



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI BOLOGNA  
FACOLTA' DI ECONOMIA - DIPARTIMENTO DI SCIENZE AZIENDALI  
*Dottorato di ricerca in Mercati e intermediari Finanziari*

XIX ciclo

Il finanziamento a titolo di capitale di debito e il  
rapporto banca impresa: un'indagine sulle micro e  
piccole-medie imprese italiane.

SECS-P/11

**TESI DI DOTTORATO di**  
Annalisa Caruso

**Coordinatore:** Ch.mo Prof. Luciano Munari

**Supervisore:** Ch.mo Prof. Rocco Corigliano

A.A. 2006/2007

# INDICE

## *Introduzione*

Capitolo 1.....	1
<b>I FONDAMENTI TEORICI DEL RAPPORTO BANCA – IMPRESA .....</b>	<b>1</b>
1.1 Introduzione .....	1
1.2 I finanziamenti alle imprese.....	2
1.3 Le teorie sulla struttura finanziaria .....	5
1.3.1 La teoria classica: i “tradizionalisti” .....	9
1.3.2 La tesi di Modigliani e Miller .....	9
1.3.3 La teoria sull’influenza del fattore fiscale .....	10
1.3.4 La trade-off theory .....	11
1.3.5 La pecking-order theory.....	14
1.3.6 L’ipotesi dei segnali come conseguenza delle asimmetrie informative ....	18
1.3.7 Conclusioni .....	19
1.3.8 Le imprese innovative.....	23
1.3.9 Le piccole e medie imprese.....	26
1.3.10 I sistemi finanziari a confronto: bank vs market oriented .....	28
1.4 Il relationship lending .....	30
1.4.1 Il vantaggio informativo della banca .....	34
1.4.2 Il fenomeno del multiaffidamento .....	37
1.4.3 La struttura organizzativa della banca: il ruolo del loan officer .....	38
1.4.4 I fattori esterni che incidono sul relationship lending .....	41
1.5 Il relationship banking: banche e PMI italiane .....	43
Capitolo 2.....	47
<b>EFFETTI DEL RELATIONSHIP LENDING: EVIDENZE EMPIRICHE .....</b>	<b>47</b>
2.1 Vantaggi e svantaggi del relationship lending .....	47
2.1.1 I vantaggi del relationship lending.....	48
2.1.2 Gli svantaggi del relationship lending .....	51
2.1.3 Le possibili soluzioni all’hold up problem .....	54
2.1.4 L’effetto della concorrenza tra banche sul relationship lending.....	58
2.2 Effetti del relationship lending sul tasso di interesse.....	60
2.2.1 L’esperienza statunitense .....	60
2.2.2 L’esperienza europea .....	61
2.2.3 L’esperienza italiana .....	62
2.3 Effetti del relationship lending sulla disponibilità di credito.....	64
2.3.1 L’esperienza statunitense .....	64
2.3.2 L’esperienza europea .....	66
2.3.3 Conclusioni .....	67
2.4 I conflitti di agenzia .....	49
2.5 Le determinanti del multiaffidamento .....	50
2.6 Il nesso tra multiaffidamento, credito e tassi .....	61
2.7 Le reazioni del mercato agli annunci di nuovo debito.....	64
2.8 Efficienza dell’informazione: prestiti bancari e bond.....	66
2.9 Conclusioni .....	67

Capitolo 3.....	68
<b>LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DELLE PMI ITALIANE .....</b>	<b>68</b>
3.1 Lo stato dell'arte: il sistema industriale italiano.....	68
3.2 La finanza delle imprese italiane .....	71
3.2.1 I prestiti bancari e l'emissione di corporate bond.....	72
3.2.2 La dinamica dei prestiti bancari alle imprese .....	74
3.2.3 I rischi insiti nei prestiti bancari .....	76
3.2.3 Il mercato italiano dei corporate bond .....	77
3.2.4 Le caratteristiche del mercato obbligazionario.....	80
3.2.4 La scelta tra prestiti e obbligazioni .....	84
3.3 L'indagine Capitalia .....	86
3.3.1 Il rapporto banca impresa .....	88
3.3.2 Il razionamento del credito .....	88
3.3.3 L'apertura del capitale di rischio .....	89
3.3.4 I servizi innovativi di corporate banking .....	90
3.4 L'evoluzione del multiaffidamento in Italia .....	91
3.5 Il rapporto di indebitamento .....	94
3.6 Il finanziamento all'innovazione .....	97
3.6.1 Le fonti per il finanziamento delle imprese innovative .....	98
 Capitolo 4.....	 101
<b>IL FINANZIAMENTO TRAMITE CAPITALE DI DEBITO:.....</b>	<b>101</b>
Un'indagine su PMI e micro imprese .....	101
4.1 Micro e piccole-imprese .....	101
4.2 La definizione della Commissione Europea .....	102
4.2.1 Il criterio dell'indipendenza.....	104
4.2.2 Gli effettivi e le unità di lavoro/anno.....	106
4.2.3 La classificazione secondo Basilea 2.....	106
4.2 Metodologia di analisi .....	108
4.3 La descrizione del campione di rispondenti .....	111
4.3.1 I rispondenti .....	114
4.4 I risultati: una analisi descrittiva.....	117
 BIBLIOGRAFIA .....	 121

# **Capitolo 1**

## **I FONDAMENTI TEORICI DEL RAPPORTO BANCA – IMPRESA**

### **1.1 Introduzione**

In questo capitolo verranno trattati da un punto di vista teorico i fondamenti di quel complesso fenomeno noto in letteratura come “rapporto banca-impresa”; l’espressione rapporto banca-impresa “compre una vasta area semantica difficile da circoscrivere con precisione”<sup>1</sup>. Da un lato solitamente si fa riferimento al complesso delle modalità “tecniche” (durata, prezzi, quantità) con cui le banche forniscono e concedono servizi finanziari alle imprese, dall’altro, partendo dal presupposto che la concessione del credito costituisce un’attività primaria e fondante di una azienda di credito, si fa riferimento alla peculiarità della natura del rapporto che lega la banca al suo prestatore di fondi; la presenza poi di alcune imperfezioni del mercato, che avremo modo di approfondire in seguito, fa sì che per molte imprese l’accesso al credito bancario possa costituire l’unica forma di finanziamento esterno accessibile, da cui l’importanza e la giustificazione dell’esistenza stessa degli intermediari finanziari<sup>2</sup>.

Nel nostro ordinamento, fattori istituzionali quali l’approvazione del Testo Unico nel 1993 – che ha introdotto la despecializzazione temporale e operativa delle banche e il modello di banca universale – l’avvio delle privatizzazioni delle banche pubbliche e l’ondata di fusioni e acquisizioni tra banche che ne è conseguita ha fatto sì che negli ultimi anni il nostro sistema finanziario si sia profondamente modificato,

---

<sup>1</sup> Gobbi (2005).

<sup>2</sup> Corigliano (1991, 2006).

---

e che anche l'operatività stessa delle banche italiane ne abbia risentito. Tali innovazioni infatti accresciuto le potenziali offerte di servizi che le banche possono proporre alla loro clientela, e alle imprese in particolare, generando una ampia disponibilità di importanti servizi di gestione interni alle imprese come la liquidità, i servizi di pagamento, la copertura dei rischi di cambio e di interesse, così come l'assistenza per operazioni di finanza straordinaria o mobiliare. Tale processo di ampliamento dell'operatività bancaria produce differenti effetti: se da un lato accresce la capacità da parte delle banche di adottare approcci valutativi completi, capaci di configurare il sistema dei rischi dell'impresa affidata, dall'altro permette una maggiore enfasi all'aspetto relazionale nell'erogazione del credito e contemporaneamente permette alle banche di ricercare e comprendere le esigenze finanziarie della stessa impresa-cliente<sup>3</sup>.

