di medio lungo termine (come da tabella di cui sotto)<sup>50</sup>.

<sup>49</sup> Dati Banca Italia, relazione annuale 2010

<sup>50</sup> Negli ultimi anni il fabbisogno di molte imprese ha risentito dell'allungamento dei tempi di pagamento nelle transazioni commerciali. I dati Invind indicano che nel 2010 la durata complessiva delle dilazioni, includendo anche i giorni di ritardo, è salita a 104 giorni da 100 nella media del periodo 2003-06. La differenza tra crediti e debiti commerciali, una misura del fabbisogno finanziario generato dallo sfasamento tra entrate e uscite connesse con il ciclo commerciale, è aumentata di circa mezzo punto percentuale del fatturato rispetto agli anni precedenti la crisi, al 5,2 per cento. L'allungamento delle dilazioni nei pagamenti tra imprese ha penalizzato principalmente quelle con scarso potere contrattuale, che hanno dovuto subire il peggioramento delle condizioni imposte da parte

<b>Attività e passività finanziarie delle imprese (1)</b> (milioni di euro e composizione percentuale)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2010	Composizione percentuale		dic. 2009	dic. 2010
		dic. 2009	dic. 2010		
<b>PASSIVITÀ</b>					
Totale debiti finanziari	1.300.811	36,7	37,5	2.162	19.480
di cui: <i>sull'estero</i>	177.969	5,7	5,1	3.502	-9.683
Debiti a breve termine (3)	476.789	13,7	13,8	-55.437	-2.761
di cui: <i>verso banche italiane</i>	320.537	9,1	9,3	-46.846	1.481
Debiti a medio e a lungo termine (4)	728.722	20,6	21,0	43.329	10.656
di cui: <i>verso banche italiane</i>	548.117	15,2	15,8	32.762	18.405
Titoli	95.300	2,4	2,8	14.270	11.586
Azioni e altre partecipazioni	1.488.381	44,4	43,0	43.195	22.472
di cui: <i>sull'estero</i>	238.407	6,8	6,9	15.576	8.259
Debiti commerciali	497.632	13,9	14,4	-36.095	13.000
Altre passività finanziarie (5)	178.050	5,1	5,1	1.593	3.113
<b>Totale passività</b>	<b>3.464.874</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>10.855</b>	<b>58.066</b>
di cui: <i>sull'estero</i>	448.365	13,3	12,9	16.308	5.367
<b>SALDO</b>	<b>-2.038.296</b>			<b>-26.387</b>	<b>-54.055</b>

(3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. – (4) Includono anche i prestiti cartolarizzati e i finanziamenti concessi dalle società di leasing. – (5) La voce è costituita da: conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

Nei primi mesi del 2011 è stato marcato il recupero dei prestiti in conto corrente, degli anticipi e del factoring, suggerendo che siano divenute predominanti le esigenze di finanziamento legate al ciclo produttivo. Le indagini condotte dalla Banca d'Italia presso le imprese e gli intermediari confermano come la principale motivazione della domanda espressa dalle imprese sia legata alla dinamica del capitale circolante.

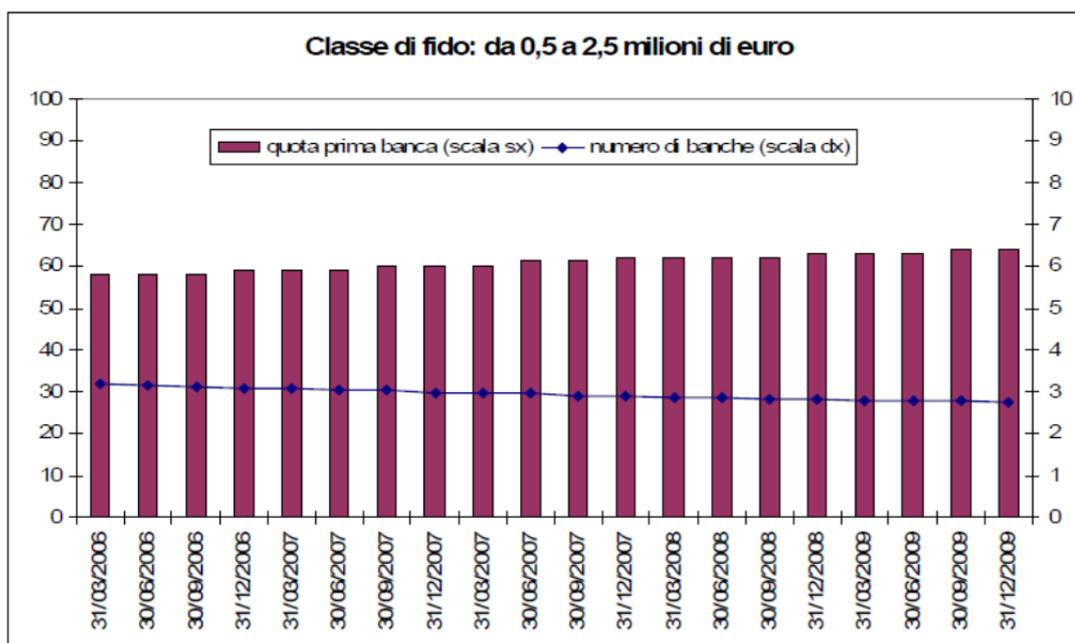
Dal lato dell'offerta del credito, pur essendosi attenuato nel tempo il forte irrigidimento rilevato nel 2009, i criteri di erogazione delle banche si sono mantenuti molto prudenti. I recenti sondaggi indicano il persistere di tendenze restrittive che, rispetto al biennio precedente, sembrano riguardare più le condizioni a cui i prestiti sono concessi e meno la disponibilità stessa dei finanziamenti.

Nell'ambito dell'analisi delle politiche finanziarie aziendali delle PMI

di clienti o fornitori. Analisi basate sui bilanci di circa 500.000 società di capitale presenti negli archivi Cerved indicano che nel biennio 2008-09 il fabbisogno connesso con il ciclo commerciale si è ampliato rispetto agli anni precedenti, soprattutto tra le imprese delle costruzioni, quelle con meno di 50 addetti e quelle localizzate nel Mezzogiorno.

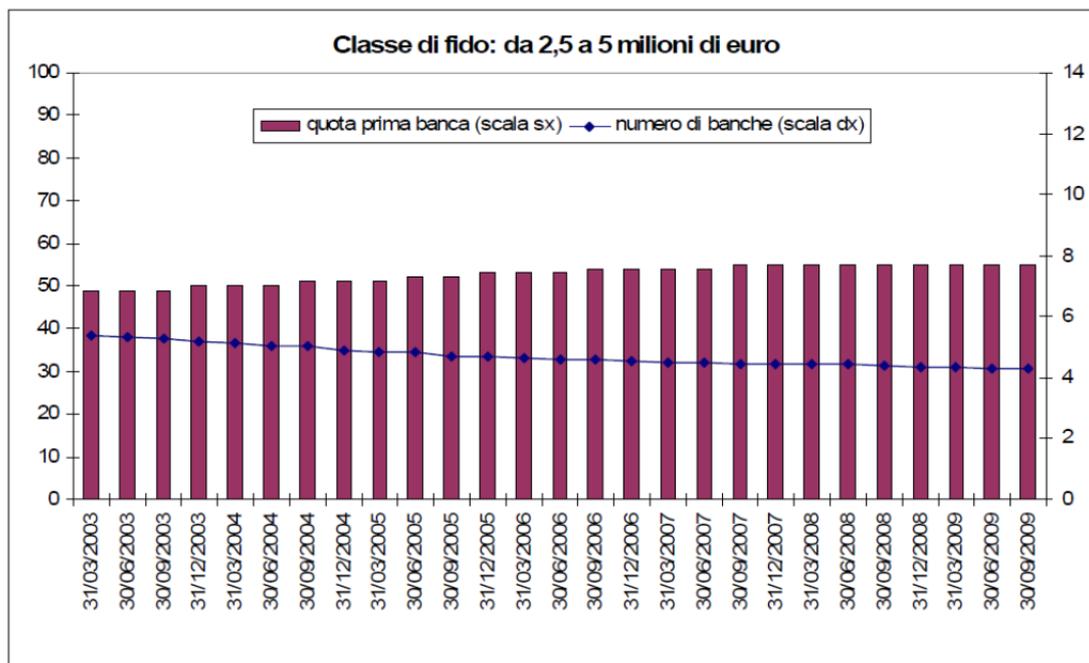
italiane, ed in riferimento al tema delle politiche di affidamento trattato nel terzo capitolo del presente lavoro, si riportano in forma grafica dei dati Banca d'Italia relativi alle società non finanziarie, appartenenti a tutti i settori di attività economica, riguardanti il numero medio di banche con cui si relazionano e la quota di affidamento detenuta dalla banca principale.

**Figura 6** – Affidamenti per la classe di fido da 0,5 a 2,5 milioni di euro.



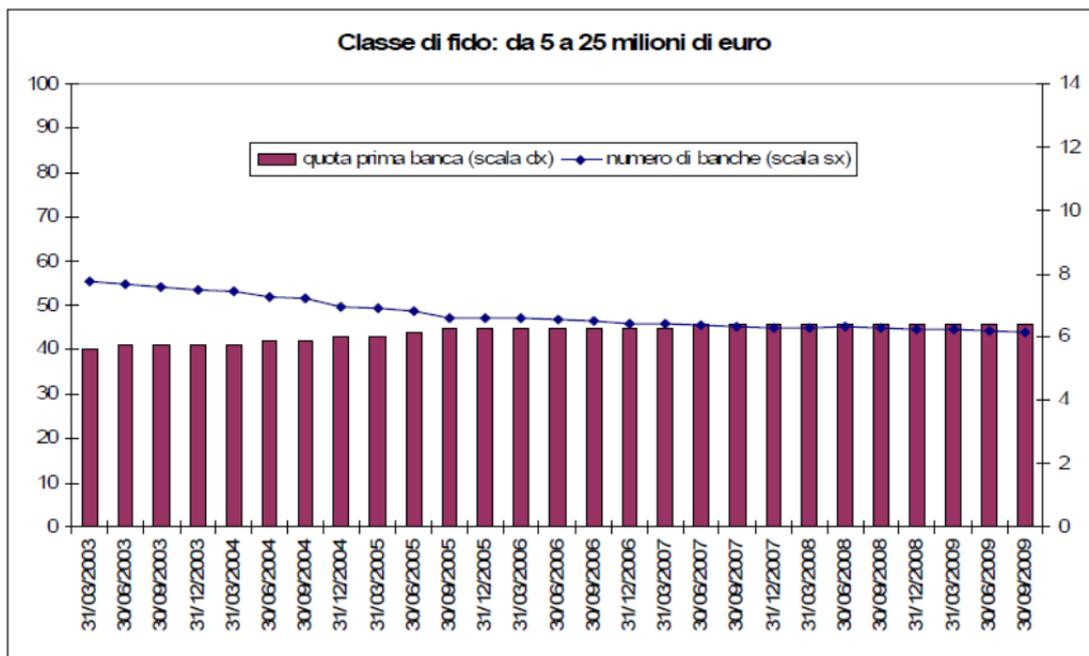
Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia.

**Figura 7** – Affidamenti per la classe di fido da 2,5 a 5 milioni di euro.

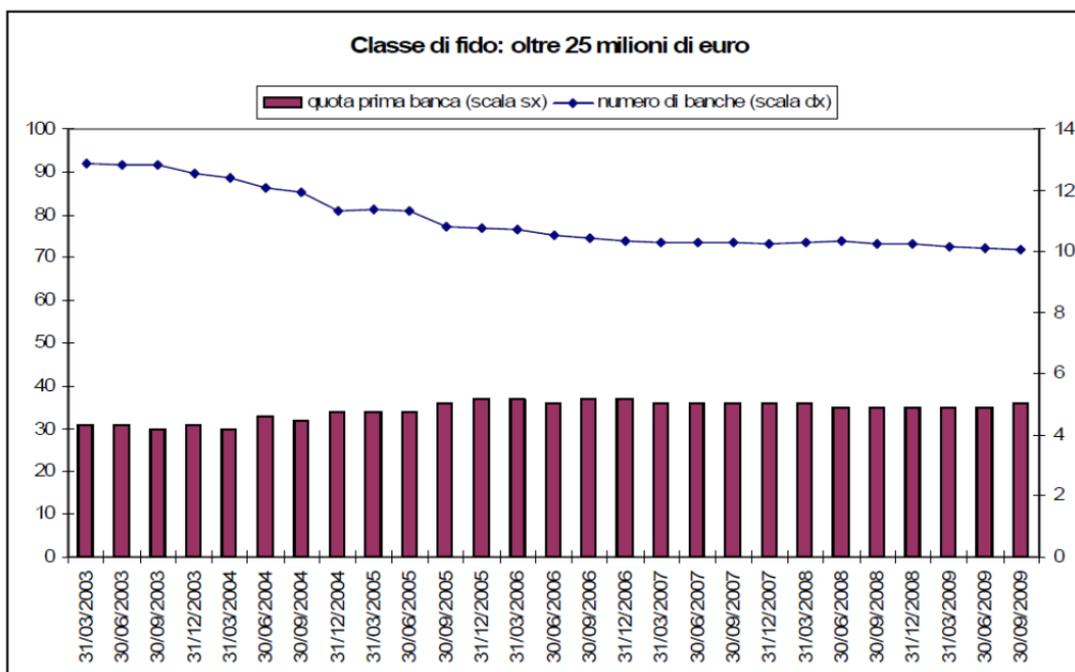


Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia.

**Figura 8** – Affidamenti per la classe di fido da 5 a 25 milioni di euro.



Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia.

**Figura 9** – Affidamenti per la classe di fido oltre 25 milioni di euro.

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia.

I risultati mostrano che, a prescindere dalla classe di fido di riferimento, il numero medio di banche tende a diminuire a conferma del fatto che le imprese, piccole o grandi che siano, si stanno muovendo nella direzione di mantenere rapporti con un numero più ristretto di banche, come dovrebbe essere in un'ottica di *relationship lending*.

È anche evidente dai dati che all'aumentare della dimensione d'impresa aumenta il numero di banche con cui l'impresa opera.

Per quanto riguarda la quota della detenuta dalla prima banca (la banca principale), si osserva contestualmente che essa tende nel tempo, per ciascuna classe di fido, ad aumentare, ad ulteriore conferma del fatto che con la banca principale si instaura un legame sempre più "solido" ed esclusivo; è naturale che tale quota diminuisca all'aumentare della dimensione: passa infatti dal 64% delle micro imprese al 36% delle grandi.

#### 4.4 Caso empirico: metodologia e risultati

In questo paragrafo conclusivo del lavoro di ricerca condotto si passerà dall'esposizione dei criteri con cui sono state selezionate le imprese del campione intervistato a mezzo questionario, all'analisi dei risultati rilevati secondo i criteri di indagine.

Per quanto riguarda la selezione del campione a cui inviare il questionario, si è deciso di seguire i medesimi criteri utilizzati in altre indagini effettuate sulle PMI a livello nazionale e internazionale<sup>51</sup>, al fine di garantire una maggior comparabilità dei risultati. Per questo motivo, si è inviato il questionario alle imprese aventi un numero di dipendenti minore di 500.

I nominativi delle imprese a cui somministrare il questionario sono stati estratti dalla Banca dati Aida<sup>52</sup>. Le imprese sono state selezionate partendo da questa banca dati allo scopo di avere a disposizione, una volta ottenute le risposte al questionario, i dati di bilancio di queste società. A tal fine, abbiamo imposto (come ulteriore condizione, oltre a quella del numero dei dipendenti) non solo che la disponibilità dell'ultimo bilancio fosse al 31/12/2009, ma anche la disponibilità di bilancio degli anni precedenti per assicurarci che l'azienda fosse attiva nel momento della selezione del campione e della contestuale somministrazione del questionario.

Per quanto riguarda il settore di appartenenza, non abbiamo imposto particolari vincoli: abbiamo solo escluso le imprese appartenenti ai settori finanziari e assicurativi.

Da ultimo, abbiamo selezionato solo le imprese che erano in possesso di un indirizzo e-mail, in quanto per la somministrazione del questionario è stato scelto tale canale.

Il campione di potenziali rispondenti è stato perciò individuato, applicati questi "criteri di appartenenza", in 5000 imprese, distribuite sul tutto il territorio nazionale.

Una volta costituito il campione di potenziali rispondenti, abbiamo

---

<sup>51</sup> Capitalia 2002, 2003, 2005, 2007, 2009; Cambridge Centre for Business Research, SME Dataset, 1991, 1997, 2002.

<sup>52</sup> Trattasi di una banca dati che contiene informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali su circa 500.000 società italiane, prevalentemente anche se non esclusivamente società di capitali.

provveduto a somministrare un questionario costituito *ad hoc*.

Le imprese selezionate hanno dunque ricevuto via e-mail l'invito a compilare il questionario, restituibile sempre via mail, o via fax o anche per posta ordinaria.

Per quanto riguarda la struttura del questionario, in esso si indagano i rapporti con la banca (il numero di banche con cui l'impresa opera, la localizzazione della banca principale, la durata del rapporto con tale banca principale, i cambiamenti avvenuti nel rapporto con tale banca nel precedente triennio), le caratteristiche dei finanziamenti delle PMI a titolo di capitale di debito, l'influenza esercitata da alcune figure professionali (direttore finanziario, commercialista, banca, consulente finanziario) nelle decisioni di finanziamento e infine la struttura proprietaria.