Dal momento che tali esigenze finanziarie si rivelano essere sempre più complesse e differenti a seconda dello stadio di sviluppo di una impresa, il paragrafo seguente sarà dedicato allo sviluppo del problema delle scelte finanziarie di una impresa, con un *focus* particolare sulla fase dell'accesso al credito bancario come fonte esterna di finanziamento, da cui si origina appunto il rapporto banca-impresa.

## 1.2 I finanziamenti alle imprese

La letteratura economica ha ampiamente studiato il problema delle scelte finanziarie delle imprese, cercando di capire quali sono i fattori che le influenzano<sup>4</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 del finanziamento delle attività d'impresa.

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

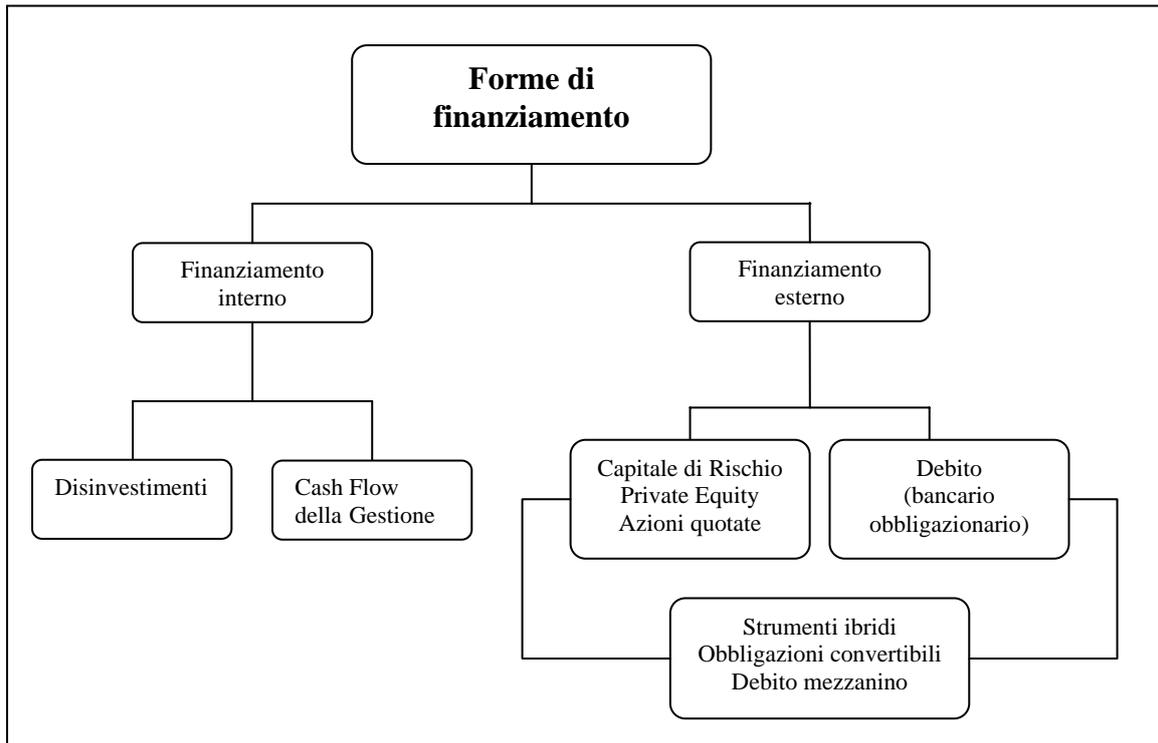
- a) il capitale di rischio (l'equity);
- b) il capitale di debito.

---

<sup>3</sup> Luise (1997).

<sup>4</sup> Cfr. Tirole (2006) , Brealey, Myers, Sandri (2007).

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



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 finance*, espressione con cui si fa riferimento alle varie forme di intermediazione diretta nella quale l'intermediario finanziario, o l'*investment bank*, interviene per facilitare 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 finance*, 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 1992).

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

---

l'offerta del capitale di rischio, sia l'offerta di titoli di debito direttamente emessi dalle imprese e collocati presso i risparmiatori<sup>5</sup>.

La netta distinzione tra fonti esterne presentata in precedenza origina 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):

- 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

---

<sup>5</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.

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.

### **1.3 Le teorie sulla struttura finanziaria**

Una attenta analisi delle fonti di finanziamento alle imprese e delle scelte finanziarie conseguenti non può prescindere da un approfondimento del tema della finanza di impresa, e nello specifico dalle teorie sulla struttura finanziaria, termine col quale si identifica la combinazione esistente tra capitale di debito e capitale di rischio all'interno di una 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 massimizza 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 (cfr. paragrafo 1.3.10).

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.

Nei paragrafi successivi 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 una 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 2, sono presentate in ordine cronologico le principali teorie sulla struttura finanziaria; nei paragrafi successivi verrà posta l'attenzione sulle teorie 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 <i>leverage</i> .
<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 d'impresе.
<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 inferiore.
<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 costi associati al dissesto (e i costi di agenzia).
<b>Jensen e Meckling (1976)</b>	La struttura finanziaria ottimale è quella che minimizza i costi di agenzia associati all'indebitamento e ai mezzi propri.
<b>Ross (1977); Leland e Pyle (1977)</b>	La struttura finanziaria e le modalità di copertura degli investimenti costituiscono un segnale sulla situazione dell'impresa e sulla qualità degli investimenti da finanziare.
<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 devono fare un minor uso dei debiti.

Fonte: Pennarelli, Dini (1995)

### *1.3.1 La teoria classica: i “tradizionalisti”*

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>6</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 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.

### *1.3.2 La tesi di Modigliani e Miller*

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

---

<sup>6</sup> Cfr. Monteforte (2001).

---

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 nei paragrafi successivi.

### *1.3.3 La teoria sull'influenza del fattore fiscale*

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>7</sup> sono stati tra i primi a studiare le conseguenze della tassazione lasciando immutate le altre ipotesi base.

Nonostante le complessità e la diversità delle 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 la 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 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.

#### *1.3.4 La trade-off theory*

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

---

<sup>7</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.

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).

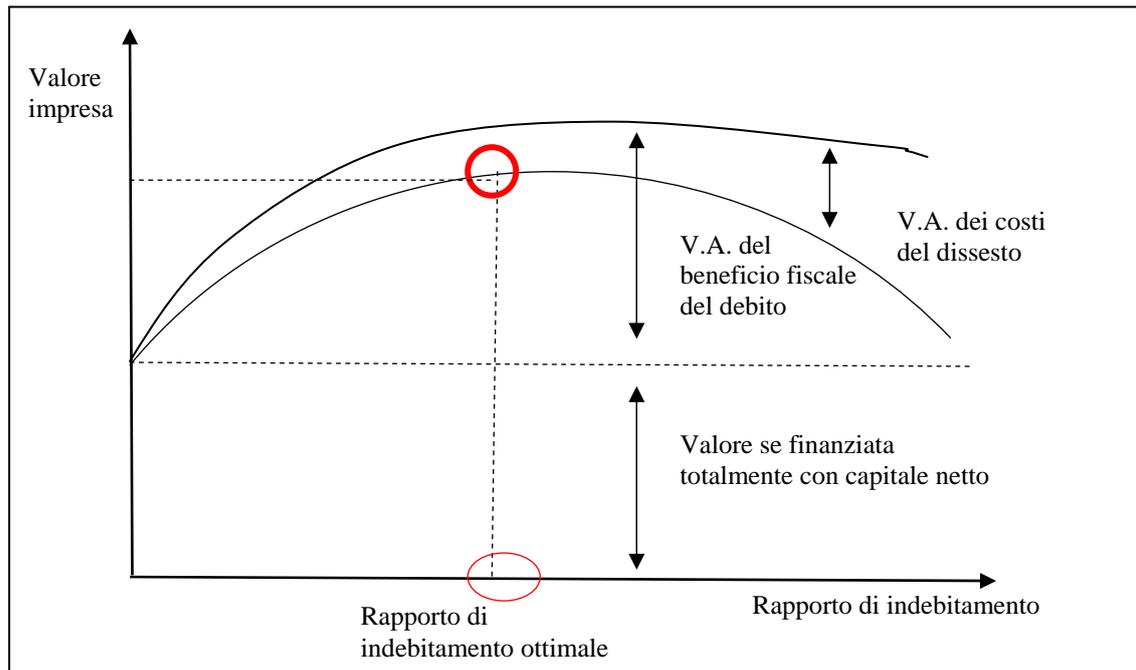
Una prima conseguenza del dissesto è che i soggetti finanziatori potrebbero limitare i finanziamenti verso l'impresa, pretendere compensi più elevati, o anche richiedere garanzie onerose. Tutto ciò ha l'effetto di ridurre il valore di mercato dei titoli dell'impresa. Le imprese, soprattutto quelle più 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 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:

$$\text{Valore impresa} = \text{valore se finanziata con capitale netto} + \text{VA benefici fiscali} - \text{VA del dissesto}$$

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.

### 1.3.5 La pecking-order theory

Le origini della *pecking order theory*, ossia la teoria finanziaria che definisce le gerarchie delle fonti di finanziamento delle imprese<sup>8</sup> (*financial hierarchy*) sono fatte risalire in letteratura alla tesi di Modigliani-Miller sull'irrelevanza della struttura finanziaria delle imprese (cfr. par. 1.3.1).

Secondo la teoria tradizionale<sup>9</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 operatori, si è soffermata in un primo momento sulla asimmetria informativa (*moral hazard* e *adverse selection*), giungendo alla conclusione che diverse strutture

---

<sup>8</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>9</sup> Cfr. Rajan (1992).

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 di interesse o delle garanzie richieste<sup>10</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>11</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>10</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>11</sup> E i loro predecessori, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

---

osservato (Cfr. Berger e Udell 1998)<sup>12</sup> come questo problema sia ancora più amplificato per le imprese innovative o in fase di start-up<sup>13</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 accresce il costo dell'indebitamento e lo rende relativamente meno conveniente.

---

<sup>12</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>13</sup> Per una trattazione specifica sulle start-up si rinvia al paragrafo 1.3.7.

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 manager 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)

### 1.3.6 L'ipotesi dei segnali come conseguenza delle asimmetrie informative

Il modello di riferimento in questo ambito è quello di Leland e Pyle (1977). Riprendendo il concetto di conflitto di interesse tra manager 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.

### *1.3.7 Conclusioni*

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.

Per cercare di riassumere quanto visto finora, è utile fare riferimento alla tabella seguente (cfr. tabella 3), la quale 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 abbia 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:			Modelli di riferimento teorici ed empirici di maggiore rilevanza
tra finanziamento con debito e ....	Tipo	Motivazione	
..asimmetrie Informative	+	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 informazioni.	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
...profitabilità	+	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 nuove azioni.	Myers 1984 Kester 1986
... cash-flow disponibile	+	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
... rischio di acquisizione da parte di altre imprese	+	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
...opportunità di crescita	-	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>			
Presenza di elevati livelli di immobilizzazioni materiali	+	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
Livello di competizione	+	L’incremento del livello di indebitamento consente all’impresa di intraprendere attività e realizzare strategie più rischiose.	Brander e Lewis 1986
Produzione di beni specifici/di elevata qualità	-	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
Dimensioni/età’	-	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 aumenta.	Hirshleifer e Thakor 1992
Sistema di tassazione del Reddito di impresa	+	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 con debito.	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 (cfr. tabella 4) mostra infatti, in corrispondenza delle diverse fasi del ciclo di vita (dalla fase iniziale di *stat-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.

### 1.3.8 Le imprese innovative

Per le imprese "innovative" il quadro presentato in precedenza – soprattutto per quanto riguarda la validità della *pecking order theory* – subisce modifiche sostanziali<sup>14</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>15</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 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

---

<sup>14</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>15</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).

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>16</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 imprese partecipate da *venture capitalists*), 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 2); 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 2 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 coinvolgimento dei *business angels*<sup>17</sup>. In questa fase di avvio esiste anche la

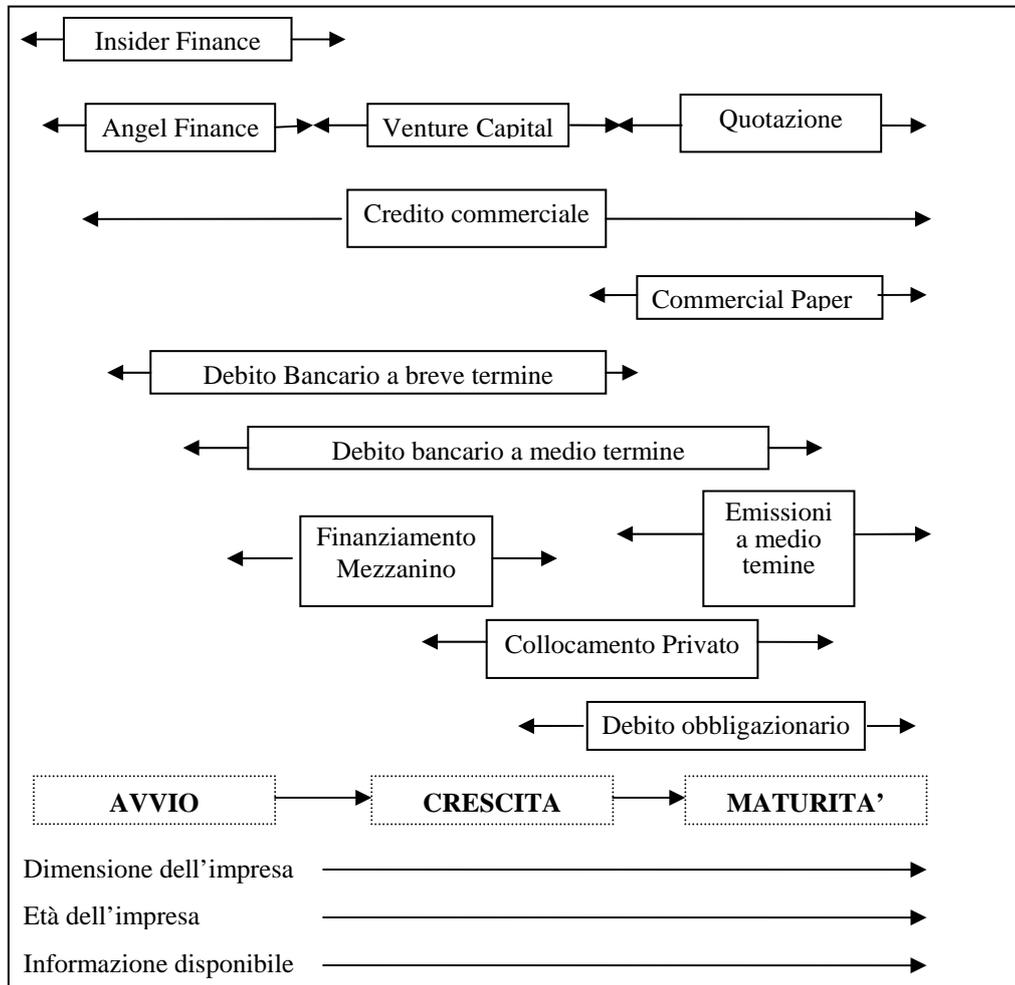
---

<sup>16</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*.

<sup>17</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

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.

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

un gruppo di investitori e reinvestendoli nel capitale azionario di imprese giovani ad alto potenziale di crescita e rischio.

---

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.

### 1.3.9 Le piccole e medie imprese

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 nei paragrafi successivi 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>18</sup>. Gli stessi problemi informativi dovrebbero spiegare il ruolo

---

<sup>18</sup> Dello stesso avviso sono infatti Berger e Udell 1998; Bianco Ferri Finaldi Russo 1999; Elston 2002.

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 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 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. 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.

#### *1.3.10 I sistemi finanziari a confronto: bank vs market oriented*

I due modelli della trade-off theory (TO) e della pecking order theory (PO) presentanti in precedenza (cfr. paragrafi 1.3.4 e 1.3.5) 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 4 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 managers prevenendo sovra-investimenti e riducendo i costi di agenzia<sup>19</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>20</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.