Si riportano nella tabella seguente le variabili critiche per l'analisi empirica

**Tabella 7** – Le variabili utilizzate nell’analisi.

<b>Dati qualitativi</b>	<b>Variabili da questionario</b>	<b>Variabili di Bilancio dal 2006 al 2009</b>
Numero CCIAA Forma Giuridica Provincia – sede Regione Ripartizione geografica Codice Fiscale Partita IVA Codice ATECO 2002 Settore di attività economica Età dell’impresa al 2006 Anno di fondazione	Numero di relazioni bancarie Localizzazione della banca principale Durata in anni della relazione bancaria Quota detenuta dalla banca principale Modifica della banca principale Quota rappresentata dal leasing Desiderio di maggior credito Non ottenimento di maggior credito Necessità di fornire garanzie personali Ricorso a finanziamenti agevolati Presenza di alcune figure professionali: - direttore finanziario - commercialista - consulente finanziario - banca Rilevanza di tale presenza Quota detenuta dal socio di maggioranza Utilizzo in passato di alcuni strumenti di corporate banking quali: - Ri.Ba. - Aperture di credito in c/c - Sconto di cambiali, s.b.f. - Leasing - Factoring - Mutui - Emissione obbligazionaria Previsione di utilizzo in futuro degli stessi strumenti di corporate banking	Attivo circolante Costi della produzione Crediti verso soci Debiti a breve Debiti oltre l’esercizio Dipendenti Garanzie prestate Immobilizzazioni immateriali Oneri finanziari Rapporto di indebitamento Ratei e Riscontri Ricavi delle vendite – fatturato ROA – Return on Assets ROAE – Return on Average Equity Totale attività Totale attività finanziarie Totale costi del personale Totale crediti Totale debiti Totale disponibilità liquide Totale fondi rischi Totale immobilizzazioni Totale immobilizzazioni finanziarie Totale immobilizzazioni immateriali Totale immobilizzazioni materiali Totale patrimonio netto Totale rimanenze Totale valore della produzione Trattamento di fine rapporto Utile/Perdita di Esercizio

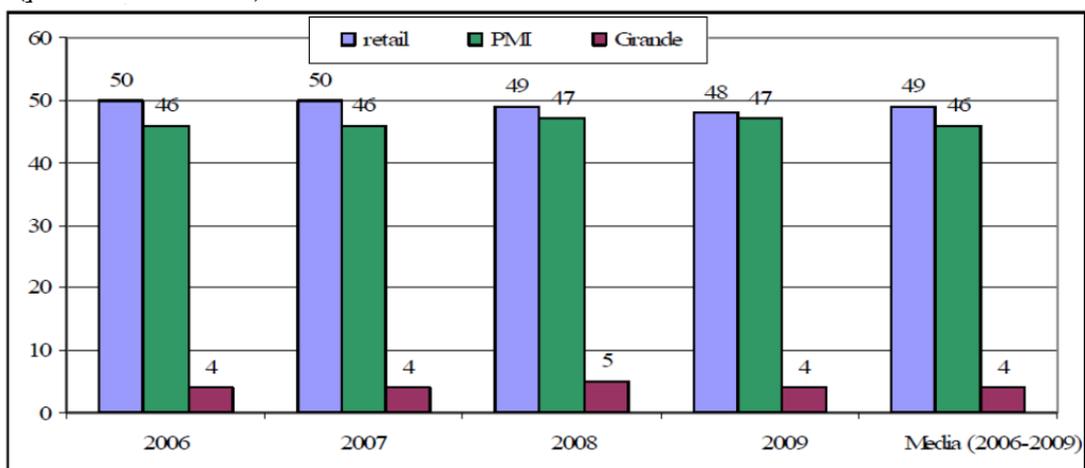
Un primo importante punto di partenza con riferimento alla composizione delle imprese nel campione riguarda la loro distribuzione dimensionale.

In primo luogo, a causa della semplicità del criterio di classificazione, le imprese si possono suddividere nelle tre classi previste dal Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale (cfr. paragrafo 4.2) sulla base del solo fatturato. Secondo il suddetto

criterio, come si può notare dalla Figura , si ottiene un campione di imprese formato mediamente per il 96% da PMI e micro-imprese (Retail) e solo per il 4% da imprese di più grandi dimensioni.

Se al contrario si suddivide il campione sulla base del numero dei dipendenti in modo da seguire, seppur parzialmente, le indicazioni della Commissione Europea (cfr. paragrafo 4.2) si ottiene la classificazione nella figura successiva. Per quanto riguarda tuttavia l'uso di tale variabile, è necessaria una nota metodologica: la variabile "numero di dipendenti" di fonte AIDA è una variabile non sempre disponibile nel *dataset*, a causa del fatto che tale variabile è inserita a discrezione dalle aziende nella Nota Integrativa presentata contestualmente al bilancio.

**Figura 10** – Distribuzione (%) delle imprese presenti nel campione oggetto della presente analisi, ripartite in base alle classi di fatturato previste dal Nuovo Accordo di Basilea (periodo 2006-2009).

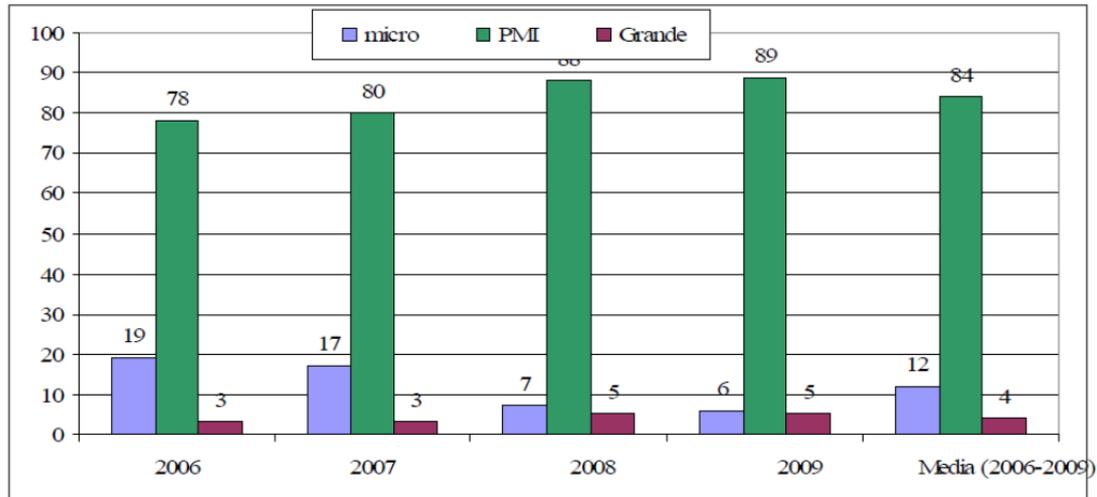


Fonte: nostre elaborazioni.

Tuttavia, la composizione del campione con riferimento alle PMI e micro imprese rimane complessivamente invariato, dal momento che la percentuale di grandi imprese presenti nel campione si attesta anche in questo caso sul 4% in media. Ovviamente, quello che più si modifica è la suddivisione delle imprese minori tra PMI e micro imprese. Come si può notare dalla Figura , infatti, anche volendo utilizzare il criterio di ripartizione delle imprese basato sul numero di dipendenti (laddove questa informazione sia disponibile), la percentuale di PMI e micro-imprese presenti nel campione è pari a livello globale al 96%<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> Rispetto alla ripartizione delle imprese indicata nella Figura 1, cambiano solo le singole percentuali dei sottogruppi: micro-imprese e PMI. Differenza dovuta alla non univoca definizione di tale

**Figura 11** – Distribuzione (%) delle imprese presenti nel campione, ripartite in base alle classi di dipendenti previste dalla Raccomandazione della Commissione Europea 2003/362 (periodo 2006-2009)



Fonte: nostre elaborazioni.

Le imprese che hanno risposto al questionario sono state 200.

A fronte di un invio del questionario tramite posta elettronica a circa 5000 imprese, il tasso di risposta (anche se è possibile calcolarne solo una stima, in quanto il mezzo utilizzato non consente di accertare il tasso di risposta effettivo, non tenendo conto dell'effettivo ricevimento del questionario da parte dei destinatari) è dunque del 4% circa<sup>54</sup>. Si tratta dunque di un campione auto-selezionato e come tale non rappresentativo dell'universo delle imprese italiane, il che se da un lato ci impedisce di fare inferenza sulle caratteristiche dell'intera popolazione delle imprese italiane, dall'altro ci consente comunque di analizzare la relazione tra le variabili che andremo a considerare.