---

<sup>19</sup> Cfr. Rajan (1992)

<sup>20</sup> Cfr. La Porta et al. (2000)

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

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

Fonte: Bontempi (2000)

A limitare ulteriormente i conflitti di interesse tra managers ed azionisti contribuisce anche la concentrazione proprietaria come modello di *governance* tipica dei paesi come l'Italia e la Germania; in questi contesti, l'ipotesi della *trade off theory* sul ruolo del debito quale strumento di controllo sulla gestione manageriale è più debole, a favore dell'ipotesi della *pecking order* secondo cui i manager agiscono nell'interesse degli azionisti privilegiando l'autofinanziamento.

## 1.4 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 non price, 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>21</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>22</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 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.

#### *1.4.1 Il vantaggio informativo della 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

---

<sup>21</sup> Cfr. Pagano, Panunzi (1997).

<sup>22</sup> Esposito (1994).

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.

<b>Vantaggio Assoluto</b>	<b>Vantaggio Relativo</b>
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) Agency problem	Benefici - scambio di informazioni - contratti "flessibili" (impliciti) - attenuazione variazioni cicliche (prezzi e quantità)
Dimensione e diversificazione del portafoglio prestiti Riduzione del rischio e dei costi di delega	Costi - obbligo di sostegno in caso di crisi ( <i>soft budget constrain</i> ) - "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.

#### *1.4.2 Il fenomeno del multiaffidamento*

Il monoaffidamento risulta essere la miglior soluzione per superare le asimmetrie informative. Tuttavia nella pratica le imprese si affidano a più banche; questo fenomeno, detto multiaffidamento, è molto diffuso in Italia nonostante negli ultimi anni abbia visto una fase di leggera riduzione (cfr. capitolo 3).

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, ai quali sarà dedicato il capitolo seguente (cfr. capitolo 2). Il multiaffidamento potrebbe, dunque, essere 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 multi affidamento presenta caratteristiche differenziate a seconda del diverso livello di concentrazione presente nel sistema bancario.

#### *1.4.3 La struttura organizzativa della banca: il ruolo del loan officer*

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 capitario 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 finanziari. 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.

#### *1.4.4 I fattori esterni che incidono sul relationship lending*

In questo paragrafo analizzeremo quali sono alcuni fattori esterni – in particolare alcune variazioni del conteso economico – che incidono sul relationship lending.

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 Basile 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 perchè 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*.

### **1.5 Il relationship banking: banche e PMI italiane**

Questo paragrafo finale è finalizzato ad approfondire il legame che si instaura tra banche e imprese nel nostro sistema finanziario, un rapporto legato alle peculiarità economiche del nostro Paese. Le imprese italiane, con riferimento agli assetti proprietari ed alle regole di governo societario, si distinguono infatti per determinate caratteristiche:

- la forte concentrazione della proprietà, indipendentemente dalla dimensione dell'impresa, conseguenza della forma di capitalismo adottata nel nostro Paese, ossia quella prevalentemente "familiare" - soprattutto se l'impresa non è quotata;
- un basso grado di contendibilità, ovvero della possibilità che l'impresa venga espropriata se gestita con risultati poco apprezzabili da parte dei manager.

Tali elementi di *governance* sono rilevanti al fine delle decisioni di finanziamento; anzi, il modello di relazioni banca-impresa che si è venuto a creare in Italia è stato influenzato proprio dagli assetti di *governance*.

In Italia, il rapporto banca-piccola e media impresa ha finito dunque col caratterizzarsi di relazioni estremamente frazionate (basti pensare al fenomeno del multiaffidamento, che in Italia assume rilevanza più che in altri paesi europei), basate su rapporti quotidiani, informali e poco strutturati tra banca e impresa, probabilmente

---

conseguenti dalla volontà da parte delle stesse PMI di mantenere il livello di asimmetria informativa che caratterizza il loro rapporto con la banca. La conoscenza dell'impresa e della realtà aziendale esula ancora spesso da una attenta analisi di indicatori finanziari e patrimoniali tipici dei modelli anglosassoni, fondandosi molto spesso sulle garanzie personali dell'imprenditore e sul suo patrimonio personale, che non viene investito in azienda ma indirettamente utilizzato come garanzia a copertura del rischio di credito; ciò porta ad una scarsa capacità da parte del sistema bancario di valutare i profili di rischio e rendimento delle imprese clienti e ad una ridotta capacità di discriminazione sia *ex ante* che *ex post* tra controparti sotto il profilo sia della redditività prospettica che del merito creditizio.

La conseguenza ultima di ciò, è la necessità da parte delle banche italiane a dover rinunciare ad alcuni fra i punti maggiormente qualificanti del rapporto banca impresa, ossia a politiche di *pricing* differenziate per segmenti omogenei di clientela, ad obiettivi di massimizzazione della redditività e del *mark up* nel lungo periodo, alla gestione attiva dei portafogli, e al rifugiandosi spesso in un eccessivo ricorso alle garanzie personali.

In sostanza, il rapporto banca-PMI in Italia, invece di muoversi verso l'abbattimento delle barriere informative ed il modello della banca di riferimento unica, è caratterizzato dalla volontà da parte delle imprese di mantenere elementi deteriori di opacità, frammentazione e fragilità nella relazione sia informativa che operativa con le banche. Le PMI italiane, dimostrando scarsissima propensione a condividere il controllo aziendale, dimostrata anche dal raro ricorso alla quotazione in borsa e dal basso grado di apertura al mercato, tendono a mantenere per sé il massimo possibile dell'informazione, indebolendo sempre di più la relazione con le banche, e contribuendo ad essere un ostacolo stesso alla loro crescita.

Questo modello di rapporto banca-impresa ha finito dunque col produrre imprese più piccole, con forti elementi di debolezza e fragilità nelle strutture finanziarie, tendenzialmente sotto-capitalizzate con molto credito a breve utilizzato per la gestione ordinaria e poco credito a medio lungo termine finalizzato al finanziamento degli investimenti ed alle strategie di crescita, con una pressoché inesistente attivazione dei canali di finanziamento mobiliare.

Ciò è ancora più evidente se pensiamo ad alcuni dati sulla capitalizzazione di borsa: alla fine del 2000, ad esempio, la capitalizzazione della borsa italiana

ammontava al 69.2% del PIL, valore sceso alla fine del 2001 al 48.3% a causa soprattutto della crisi economica mondiale. Quest'ultimo valore era di molto inferiore rispetto a quello registrato in Spagna (75%) e Francia (84%) ma era molto simile a quello della Germania, la cui borsa a fine 2001 valeva il 49% del PIL tedesco.

A ciò si aggiunge che le PMI italiane sono tipicamente le imprese più indebitate, e come tali quelle che affrontano un maggior livello di costi di finanziamento<sup>23</sup>, e che i canali esterni sono pressoché inutilizzabili per tali imprese; ad esempio, basti pensare che normalmente il fabbisogno finanziario delle piccole e medie imprese è di 5-8 milioni di euro, e difficilmente una emissione di *bond* sarebbe conveniente al di sotto dei 25 milioni di euro. Inoltre, l'opacità informativa di cui gode l'impresa sul mercato porterebbe a richiedere agli investitori cedole di interessi molto elevate e dunque poco convenienti per l'impresa.

Rispetto a modalità di finanziamento basate sul mercato, un sistema finanziario bancocentrico come il nostro è fondato invece su relazioni fiduciarie di lungo periodo, e come tale dovrebbe essere in grado di garantire buoni risultati quando il tessuto produttivo è frammentato in molte piccole imprese, quando la produzione e la diffusione di informazioni affidabili è costosa, quando il sistema giudiziario non è in grado di garantire con rapidità una piena protezione dei contratti e quando l'innovazione procede in modo incrementale e non per salti discreti.

Per tutti questi motivi, tale sistema di finanziamento *relationship-based* è stato per molti versi strumentale al tipo di crescita caratteristico delle imprese italiane, dimostrando buona dose di flessibilità di fronte alle fluttuazioni cicliche, e anche un elevato grado di adattamento, contribuendo così, almeno fino ad un certo punto, allo sviluppo industriale del paese. Un sistema finanziario siffatto compromette tuttavia la capacità allocativa e selettiva delle banche e, al contempo, non è privo di conseguenze sulla struttura finanziaria delle imprese, le quali hanno, infatti, significative difficoltà di accesso alla finanza esterna, ad eccezione dei prestiti bancari di breve periodo.

In conclusione, è dunque più probabile che un'impresa di questo tipo scelga di finanziarsi attraverso il canale del credito bancario. In Italia lo sviluppo del sistema

---

<sup>23</sup> Tali costi infatti assorbono per circa 1/3 i margini operativi in una PMI a fronte, in media, del 17% delle grandi imprese.

economico deriva principalmente dalla capacità che le banche hanno avuto di localizzarsi e assistere fin dalla nascita le iniziative imprenditoriali.

## **Capitolo 2**

### **EFFETTI DEL RELATIONSHIP LENDING: EVIDENZE EMPIRICHE**

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

In questo capitolo 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.

### 2.1.1 I vantaggi del relationship lending

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 *monitorino*, 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,...) 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 a 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.

### *2.1.2 Gli svantaggi del relationship lending*

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.

### *2.1.3 Le possibili soluzioni all'hold up problem*

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>1</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 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

---

<sup>1</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.

---

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) poichè 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 2.5.

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.

#### *2.1.4 L'effetto della concorrenza tra banche sul relationship lending*

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 accrescere 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.

## **2.2 Effetti del relationship lending sul tasso di interesse**

In questo paragrafo andremo ad analizzare gli effetti del relationship lending sulle condizioni di tasso che le banche sottopongono alle imprese. 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 risposte 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.

### *2.2.1 L'esperienza statunitense*

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.

### *2.2.2 L'esperienza europea*

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.

### *2.2.3 L'esperienza italiana*

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.

## **2.3 Effetti del relationship lending sulla disponibilità di credito**

In questo paragrafo saranno analizzati gli effetti di un rapporto di tipo relazionale tra prestatore e prenditore di fondi sulla disponibilità di credito erogata.

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.

### *2.3.1 L'esperienza statunitense*

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 prestatore e creditore 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.

### 2.3.2 L'esperienza europea

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>2</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 prestatori contro eventuali situazioni negative per l'impresa, assicurazione che viene concessa proprio 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

---

<sup>2</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".

---

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.

### *2.3.3 Conclusioni*

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 prestatore. 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 1** – L’evidenza empirica sul *relationship lending*

Autore	Periodo di indagine, banca dati e numerosità del campione	Obiettivo del lavoro	Risultati			
			Variabili dipendenti <sup>1</sup>			Note
			Credito	Tassi	Collateral	
<b>USA</b>						
Petersen-Rajan, 1994	1987 NSSBF <sup>2</sup> , 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 <sup>2</sup> , 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 <sup>2</sup> , 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 <sup>2</sup> , 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 <sup>2</sup> , 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 <sup>3</sup> 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 <sup>3</sup> e CdB <sup>4</sup> 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 <sup>3</sup> e CdB <sup>4</sup> 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 <sup>3</sup> – 1997 CdB <sup>4</sup> – 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.

## Effetti del relationship lending: evidenze empiriche

GERMANIA							
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.	
SPAGNA							
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 credito dipende positivamente e in modo significativo dalla durata del <i>RL</i> e dal numero di relazioni bancarie; iii) 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> .	
BELGIO							
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).

## 2.4 I conflitti di agenzia

Tra i fattori invidiati 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).

## 2.5 Le determinanti 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. 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>3</sup>

---

<sup>3</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 imprevisi 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, poichè 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>4</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 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

---

<sup>4</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.

---

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>5</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 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,

---

<sup>5</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.

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 *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>6</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 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.

---

<sup>6</sup> Misurato tramite il rating CEBI.

**Tabella 2** – 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
Numero medio di banche affidanti	1,98	1,88	1,75	1,7	5,79	5,07	4,5	4,39
Quota della banca principale	70%	72%	74%	76%	46%	50%	54%	55%

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

A conferma di ciò, la tabella 3.1. 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 3 offre uno schema riassuntivo di alcuni dei più importanti lavori empirici sul multiaffidamento, condotti sia in Italia che a livello internazionale.

Tabella 3 – 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 <sup>3</sup> e CdB <sup>4</sup> 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 <sup>1</sup> e CdB <sup>2</sup> 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 <sup>3</sup> e CdB <sup>4</sup> 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: <sup>1</sup>Centrale dei Bilanci; <sup>2</sup>Centrale dei Rischi  
Fonte: proprie elaborazioni.

## 2.6 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 3).

**Tabella 4** - 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 perchè 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> <li>• imprese monoaffidate pagano dividendi inferiori</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 5** – 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 perchè 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.

## **2.7 Le reazioni del mercato agli annunci di nuovo debito**

Per concludere questo capitolo, occorre fare un passo indietro e considerare entrambe le tipologie di finanziamento di una impresa, sia il canale interno che il canale esterno; questa premessa è importante per analizzare in particolare l'effetto delle asimmetrie informative sul valore dell'impresa.

In letteratura infatti è noto che benché la penalizzazione arrecata dalle asimmetrie informative caratterizzi entrambe le tipologie di finanziamento appena viste – capitale di credito e nuovo capitale proprio – essa tende a essere più lieve nel caso del debito obbligazionario che nel caso del capitale azionario. Gli studi empirici evidenziano infatti che l'annuncio di emissioni obbligazionarie produce in genere variazioni del valore del capitale azionario prevalentemente di modesta entità, segnalando la presenza di limitate asimmetrie informative associate al ricorso al capitale esterno sotto forma di obbligazione. Anche gli studi empirici relativi alle obbligazioni convertibili hanno evidenziato rendimenti anomali negativi delle azioni, peraltro in misura maggiore rispetto alle obbligazioni non convertibili.

Addirittura positiva è in media la reazione del mercato all'annuncio di un maggior ricorso al debito bancario. Secondo le principali evidenze empiriche il mercato tende ad accogliere favorevolmente l'annuncio di nuovo debito bancario. Il motivo è probabilmente da rinvenire nella relazione di lungo periodo che unisce la banca alle proprie aziende clienti e che consente loro di ottenere una maggiore qualità delle informazioni. L'accesso a informazioni riservate, il controllo della liquidità dell'azienda, la possibilità di far parte dei consigli di amministrazione delle società, sono elementi che concorrono a giustificare la credibilità e la solidità delle aziende nel ricorso al credito bancario.

Le aziende tendono dunque a favorire principalmente il canale esterno sotto forma di debito bancario quando i fondi interni sono limitati. Al contrario, le offerte pubbliche di azioni vengono generalmente interpretate dal mercato come un'informazione non positiva: le reazioni all'annuncio sono prevalentemente negative e in misura maggiore rispetto a quanto accade con il debito obbligazionario. Il debito può essere raccolto sotto

forma di private o public. Il debito private – più concentrato di quello pubblico – gode di due importanti vantaggi comparati:

- incentiva il controllo da parte degli outsiders e lo rende più efficiente;
- si caratterizza per una maggiore flessibilità di ridefinizione del contratto alla scadenza o in caso di inadempienza contrattuale.

Entrambe i vantaggi tendono a ridimensionarsi quando il grado di concentrazione del debito tende a diminuire, come accade per esempio nel caso dei fidi multipli e dei prestiti sindacati. Le evidenze disponibili rimarcano il maggior ricorso al debito pubblico (o privato non concentrato) da parte delle aziende con minori asimmetrie informative e, al contrario, l'utilizzo più accentuato del debito intermediato da pochi intermediari finanziari per le aziende dalle asimmetrie informative maggiormente pronunciate. Gli effetti prodotti dal ricorso al capitale azionario sulla società sono dunque quelli di incrementare il costo del capitale azionario e diminuire il volume raccolto. Essi, combinati tra loro, concorrono a disincentivare il ricorso al capitale di debito sono complessivamente minori (sia in termini di costo che di quantità raccolta), qualunque sia la forma tecnica prescelta.