La somministrazione del questionario, secondo le metodologie viste in precedenza è avvenuta nel periodo marzo-luglio 2011, terminando dunque a fine settembre 2011.

Prima di presentare le elaborazioni sulle risposte fornite dalle imprese alle

---

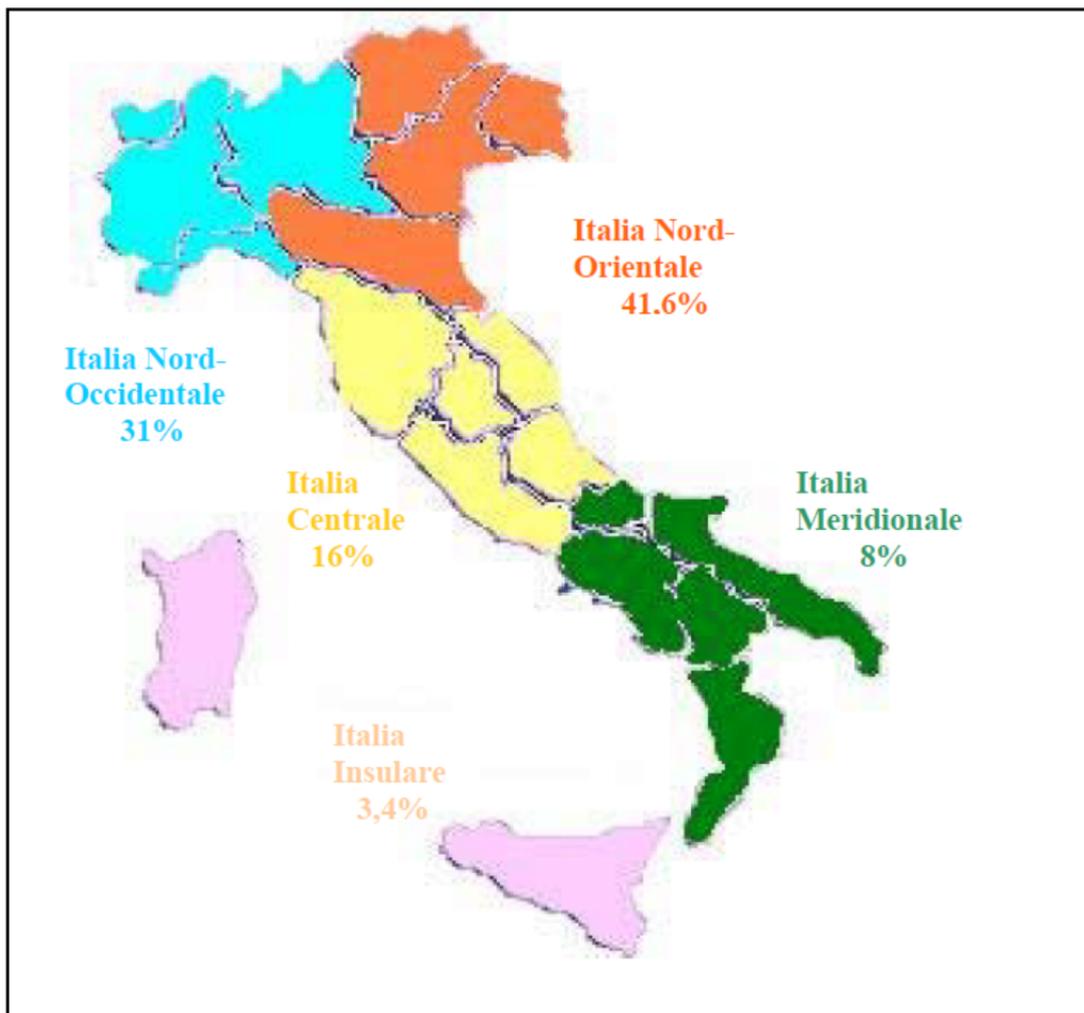
categoria di imprese a livello di Raccomandazione Comunitaria (Raccomandazione CE 2003/362) e Regolamentazione di Basilea (Nuovo Accordo sul Capitale, noto come Basilea 2).

<sup>54</sup> Sui problemi metodologici dei questionari inviati via internet cfr. Biffignardi e Pratesi (2000), dove si mette in luce tra gli altri che bassi tassi di risposta nelle indagini possono essere, in gran parte, dovuti a mancati contatti piuttosto che ad atteggiamenti di resistenza o disinteresse dell'intervistato. In generale, comunque, i tassi di risposta su questionari via web si aggirano intorno al 20%.

domande poste nel questionario è necessaria una breve panoramica sulle caratteristiche delle imprese che costituiranno l'oggetto dell'analisi che segue.

Le imprese rispondenti innanzitutto si possono suddividere sulla base della loro ripartizione geografica in 5 gruppi il 41,6% dei rispondenti ha la sede principale nelle regioni nel Nord-Est, il 31% nel Nord-Ovest, il 16% nell'Italia Centrale, l'8% nell'Italia meridionale e il 3,4% nelle Isole.

**Figura 12** – La distribuzione dei rispondenti per area geografica.



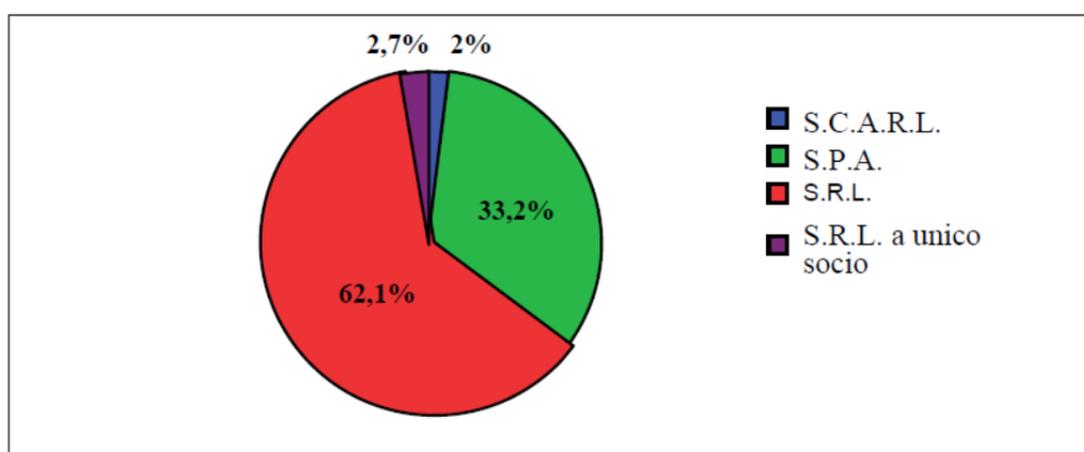
Per quanto riguarda invece il settore di appartenenza, sulla base del codice Ateco è possibile suddividere le imprese in 5 categorie: l'industria occupa il 67% del totale, seguito dal commercio (21%), e dai servizi (9%). Marginali sono le imprese appartenenti al settore agricoltura (2%) e costruzioni (1%).

E' possibile anche un'altra classificazione settoriale utile per cogliere il grado

di innovazione tecnologica dell'impresa. In tal caso avremo questa distribuzione: imprese appartenenti al settore industriale 60,4%, al settore commercio e servizi 30,4%, all'industria tecnologica 7,1%, al settore dei tecnologici puri 2,2%.

Con riferimento alla forma giuridica, il 62,1% sono Società a responsabilità limitata, il 33,2% sono Società per azioni, il 2,7% sono S.r.l. a unico socio, e il 2% sono Società cooperative a responsabilità limitata.

**Figura 13** – La distribuzione dei rispondenti per forma giuridica.



*Fonte: nostre elaborazioni.*

Nella tabella seguente (cfr Tabella 8) abbiamo provveduto a suddividere i rispondenti in 4 classi sulla base di 3 variabili quali il fatturato (ricavi delle vendite), il numero dei dipendenti e il totale attivo con riferimento a due anni distinti, il 2006 e il 2009<sup>55</sup>.

<sup>55</sup>Le classi assumono un significato differente a seconda della variabile considerata; per il fatturato vale la seguente relazione: classe 1= fatturato < 2 milioni di euro, 2= fatturato compreso tra 2 e 10 mil. euro, 3= fatturato compreso tra 10 e 50 mil euro, 4= fatturato > 50 mil euro. Per i dipendenti vale: 1= numero dipendenti < 10, 2= dipendenti compresi tra 11 e 50, 3= dipendenti tra 51 e 250, 4= dipendenti maggiori di 250. Per la variabile totale attivo vale: 1=totale attivo minore di 2 mil. euro, 2= totale attivo compreso tra 2 e 10 mil euro, 3= totale attivo tra 10 e 43 mil euro, 4= totale attivo > 43 mil euro. In tabella sono riportati anche i valori medi delle variabili considerate per ciascuna classe di impresa.