La maggiore conoscenza della banca in qualità di *insider* svolge anche una funzione di *signalling*, indicando al mercato le imprese più meritevoli. L'effetto certificazione della banca, supportato dalla propria reputazione, riduce il costo della raccolta di informazioni permettendo all'affidato un accesso più agevole e conveniente verso altre forme di finanziamento. James (1987), utilizzando una metodologia *event study*, ha studiato l'effetto dell'annuncio del prestito bancario sul valore di mercato dell'impresa, evidenziando una relazione positiva e significativa. Le ricerche condotte, in coerenza con i risultati delle analisi teoriche, hanno inoltre confermato che una relazione di clientela forte e duratura aumenta la disponibilità di credito riducendo al contempo la probabilità che la banca richieda garanzie (Petersen e Rajan, 1994; Berger e Udell, 1995).

Una maggiore indeterminatezza teorica ed empirica si riscontra, invece, riguardo le condizioni di prezzo praticate dalla banca di riferimento alla propria clientela. Da un lato, la duratura ed esclusiva relazione di clientela consente alla banca di ridurre i costi di *screening* e di *monitoring* e di limitare allo stesso tempo il rischio di controparte; questa situazione dovrebbe permettere, come dimostrato ad esempio da Berger e Udell (1995) negli USA, di ridurre il costo del credito. Secondo altri autori tuttavia (si veda ad

esempio Sharpe,1990; Rajan,1992), nel caso in cui l'informazione non sia facilmente comunicabile all'esterno, la banca potrebbe ritrovarsi nel corso del rapporto in una situazione di "monopolio informativo" sfruttabile attraverso una politica di tassi attivi eccessivamente severa rispetto al reale rischio dell'impresa (*hold up*). Questo fenomeno è stato evidenziato anche da Degryse e Van Cayseele (2000) con riferimento al contesto europeo e da Forestieri e Tirri (2003) per l'Italia. Inoltre, una relazione esclusiva con una banca potrebbe spingere l'impresa a focalizzare la propria strategia di investimento sul breve termine, consapevole del fatto che una relazione di lungo periodo permetterebbe alla banca di estrarre una rendita informativa (Von Thadden, 1992).

Al fine di limitare tale pericolo, l'impresa potrebbe decidere di avere una stretta relazione di clientela con un'altra banca. Anche in base al modello sviluppato da Von Thadden (1995), la relazione con due banche è sufficiente per ristabilire una competizione tra gli intermediari capace di contenere il rischio di aumento *ex post* del costo del credito. Come risultato, le imprese, per beneficiare dei vantaggi derivanti dal *relationship banking*, dovrebbero instaurare una relazione di affidamento esclusiva oppure servirsi di due banche, per evitare in tal modo di incorrere nell'*hold-up*. Evidenze empiriche che avvalorano la tesi secondo cui l'aumento delle relazioni bancarie comporta una dispersione delle informazioni e, di conseguenza, un peggioramento delle condizioni contrattuali, sono riportate ad esempio da Petersen e Rajan (1994) e Ongena e Smith (2000).

## **2.8 Efficienza dell'informazione: prestiti bancari e bond**

Altman, Gande e Saunders (2004) hanno verificato che il mercato dei prestiti bancari è "informativamente" più efficiente rispetto al mercato dei bond soprattutto in vicinanza alle date di *default*. I presupposti teorici da cui questi autori si muovono sono i seguenti:

- secondo Diamond le banche avrebbero economie di scala e vantaggi di costi comparati nel monitorare gli accordi di prestito;
- secondo Ramakrishnan e Thakor le banche possono aumentare il benessere minimizzando i costi di informazione prodotti e conseguentemente le situazioni di *moral hazard*;
- secondo Fama invece, le economie di scala e i vantaggi sui costi di *monitoring* di cui usufruirebbero le banche sarebbero causate dal fatto che esse agirebbero

da veri e propri “insider”. Il continuo contatto con la clientela, infatti, garantirebbe loro la possibilità di ottenere informazioni più di qualunque altro tipo di intermediario.

Servendosi dunque di dati provenienti da diverse fonti, gli autori effettuano un’analisi econometrica al fine di osservare quale tipo di mercato (dei prestiti o dei *bond*) è informativamente più efficiente appena dopo le date di *default* di diverse imprese. La conclusione alla quale giungono è che la banca ha più incentivi al *monitoring* continuo rispetto agli investitori in *bond*, poiché il *monitoring* nel mercato del *bond* è soggetto a problemi di *free riding* (il singolo azionista reputa ininfluenza il proprio comportamento, opta per il non controllo, auspicando che venga svolto dagli altri). È per questo la possibilità che accadano degli eventi tali da generare il *default* da parte di chi si finanzia, è maggiore per i prestiti obbligazionari che per quelli bancari.

## 2.9 Conclusioni

In generale, dai risultati evidenziati nelle sezioni precedenti, non è possibile affermare che vi sia una forte evidenza empirica riguardo al relationship lending.

Come già osservato l’influenza del relationship lending non è univoca in tutti gli studi fino ad ora condotti. Un effetto simile, ma meno evidente, è presente nelle analisi degli effetti del relationship lending sulla disponibilità di credito. Infatti, anche se la tendenza degli autori sembrerebbe univoca (un effetto positivo del relationship lending sulla disponibilità di credito), vi sono considerazioni contrastanti in merito ai fattori che influiscono su tali effetti.

La mancata convergenza degli studi presentati verso un risultato univoco deve necessariamente essere attribuita a diversi fattori. Sicuramente la base dati e quindi il campione preso in considerazione influenza pesantemente i risultati ottenuti. Da questo punto di vista è inevitabile pensare che non si possa giungere ad un risultato valido in assoluto viste le differenti caratteristiche dei mercati e degli operatori nei diversi paesi.

## **Capitolo 3**

### **LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DELLE PMI ITALIANE**

#### **3.1 Lo stato dell'arte: il sistema industriale italiano**

Per cogliere appieno le potenzialità e l'importanza nel nostro Paese del finanziamento a titolo di debito, così come anche alcuni strumenti finanziari alternativi al credito bancario, non si può prescindere da una breve analisi delle caratteristiche del suo sistema industriale; vediamo quindi, servendosi anche di alcuni dati pubblici, quali sono i vincoli e le opportunità rispettivamente presenti e offerti dal nostro sistema produttivo.

Come noto, 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; esse per di più soffrono del problema di una cronica sottocapitalizzazione e di una eccessiva specializzazione in quei settori relativamente a minore tasso di sviluppo: la gran parte delle attività delle nostre imprese manifatturiere è infatti effettuata nei settori tecnologicamente maturi, per cui le esigenze di ricerca sono minori. A queste si affiancano poi poche grandi imprese, per lo più a conduzione familiare, di dimensione comunque relativamente modesta rispetto a quelli dei altri Paesi europei: i grandi gruppi italiani hanno quindi una natura regionale e non globale<sup>1</sup>.

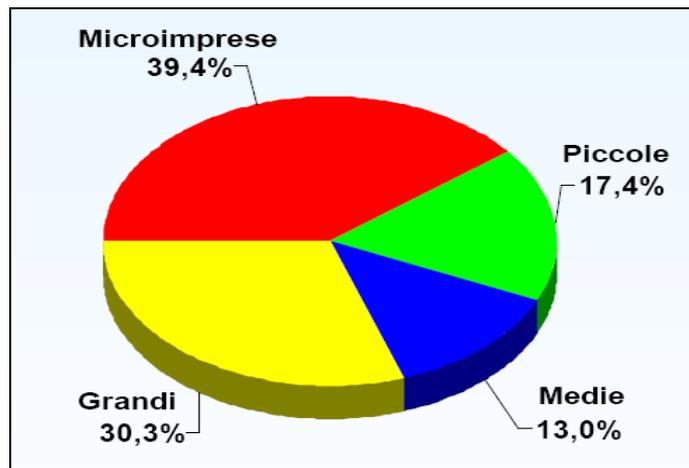
Il fenomeno del cosiddetto “nanismo” delle imprese italiane è un fenomeno in crescita e tipicamente italiano (cfr. fig. 1 e 2): l'Istat sottolinea che le aziende italiane

---

<sup>1</sup> I dati sono tratti dall'”Indagine conoscitiva sul sistema industriale italiano: tendenze evolutive e politiche di rilancio” 2003.

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. Questo dato è rilevante se si pensa alla relazione esistente tra dimensione dell'impresa e innovazione tecnologica<sup>2</sup>. Finanziare lo sviluppo senza appesantire la propria struttura finanziaria è perciò oggi per le PMI una scelta obbligata e il reperimento di capitali diventa un fattore decisivo.

**Figura 1**– Distribuzione occupati per classe dimensionale delle imprese europee



Fonte: ANFoV – Osservatorio PMI (2005)

**Figura 2** – Distribuzione per classe di addetti e per settore delle imprese italiane

CLASSI DI ADDETTI	Agricoltura e pesca	Industria in senso stretto	Costruzioni	Commercio	Altri servizi	Totale	% sul totale	% cumulata
1	18.916	200.594	297.900	747.293	1.130.230	2.394.933	58,6	<b>58,6</b>
2-5	12.526	193.712	161.176	406.146	518.324	1.291.884	31,6	<b>90,3</b>
6-9	1.643	57.883	31.078	43.987	56.426	191.017	4,7	<b>95,0</b>
10-19	743	56.361	18.944	23.217	30.111	129.376	3,2	<b>98,1</b>
20-49	322	27.515	5.376	7.574	12.108	52.895	1,3	<b>99,4</b>
50-99	119	7.314	934	1.530	3.786	13.683	0,3	<b>99,8</b>
100-249	38	3.734	287	683	2.164	6.906	0,2	<b>99,9</b>
250 e oltre	9	1.583	82	301	1.297	3.272	0,1	<b>100,0</b>
<b>Totale</b>	<b>34.316</b>	<b>548.696</b>	<b>515.777</b>	<b>1.230.731</b>	<b>1.754.446</b>	<b>4.083.966</b>		

Fonte: Istat, Censimento 2001.

<sup>2</sup> La quota di ricerca sul PIL oscilla intorno all'1%, e si colloca ad un livello assai distante all'obiettivo del 3% (di risorse pubbliche e private) che l'Unione Europea si propone di conseguire entro il 2010.

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>3</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, 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>4</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

---

<sup>3</sup> Cfr. Di Majo et al (2005).

<sup>4</sup> Cfr per esempio l'indagine di Unioncamere 2003; dello stesso avviso anche Bocchi e Lusignani (2004) e Fabi et al (2003).

appare preferibile individuare strumenti diversi che sappiano riflettere le effettive potenzialità di sviluppo delle singole realtà imprenditoriali<sup>5</sup>.

In questo contesto (cfr. Guelpa, 2005) 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.

### 3.2 La finanza delle imprese italiane

La tabella 1 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.

**Tabella 1** – La struttura finanziaria delle imprese italiane per classi dimensionali nel 2000.

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

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci

<sup>5</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.

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.

Nel paragrafo seguente verrà presentato un approfondimento su queste due forme di debito.

### *3.2.1 I prestiti bancari e l'emissione di corporate bond*

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 debitore (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>6</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

---

<sup>6</sup> Per un approfondimento sul tema dei prestiti sindacati e della *securitization* cfr. Caselli (2001, 2003), Palmucci (2006).

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.

### *3.2.2 La dinamica dei prestiti bancari alle imprese*

In questo paragrafo verranno riportati alcuni dati sull'entità e sull'evoluzione dei prestiti alle imprese forniti dagli intermediari finanziari nel nostro sistema finanziario, con alcuni riferimenti alla realtà europea.

La Banca d'Italia rende noto che nel nostro paese i finanziamenti alle imprese nel corso del 2005 hanno accelerato al 6,5% (cfr. tabella 5); includendo anche i prestiti in sofferenza e i pronti contro termine, la crescita del credito verso le società non finanziarie è stata tuttavia inferiore di circa due punti percentuali a quella media dell'area dell'euro. I prestiti sono aumentati a un ritmo maggiore in Spagna, in ragione della più forte espansione degli investimenti, mentre hanno continuato a ridursi in Germania, dove la dinamica moderata dell'attività economica si è associata a una sostenuta crescita delle fonti interne di finanziamento.

Dopo il lieve calo registrato nel 2004, il credito alle imprese manifatturiere italiane è cresciuto in misura contenuta (2,2 per cento). L'aumento ha interessato soprattutto i comparti in cui si sono manifestati segnali di ripresa dell'attività (alimentare e della produzione delle macchine agricole e industriali); sono invece diminuiti i finanziamenti ai settori dove si è ridotto il grado di utilizzo della capacità produttiva (mezzi di trasporto e prodotti in gomma e plastica; tav. aB27). Ha fortemente accelerato il credito alle imprese di costruzioni, soprattutto quelle operanti nell'edilizia residenziale. Nel settore dei servizi è aumentato il ritmo di crescita dei

prestiti ai comparti delle telecomunicazioni, dei trasporti e a quello alberghiero; i finanziamenti alle società dei servizi immobiliari hanno invece decelerato.

**Tabella 2** - Prestiti delle banche italiane per settore di attività economica (*variazioni percentuali sui 12 mesi*)

Periodi	Amm.ni pubbliche	Società finanz.	Società non Finanziarie (a)		Famiglie		Imprese = (a) + (b)				Totale
				Con meno di 20 addetti	Produttrici (b)	Consumatr.		Manifatt.	Costruz.	Servizi	
<b>2004</b> - Dic	-1,9	-1,6	4,5	4,4	7,2	15,8	<b>4,8</b>	-0,2	8,7	7,8	<b>6,0</b>
<b>2005</b> - Mar	0,1	4,2	7,2	4,2	7,1	14,9	<b>7,2</b>	2,4	9,5	10,9	<b>8,2</b>
- Giu.	2,1	2,2	6,9	4,9	8,3	15,9	<b>7,1</b>	0,9	11,3	11,4	<b>8,2</b>
- Sett	2,4	3,6	6,8	4,6	8,7	15,0	<b>7,0</b>	1,9	12,2	9,4	<b>8,2</b>
- Dic	6,6	7,5	6,3	4,2	7,8	15,1	<b>6,5</b>	2,2	13,1	7,7	<b>8,6</b>
<b>2006</b> - Dic	8,6	4,6	6,9	5,3	8,6	16,1	<b>7,1</b>	2,6	14,7	7,5	<b>9,0</b>

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2005.

La crescita dei prestiti bancari alle imprese medie e grandi è stata pari al 6,6 per cento (4,5 nel 2004). All'accelerazione hanno contribuito in misura rilevante i finanziamenti, concessi sotto forma di prestiti sindacati, ad alcuni gruppi nell'ambito di processi di riorganizzazione aziendale.

I prestiti alle imprese di piccola dimensione (ditte individuali e società di persone con meno di 20 addetti) sono cresciuti del 6,0 per cento, un valore analogo a quello del 2004. Negli ultimi anni è aumentata in misura significativa la quota dei finanziamenti alle piccole imprese assistiti da consorzi di garanzia collettiva dei fidi (12,0 per cento alla fine del 2005).

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.

### *3.2.3 I rischi insiti nei prestiti bancari*

Nel corso del tempo, i prestiti bancari sono stati i maggiori responsabili della capacità da parte di banche di penetrare il cuore dell'economia nazionale (ed eventualmente anche internazionale, a seconda della dimensione e della zona territoriale d'azione delle banche considerate) facendo sì da un lato che tramite essi le banche abbiano trovato gli elementi fondamentali di ricavo per il sostegno del proprio conto economico, dall'altro che si siano potute gettare le basi per il loro stesso sviluppo dimensionale.