**Tabella 8** – La distribuzione delle imprese rispondenti per dimensione

Classi*		Fatturato		Dipendenti		Totale Attivo	
		2009	2006	2009	2006	2009	2006
1	%	19,51	20,40	7,10	20,84	22,45	25,71
	media	1,361	1,394	6	6	1,258	1,214
2	%	49,61	52,78	52,47	50,62	51,44	52,66
	media	4,941	4,977	27	25	4,792	4,641
3	%	26,61	23,24	35,48	26,05	21,54	17,80
	media	19,116	19,650	100	108	19,120	20,094
4	%	4,26	3,58	4,95	2,48	4,57	3,83
	media	103,580	104,496	472	498	96,577	98,057
Totale	%	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
	media	12,221	11,224	73,54	54,54	11,278	10,090

Fonte: nostre elaborazioni.

Innanzitutto occorre rilevare come le differenze di distribuzione dei rispondenti non appaiono così marcate considerando l'anno 2006 piuttosto che l'anno 2009, eccezion fatta per la variabile "numero di dipendenti". Una possibile spiegazione del fenomeno potrebbe essere ricercata nell'elevato numero di dati mancanti (nel 2009) di questa specifica variabile per un terzo circa dei rispondenti. In questo modo si sovrastimano le imprese più grandi, che risultano infatti più numerose sotto il profilo dei dipendenti, malgrado ciò non venga confermato dal trend delle altre due variabili, i cui valori si dimostrano più stabili nel tempo. I dati sembrano concordi tuttavia nel mostrare, considerando la distribuzione delle imprese nel 2009 piuttosto che nel 2006, che la dimensione media delle imprese è aumentata, secondo tutte e 3 le variabili considerate. È sensibilmente aumentato, poi, il peso relativo delle medie imprese (appartenenti alla classe 3), a fronte di una riduzione del peso delle piccole imprese (classe 2) colta soprattutto dalla variabile fatturato.

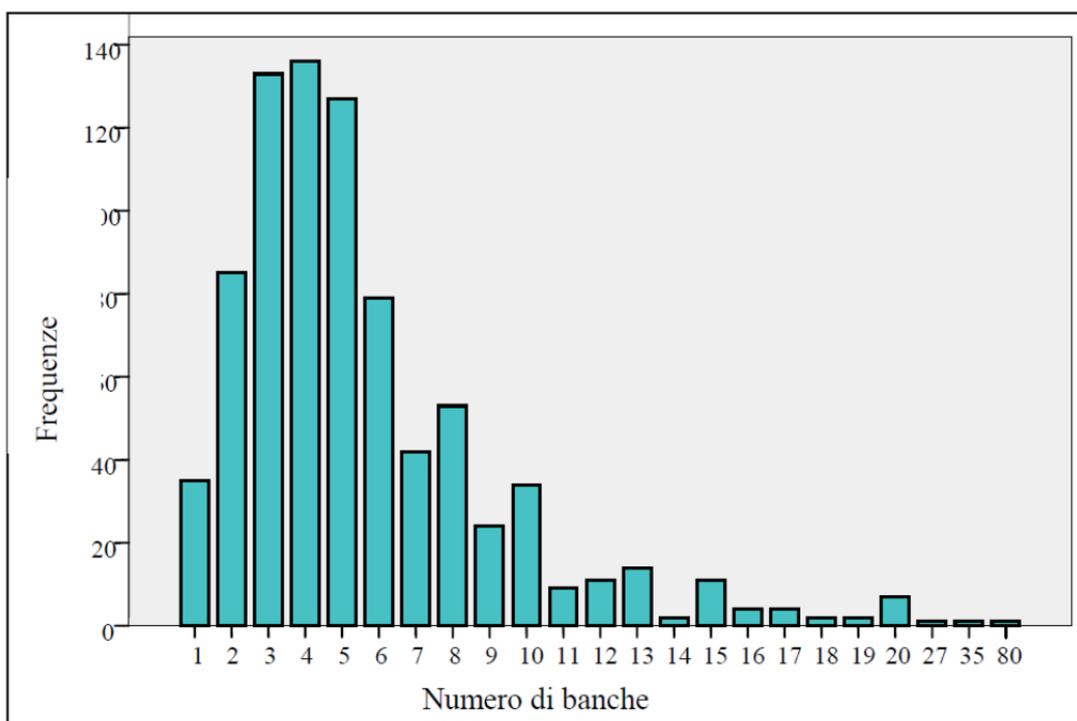
Non sorprendentemente, il peso in percentuale delle imprese con meno di 250

dipendenti al 2009 è di circa il 95% del totale.

Le imprese del campione presentano livelli di indebitamento piuttosto elevati. Sotto il profilo dell'età delle imprese, si può osservare come, a fronte di una età media di poco più di 27 anni, il 25% abbia più di 35 anni. Il 50% delle imprese ha una età superiore a 24 anni, per cui il campione risulta particolarmente ricco di imprese mature. Solo poco più del 2% ha meno di 5 anni, il 14% ne ha meno di 10.

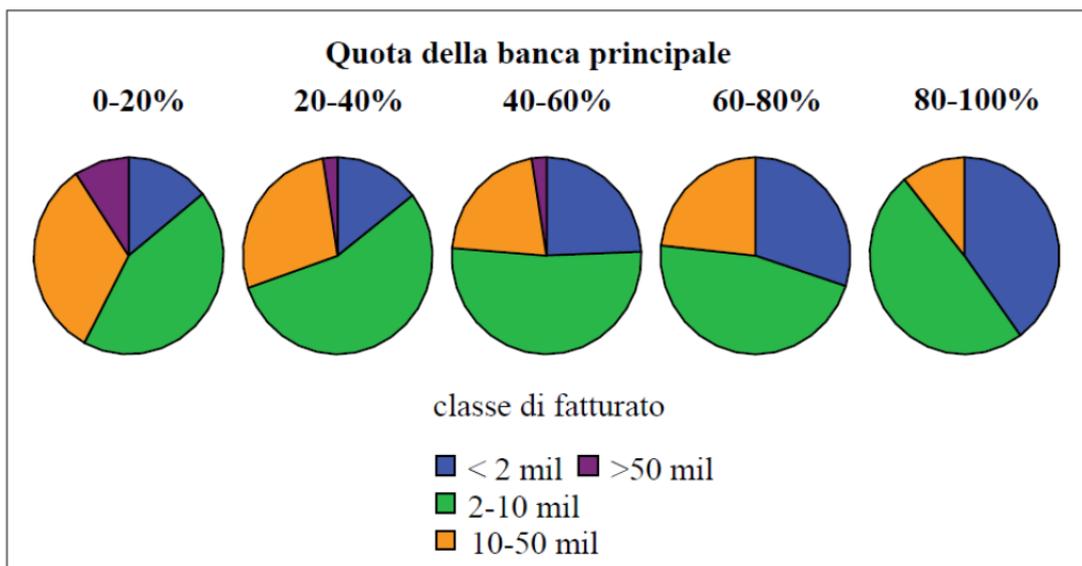
Dall'analisi condotta risulta una media di 5,6 relazioni bancarie per impresa e la quota della banca principale può esser considerata sulla base del volume d'affari dell'impresa

**Figura 14** – numero di relazioni bancarie nel campione.



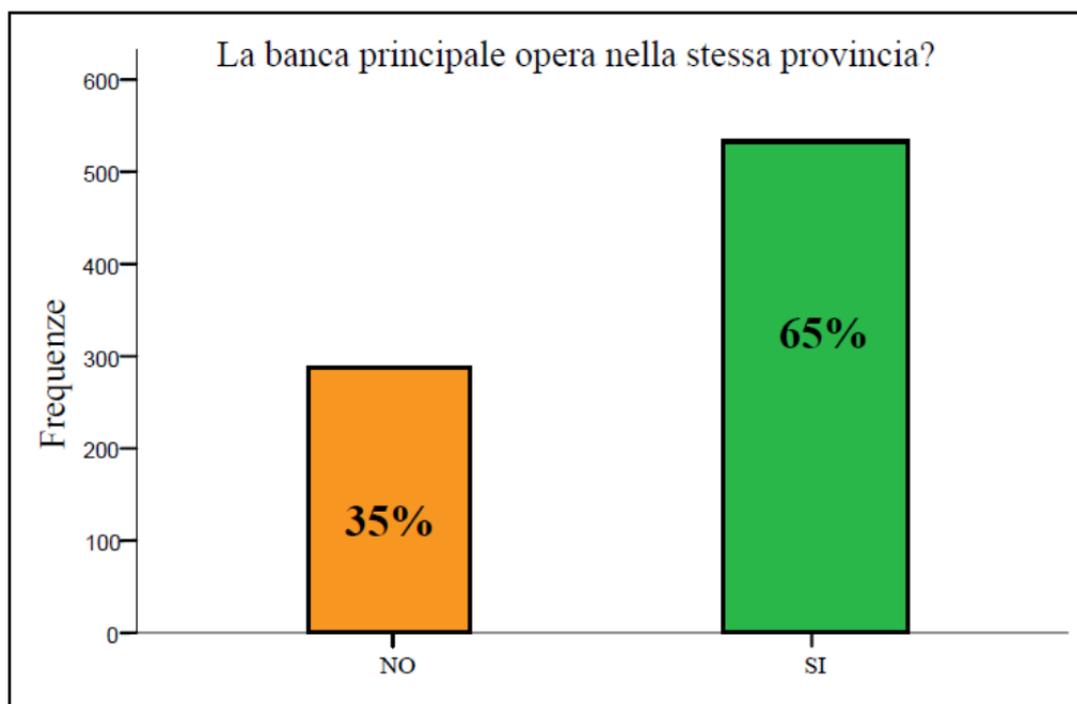
*Fonte: nostre elaborazioni.*

**Figura 15** – La quota della banca principale



Fonte: nostre elaborazioni.

**Figura 16** – Provincia della banca principale



Fonte: nostre elaborazioni.

Relativamente alla governance dell'impresa: dai dati emerge che le imprese del campione si presentano come saldamente detenute dall'azionista o dal socio di maggioranza.

**Tabella 9** – La quota detenuta dall'azionista principale.

Quota azionista principale		Classi di fatturato al 2009 in mil.				Classi di dipendenti al 2009			
		<2	2-10	10-50	>50	<10	11-50	51-250	>250
0-20%	N	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>3</b>
	% di colonna (% di riga)	6,04 (20,93)	5,01 (44,19)	5,37 (25,58)	12,12 (9,30)	9,09 (10,00)	5,79 (46,67)	6,06 (33,33)	13,64 (10,00)
20-40%	N	<b>34</b>	<b>98</b>	<b>39</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>64</b>	<b>29</b>	<b>2</b>
	% di colonna (% di riga)	22,82 (19,43)	25,86 (56,00)	19,02 (22,29)	12,12 (2,29)	6,06 (2,06)	26,45 (65,98)	17,58 (29,90)	9,09 (2,06)
40-60%	N	<b>65</b>	<b>140</b>	<b>59</b>	<b>6</b>	<b>17</b>	<b>84</b>	<b>47</b>	<b>3</b>
	% di colonna (% di riga)	43,62 (24,07)	36,94 (51,85)	28,78 (21,85)	18,18 (2,22)	51,52 (11,26)	34,71 (55,63)	28,48 (31,13)	13,64 (1,99)
60-80%	N	<b>21</b>	<b>42</b>	<b>25</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>32</b>	<b>15</b>	<b>3</b>
	% di colonna (% di riga)	14,09 (23,08)	11,08 (46,15)	12,20 (27,47)	9,09 (3,30)	15,15 (9,09)	13,22 (58,18)	9,09 (27,27)	13,64 (5,45)
80-100%	N	<b>20</b>	<b>80</b>	<b>71</b>	<b>16</b>	<b>6</b>	<b>48</b>	<b>64</b>	<b>11</b>
	% di colonna (% di riga)	13,42 (10,70)	21,11 (42,78)	34,63 (37,97)	48,48 (8,56)	18,18 (4,65)	19,83 (37,21)	38,79 (49,61)	50,00 (8,53)
<i>Totale</i>	N	<b>149</b>	<b>379</b>	<b>205</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>242</b>	<b>165</b>	<b>22</b>
	% di colonna (% di riga)	100 (19,45)	100 (49,48)	100 (26,76)	100 (4,31)	100 (7,14)	100 (52,38)	100 (35,71)	100 (4,76)

*Fonte: nostre elaborazioni*

Sostanzialmente, quasi il 37% delle imprese vede la presenza di un socio che possiede più del 60% della società. Solo la minoranza (poco più del 5%) ha una proprietà estremamente frazionata, e sono le imprese che appartengono, sia per fatturato che per numero di dipendenti, alla seconda classe (che è tuttavia anche la categoria più rappresentata nel campione). A presentare una quota saldamente in mano all'azionista principale (dall'80 al 100%) sono invece le imprese maggiori.

Rilevante per le scelte sulle fonti di finanziamento che l'impresa decide di utilizzare è anche a nostro avviso la presenza o meno (e nel caso anche la rilevanza della presenza) di alcune figure professionali che possono avere un ruolo all'interno del processo decisionale dell'impresa. A tale fine abbiamo chiesto alle imprese di indicare quale figura professionale, tra quelle proposte, influenza o meno la gestione finanziaria dell'impresa.

**Tabella 10** - Il grado di presenza di alcune figure professionali all'interno delle imprese

Figure professionali	<i>presente e rilevante</i>	<i>presente ma marginale</i>	<i>assente</i>
Direttore finanziario	34,1%	6,8 %	59%
Commercialista	23,8%	56,1 %	41,2%
Banca	5,9%		81,8%

*Fonte: nostre elaborazioni, dati ordinati per grado di rilevanza.*

La figura più influente è quella del commercialista, anche se esso viene indicato come quello sì più presente (in pratica solo il 20% delle imprese lo considera come assente) ma in maniera marginale, a conferma del mero ruolo di supporto alle decisioni. Il direttore finanziario si presenta come una figura interna all'impresa e come tale rilevante nel 34,1% dei casi esaminati.

## CONCLUSIONI

Alla luce di quanto analizzato ed empiricamente rilevato nel lavoro esposto, possiamo anzitutto dire, ripercorrendo le sezioni tematiche sviluppate che, *la struttura finanziaria ottimale non esiste.*

A tale conclusione si può già giungere al termine dell'*excursus* letterario sul tema, nonostante l'assodata rilevanza strategica, e non solo operativa, delle politiche finanziarie aziendali. Sulla scorta di tale assunto possiamo asserire che le scelte finanziarie sono sì importanti per una gestione aziendale efficiente ed efficace, economica e redditizia, ma non esiste un principio aziendale, nonostante le numerose teorie in materia, per l'ottimizzazione del *capital structure puzzle*.

La struttura finanziaria, inoltre, dipende in maniera diretta e personale, dalle caratteristiche specifiche dell'impresa: le imprese innovative e quelle nella fase di *start-up* sono quelle con maggiore fabbisogno di risorse finanziarie, ma sono anche quelle con più alto grado di rischio e meno garanzie. *La struttura finanziaria cambia, quindi, da azienda ad azienda anche in relazione al sistema finanziario di appartenenza.*

In Italia, “universo delle PMI” e delle microimprese, l'esistenza di un *sistema finanziario bancocentrico* è strettamente correlata a strutture finanziarie in cui la percentuale di indebitamento bancario è alta rispetto ad altre forme di finanziamento a titolo di capitale di debito. La dimensione ridotta, che significa anche gestione semplice e, nella maggior parte dei casi, a carattere familiare, l'opacità delle informazioni e l'alto rischio di fallimento, rendono, per le PMI, inaccessibile il ricorso al mercato dei capitali per finanziarsi. Questi stessi fattori scoraggiano anche il ricorso ad intermediari finanziari non bancari a causa dei maggiori costi; da qui deriva la dipendenza dalle banche e dai crediti a breve che spesso intervengono, soprattutto nei momenti di crisi come quello in corso, a supporto della gestione del capitale circolante.

Tale struttura finanziaria, caratterizzata da una rilevante quota di debiti bancari a breve, si associa ad un alto numero di relazioni bancarie indirettamente correlato alla grandezza aziendale: imprese più piccole si rivolgono ad un maggior

numero di banche e questo soprattutto in Italia, paese in cui il *fenomeno del multi affidamento* è più diffuso rispetto al resto d'Europa. Questo fenomeno dipende anche da scelte bancarie di diversificazione del rischio così come da politiche aziendali volte a prevenire possibile revoche delle linee di fido da parte delle banche, soprattutto in momenti di crisi di mercato. Questo meccanismo contrasta con la vera anima del sistema bancocentrico: il *relationship lending* nell'ambito dell'*informed financing*, ossia una relazione di credito tra banca e impresa fondato sullo scambio di tutte le informazioni utili, sia qualitative che quantitative al di là dei prospetti analitici di bilancio. Il *relationship lending* offre vantaggi sia all'impresa che alla banca: la prima può usufruire di più credito ad un costo minore e con meno garanzie personali e/o reali, la seconda conosce meglio il grado di rischiosità dell'impresa affidata.

Possiamo quindi concludere che il cuore pulsante del circuito finanziario aziendale delle PMI è rappresentato, nelle forme peculiari analizzate, dal sistema bancario.

## BIBLIOGRAFIA

- AIFI – Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (2004), “L’incontro tra domanda e offerta di capitale di rischio: il punto di vista dell’imprenditore”, relazione al Convegno Annuale AIFI, Milano 29 marzo 2004.
- AKERLOF G. (1970), “The Market for ‘Lemons’: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism”, in *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), pp. 488-500.
- ALTMAN E.I. (1984), “A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question”, in *Journal of Finance*, vol. 39(4), pp. 1067-89. BANCA D’ITALIA, *Relazione Annuale*, anni vari, Roma.
- BANCA D’ITALIA (2003), “Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane”, *Note al Bollettino economico*, n. 41, Roma.
- BANNIER C.E. (2005), “Heterogeneous multiple bank financing and optimal firm policy - Is there a hold-up benefit?”, Working Paper Series: Finance and Accounting 148, Department of Finance, Goethe University Frankfurt am Main.
- BASU S., BANERJEE S. (2006), “Relationship Banking with Cooperative Investments”, working paper, disponibile presso SSRN: <http://ssrn.com/abstract=894580>.
- BERGER A. (1999), “The ‘Big Picture’ of relationship finance”, in BLANTON J. L., WILLIAMS A., RHINE S. L. (a cura di), “Business Access to Capital and Credit”, pp. 390–400. A Federal Reserve System Research Conference.
- BERGER, A. N., MILLER N., PETERSEN M., RAJAN R., STEIN J.C. (2005), “Does Function Follow Organizational Form? Evidence From the Lending

Practices of Large and Small Banks”, *Journal of Financial Economics*, vol. 76, pp. 237-269.

BERGER A.N., UDELL G.F. (1995), “Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance”, in *Journal of Business*, vol. 68, n. 3, pp. 351-382. (1998), “The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle”, in *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, nn. 6-8, pp. 613-673. (2002), “Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organizational Structure”, in *Economic Journal*, vol. 112, pp. 32-53. (2004), “A More Complete Conceptual Framework for SME Finance”, *World Bank Conference on Small and Medium Enterprises Overcoming Growth Constraints*, 14-15 October.

BERLIN M., MESTER E.L. (1999), “Deposits and Relationship Lending”, in *The Review of Financial Studies*, vol. 12, vol. 3, pp. 579-607.

BESANKO D., THAKOR A.V. (1987), “Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets”, in *International Economic Review*, vol. 28, pp. 671-689.

BHATTACHARYA S., THAKOR A.V. (1993), “Contemporary Banking Theory”, in *Journal of Financial Intermediation*, vol. 3, pp. 2-50.

BIANCO M., CASAVOLA P. (1999), “Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance”, in *European Economic Review*, n. 43, pp. 1057-1069.

BOLTON, P., SCHARFSTEIN, D. S. (1996), “Optimal debt structure and the number of creditors”, in *Journal of Political Economy*, vol. 104, pp. 1-25.

BOOT A.W.A. (2000), “Relationship Banking: What do We Know?”, in *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, pp. 7-25.

- BOOT A.W.A., THAKOR A.V. (1994), “Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game”, in *International Economic Review*, vol. 35, November, pp. 899-920. (2000), “Can Relationship Banking Survive Competition?”, in *Journal of Finance*, vol. 55, pp. 679-713.
- BOYD E., PRESCOTT E. (1986), “Financial Intermediary-Coalitions”, in *Journal of Economic Theory*, vol. 2, pp. 211-232.
- BREALEY R.A., MYERS S. C., SANDRI S. (2007), “Principi di finanza aziendale”, McGraw-Hill Libri Italia, Milano.
- BRIGHI P. (2006), “Il ruolo delle banche regionali nei servizi alle imprese: teorie ed evidenze empiriche del relationship lending”, in CORIGLIANO R. (a cura di), “Corporate banking, credito e finanza delle imprese. Strategie per la crescita e ruolo delle banche regionali”, Bancaria Editrice, Roma.
- BROGI M. (1997), “L’evoluzione del rapporto banca impresa in Italia”, EGEA, Milano.
- CAPITALIA (2005), “Indagine sulle imprese italiane - Rapporto sul sistema produttivo e sulla politica industriale”, Ottobre 2005.
- CARUSO A. (2006), “Strategie e organizzazione dei servizi di corporate banking: i grandi gruppi e le banche regionali”, in CORIGLIANO R. (2006), “Corporate banking, credito e finanza delle imprese”, Bancaria editrice, Roma.
- CASELLI S. (1998), “Segmentazione per competere nel mercato dei servizi finanziari alle imprese”, *Economia & Management*, N. 4. (2005), “La domanda di servizi finanziari delle imprese in Italia”, in FORESTIERI G., “Corporate & Investment Banking”, EGEA, Milano.

- CASELLI S., GATTI S. (2003), “Il corporate lending”, Roma, Bancaria.
- CENNI S., (2000), “La teoria del credito di relazione”- Centro dipartimentale di servizi bibliotecari “Biblioteca Walter Bigiavi”, Bologna. (2000), “L’evidenza empirica sul credito di relazione”- Centro dipartimentale di servizi bibliotecari “Biblioteca Walter Bigiavi”, Bologna.
- CENNI S., CORIGLIANO R., TORLUCCIO G. (2004), “I prestiti e la funzione allocativa della banca”, in ONADO M. (a cura di), “La banca come impresa”, pp. 203-232, Il Mulino, Bologna.
- CENNI S., SALOTTI V. (2006), “Avere o non avere debiti con le banche? Le PMI manifatturiere italiane e il ricorso al credito bancario”, Atti del convegno AIDEA, Roma, 2006.
- CESARINI F. (2003), “Il rapporto banca – impresa”, Incontro di Studi sul tema “Impresa, risparmio e intermediazione finanziaria: aspetti economici e profili giuridici”, Trieste, 24-25 ottobre 2003.
- CHAN Y, GREENBAUM S.I., THAKOR A.V. (1986), “Information Reusability, Competition, and Bank Asset Quality”, in *Journal of Banking and Finance*, vol. 10, pp. 243-254.
- COLE R.A. (1998), “The importance of relationships to the availability of credit”, in *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, n.6, pp. 959-977(19).
- CORIGLIANO R., (1991), “Le relazioni banca impresa: assetto creditizio ed efficienza allocativa”, Milano, EGEA, 1991. (1998), “Rischio di credito e pricing dei prestiti bancari”, Bancaria Editrice, Milano. (2001), “Il venture capital. Finanziamento dell’innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari”. Bancaria Editrice, Roma. (2001), “La cultura aziendale della banca e l’attività di prestito: dalla valutazione del merito creditizio alla

gestione del rischio di credito”, in CARRETTA A. (a cura di), “Il governo del cambiamento culturale in banca: modelli di analisi, strumenti operativi, valori individuali”, pp. 113-151, Bancaria Editrice, Roma. (2002), “Rischio di credito e rating delle imprese e dei gruppi”, Newfin- Università Bocconi, Milano. (2006), “Corporate banking, credito e finanza delle imprese. Strategie per la crescita e ruolo delle banche regionali”, Roma, Bancaria Editrice.

COSMA S. (2002), “Il rapporto banca-impresa: le variabili relazionali e comportamentali nella valutazione del rischio di credito”, Giappichelli Editore, Torino.

DEAN J. (1951), “Capital Budgeting”, New York, Columbia University Press.

DEGRYSE H., LAEVEN L. ONGENA S. (2006), “The impact of organizational structure and lending technology on banking competition”, Discussion Paper 67, Tilburg University, Center for Economic Research.

DELL'ARRICCIA G., MARQUEZ R. (2004), “Information and bank credit allocation”, in Journal of Financial Economics, vol. 72, pp. 185-214.

DEWATRIPONT, M., MASKIN, E. (1995), “Credit and efficiency in centralized and decentralized Economies”, in Review of Economic Studies, vol. 62, pp. 541–555.

DENIS D.J., MIHOV V.T., (2003), “The Choice Between Bank Debt, Non-Bank Private Debt and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings”, AFA 2003 Washington, DC Meetings, disponibile presso SSRN: <http://ssrn.com/abstract=269129>

DI MAJO A., PAZIENZA M.G., TRIBERTI B. (2005), “Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano, working paper DISEFIN, Università di Genova, n.7/2005.

- DIAMOND D.W. (1984), “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, in *Review of Economic Studies*, vol. 51, pp. 393-414.
- DRAGO D. (a cura di) (2001), “Nuove tendenze dell’asset & liability management nella banca”, Bancaria editrice, Roma. (2002), “Gli Strumenti di copertura del rischio di credito: economia, tecnica e profili di regolamentazione prudenziale”, *Banca Impresa Società*, n. 1, 2002.
- ELYASIANI E., GOLDBERG L.G. (2004), “Relationship lending: a survey of the literature”, in *Journal of Economics and Business* 56, pp. 315–330
- ELSAS R., HEINEMANN F., TYRELL M. (2004), “Multiple but Asymmetric Bank Financing: The Case of Relationship Lending”, CESifo Working Paper Series No. 1251, disponibile presso SSRN: <http://ssrn.com/abstract=559104>.
- FAMA E.F. (1985), “What’s Different about Banks?”, in *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, pp. 29-39.
- FAMA E., FRENCH K. (1992), “The Cross-Section of Expected Stock Returns”, in *Journal of Finance*, 47/2, 427-465.
- FARINHA L.A., SANTOS J.A.C. (2000), “Switching from single to multiple bank lending relationships: determinants and implications”, BIS Working papers 83, Bank for International Settlements.
- FAZZARI S.M., HUBBARD R.G., PETERSEN B.C. (1988), “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No. 1, 141-2006.
- FAULKENDER M., PETERSEN M.A. (2006), “Does the Souce of Capital Affect

- Capital Structure”, in *The Review of Financial Studies*, v. 19, n. 1, pp. 45-79.
- FORESTIERI G., TIRRI V., (2002), “Il rapporto banca-impresa: struttura del mercato e politiche di prezzo”, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di ricerche, n° 31, 2002.
- FRANK M.Z., GOYAL V. K. (2005), “Trade-off and Pecking Order Theories of Debt”, Working Paper, Center for Corporate Governance – Tuck School of Business at Dartmouth.
- GOBBI G. (2005), “Il rapporto banca-impresa in Italia: che cosa è cambiato negli ultimi dieci anni?”, relazione al convegno “Il sistema produttivo italiano tra declino e rilancio della produttività”, Roma, 26-27 ottobre 2005.
- GRAHAM B., DODD L. (1951), “Security analysis”, 3rd ed. New York.
- GREENBAUM S.I., KANATAS G., VENEZIA I. (1989), “Equilibrium Loan Pricing under the Bank-Client Relationship”, in *Journal of Banking and Finance*, vol. 13, pp. 221-235.
- GUIISO L., (2003), “Small business finance in Italy” , EIB Papers N° 2/2003.
- GUTHMANN G., DOUGALL H.E. (1955), “Corporate financial policy“, 3rd ed. New York.
- HARRIS M., RAVIV, A. (1990), “Capital Structure and the Informational Role of Debt”, in *Journal of Finance* 45, 2, pp. 321-49.
- HELLMANN T., STIGLITZ J.E. (2000), “Credit and equity rationing in markets with adverse selection”, in *European Economic Review* 44, 281-304.
- HODGMAN D.R. (1961), “The Deposit Relationship and Commercial Bank Investment Behaviour”, in *Review of Economics and Statistics*, vol. 42, pp.

257-268. (1963), "Commercial Bank Loan and Investment Policy", University of Illinois, Chicago.

JAMES C. (1987), "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans", in *Journal of Financial Economics*, vol. 19, pp. 217-235.

JENSEN M., MECKLING W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure", in *Journal of Financial Economics*, vol. 79, pp. 113-134.

KRISTIANSEN E.G. (2005), "Strategic Bank Monitoring and Firms' Debt Structure", working paper from Norges Bank, n. 10/2005.

LELAND H. E., PYLE D.H. (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", in *The Journal of Finance*, Vol. XXXII, n. 2, 371-387.

LUMMER S., MCCONNELL J.J. (1989), "Further Evidence on Bank Lending Process and the Capital Market Response to the Bank Loan Agreements", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 99-122.

LUISE T. (1997), "Il rapporto banca-impresa verso un nuovo modello di sviluppo", in *Banche e banchieri*, 24(1), pp. 32-48.

MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1958), "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review* 48, 261-297. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", in *American Economic Review*, 53, 433-43.

MONTEFORTE D. (2001), "Il metodo finanziario di valutazione delle aziende in un percorso evolutivo", working paper del Dipartimento di Organizzazione Aziendale e Amministrazione Pubblica della Facoltà di Economia

dell'Università degli Studi della Calabria, n. 5/Luglio 2001.

MYERS S.C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", in *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.

MYERS S.C., MAJLUF N.S. (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", in *Journal of Financial Economics*, 13 pp. 187-221.

ONGENA S., SMITH D.C. (1998), "Quality and duration of banking relationships", in BIRKS D. (ed.), "Global Cash Management in Europe", MacMillan Press, 225-235. (2000), "Bank relationships: a review", in ZENIOS S.A. e HARDKER P. (eds.), "Performance of Financial Institutions", Cambridge University Press, 221-258. (2000), "What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence", in *Journal of Financial Intermediation*, 9, 26-56. (2001), "The duration of bank relationships", in *Journal of Financial Economics*, 61, 449-475.

PADILLA A.J., PAGANO M. (1997), "Endogenous Communication Among Lenders and Entrepreneurial Incentive", in *The Review of Financial Studies*, vol. 10, n. 1, pp. 205-236.

PAIGE FIELDS L., FRASER D.R., BERRY T.L., BYERS S. (2002), "Do Bank Loan Relationships Still Matter?", in *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, n.5, pp. 1195-1219

PALMUCCI F. (2006), "L'offerta dei servizi di corporate banking e la domanda da parte delle imprese" in CORIGLIANO R., (2006), "Corporate banking, credito e finanza delle imprese", Bancaria editrice, Roma.

PELLICIONI G. (2006), "Le opportunità e i vincoli per le banche regionali nei

servizi di corporate banking”, in CORIGLIANO R. (2006), “Corporate banking, credito e finanza delle imprese”, Bancaria editrice, Roma.

PELLICIONI G., TORLUCCIO G. (2006), “Il fenomeno del multiaffidamento: implicazioni e caratteri evolutivi recenti”, in CORIGLIANO R. (2006), “Corporate banking, credito e finanza delle imprese”, Bancaria editrice, Roma.

PETERSEN M.A. (2002), *Information: Hard and Soft*, Mimeo Chicago IL, Northwestern University.

PETERSEN M.A., RAJAN R. (1994), “The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data”, in *The Journal of Finance*, vol. 49, pp. 3-37. (1995), “The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships”, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n. 2, pp. 407-443.

RAJAN R.G. (1992), “Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm’s-Length Debt”, in *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1367-1400.

RAMAKRISHNAN R.T.S., THAKOR A.V. (1984), “Information Reliability and a Theory of financial intermediation”, in *Review of Economic Studies*, vol. 51, pp. 415-432.

ROSS S.A. (1977), “The Determination of Financial Structure: The incentive *signalling approach*”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1 pp. 23-40, Spring.

SCHMEITES A.B. (2003), “Discretionary Contracts and Bank-Firm Relationships”, presentato il 12 gennaio 2003, 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting (FEA). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=488104>

SCHWIZER P. (1998), “Il finanziamento dello sviluppo delle piccole e medie imprese: economicità e modalità organizzative dell'intervento delle banche nel capitale di rischio. Dall'acquisizione della partecipazione alla quotazione dell'impresa”, in FORESTIERI G, LANDI A., ONADO M., SCHWIZER P., (a cura di), “L'innovazione nel finanziamento delle piccole e medie imprese. Banche, mercati e strutture di intermediazione”, EGEA, Milano. (2001), “La flessibilità organizzativa nelle banche”, in PREVIATI D., “Verso la banca flessibile”, Bancaria Editrice, Roma.

SHARPE S. (1990), “Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships”, in *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 1069-1087.

STEIN J. C. (2002), “Information production and capital allocation: decentralized vs. hierarchical firms”, *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1891-1922.

STIGLITZ J., WEISS A. (1981) “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, in *American Economic Review*, vol. 71, pp. 393-410.

THAKOR A.V. (1996), “Capital Requirements, Monetary Policy and Aggregate Bank Lending”, in *Journal of Finance*, vol. 51, pp. 279-324.

TIROLE J. (2006), “The Theory of Corporate Finance”, Princeton University Press.

UEDA M. (2004), “Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation”, *The Journal of Finance* Volume 59, pp. 601-621.

UCHIDA H., UDELL G.F., YAMORI N. (2006), “SME financing and the choice of lending technology”, RIETI Discussion Paper Series, the Research Institute of Economy, Trade, and Industry.

VESALA T. (2005), “Relationship Lending and Competition: Higher Switching Cost does not Necessarily Imply Greater Relationship Benefits”, Bank of Finland

Research Discussion Paper No. 3/2005, disponibile presso SSRN:  
<http://ssrn.com/abstract=783666>.

VON THADDEN E.L. (1992), The Commitment of Finance, Duplicated Monitoring and the Investment Horizon, Working Paper, n. 27, CEPR, London. (1995), “Long-Term Contracts, Short-Term Investments and Monitoring”, in *The Review of Economic Studies*, vol. 62, n. 4, pp. 557-575. (2004), “Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: The Winner’s Curse”, *Finance Research Letters*, marzo 2004, pp. 11-23.