I rendimenti dei prestiti alla clientela sono stati infatti nettamente superiori a quelli delle altre forme di impiego della raccolta bancaria, sia per motivi collegati al relativo rischio, generalmente considerato superiore a quello di altre forme di impiego (prestiti per cassa, prestiti interbancari, titoli), sia per motivi collegati alla forza contrattuale nei riguardi dei singoli clienti che, con qualche limitata eccezione rappresentata da qualche impresa di ottima solidità patrimoniale, economica e finanziaria e da grandi dimensioni, è sempre stata superiore a quella vantata dalle banche nei riguardi delle controparti in altre tipologie di operazioni.

L'attività di concessione dei prestiti, implicando delle prestazioni differite nel tempo, resta fondamentalmente un'attività rischiosa, perché il prenditore di fondi può non essere in grado di rimborsare integralmente il suo debito alle scadenze convenute. Le condizioni di affidabilità del cliente che stavano alla base della concessione del prestito possono deteriorarsi durante la vita del prestito e impedirne la sua regolare conclusione. Questo rischio può quindi trasformarsi in perdita per la banca e gravare in modo più o meno pesante sulla sua situazione economica, finanziaria e patrimoniale.

Le perdite su crediti, spesso di concerto con altri fattori, come tipicamente quelli rappresentati da malversazione e da cattiva gestione, sono le maggiori responsabili dei fallimenti bancari in tutti i paesi del mondo. La concessione dei prestiti è quindi un'attività particolarmente delicata, che va organizzata, gestita e controllata con particolare attenzione, come del resto la stessa normativa di Basilea II non manca di sottolineare.

### 3.2.3 Il mercato italiano dei corporate bond

L'obiettivo di questo paragrafo è quello di mettere in evidenza, attraverso l'utilizzo di alcuni dati sul sistema finanziario italiano, il grado di sviluppo e le potenzialità di crescita del mercato italiano delle obbligazioni societarie, un mercato che seppure non ancora molto florido – soprattutto se confrontato con quelli di altri sistemi finanziari europei – presenta ad oggi buone possibilità di sviluppo.

Il nostro mercato dei corporate bond è stato di recente protagonista di un acceso dibattito parlamentare<sup>7</sup> scaturito dalle vicende tristemente note dei *default* di imprese come la Parmalat e la Cirio, nonché dal precedente scandalo dei bond argentini, che hanno fatto emergere una delle preoccupazioni fondamentali delle Autorità in materia, ossia quello di salvaguardare le potenzialità di tale mercato, che si rivela ancora fragile ed in forte evoluzione, partendo dal presupposto che esso rappresenta un importante canale di finanziamento per le imprese italiane, addizionale rispetto a quello bancario, e costituisce un aspetto importante nella diversificazione della modernizzazione del sistema finanziario e della diversificazione dei modi di impiego del risparmio nel nostro Paese.

Per dare una idea della portata del fenomeno, la tabella seguente mostra l'entità delle passività finanziarie delle imprese italiane nel 2005, nel tentativo di fornire un maggior dettaglio rispetto a quanto genericamente visto nella figura 1.

Le passività finanziarie delle imprese, alla fine del 2002, ammontavano a 2.241 miliardi di euro circa, di cui l'88,4% sull'interno; in generale, dunque, le passività finanziarie sono aumentate in 3 anni, dal 2002 al 2005, come anche il loro peso sull'interno.

La metà delle passività era rappresentata nel 2002 da capitale di rischio, mentre la restante parte prevalentemente da indebitamento finanziario. Per la copertura del fabbisogno finanziario, le imprese italiane hanno dunque fatto da sempre ampio ricorso al debito bancario, con una pari ripartizione tra scadenze a breve e medio-lungo termine: basta ricordare che nel 2000 i debiti a medio e a lungo termine erano pari al 43% del totale.

---

<sup>7</sup> Cfr. a questo proposito il documento conclusivo intitolato "Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio", datato 24 marzo 2004, reperibile sul sito [www.senato.it](http://www.senato.it).

**Tabella 3** - Passività finanziarie delle imprese italiane (*milioni di euro e composizione percentuale*)

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	Dicembre 2005	Composizione %		2004	2005
		Dicembre 2005	Dicembre 2004		
<b>Passività sull'interno</b>	<b>2.388.589</b>	<b>89,2</b>	<b>89,4</b>	<b>63.921</b>	<b>95.475</b>
Debiti a breve termine	316.380	12,5	11,8	-5.249	3.577
di cui: <i>bancari</i>	284.004	11,2	10,6	-6.920	3.227
Debiti a medio e a lungo termine	450.082	16,4	16,8	45.389	46.003
di cui: <i>bancari</i>	356.178	13,1	13,3	35.644	35.088
<b>Titoli</b>	<b>47.371</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>10.340</b>	<b>5.082</b>
<b>di cui: a medio e a lungo termine</b>	<b>35.721</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>6.701</b>	<b>2.791</b>
Azioni e partecipazioni	1.164.299	42,1	43,6	-8.386	40.736
Debiti commerciali	289.103	11,8	10,8	16.120	-6.378
Altre passività finanziarie	121.354	4,7	4,5	5.707	6.456
<b>Passività sull'estero</b>	<b>283.404</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>15.423</b>	<b>1.363</b>
di cui: <i>debiti commerciali</i>	28.197	1,0	1,1	808	2.056
<i>debiti finanziari</i>	93.567	3,2	3,5	3.084	14.085
di cui: titoli a m/l	13.789	0,6	0,5	2.423	-2.361
<i>azioni e partecipazioni</i>	155.161	6,4	5,8	12.892	-15.314
<b>Totale passività</b>	<b>2.671.993</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>79.344</b>	<b>96.838</b>

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2005.

Il basso livello dei tassi d'interesse sta poi favorendo una riconversione dell'esposizione bancaria verso il lungo periodo, processo proseguito anche nel 2005, anno in cui la quota dei debiti finanziari a medio e a lungo termine ha raggiunto il 56% del totale, contro il 43% del 2000.

Alcune analisi condotte dalla Banca d'Italia su un campione di imprese presenti negli archivi della Centrale dei bilanci e della Centrale dei rischi mostrano che il forte aumento del peso dei prestiti a medio e a lungo termine sarebbe ascrivibile per circa un decimo a operazioni di ristrutturazione e rinegoziazione del debito da parte di imprese in difficoltà; interventi da imputarsi all'instaurarsi di strette relazioni di clientela con le banche.

L'allungamento della scadenza del debito delle imprese, secondo la stessa Banca d'Italia (2006), è poi in gran parte riconducibile ad una convergenza verso la

composizione preminente negli altri paesi industriali; a ciò ha contribuito anche il calo del livello e della variabilità del tasso di inflazione nella nostra economia. A fronte di tale allungamento della scadenza del debito, ha fatto seguito, dal lato dell'offerta, un maggiore ricorso degli intermediari creditizi alla provvista sul mercato obbligazionario.

Se confrontate poi con le altre imprese appartenenti ai principali paesi industrializzati, le nostre imprese appaiono complessivamente meno indebitate: nel 2004 infatti il rapporto tra debiti finanziari e PIL era più basso rispetto a quanto registrato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, rispettivamente di tredici e sei punti percentuali (cfr. tabella 4). Tuttavia, le grandi imprese italiane quotate sono ancora caratterizzate da un grado di indebitamento più elevato di quelle dei principali paesi industriali.

Dalla stessa tabella 4 emerge poi che le differenze tra la struttura finanziaria delle imprese italiane e quella delle imprese localizzate negli altri paesi dell'area dell'euro non sono particolarmente significative.

Nell'area euro è maggiore il peso della componente dei debiti a medio e a lungo termine, mentre il *leverage* si attesta su valori analoghi. La differenza sostanziale tra l'Italia e i paesi anglosassoni riguarda in particolare il ricorso al mercato obbligazionario: in questi ultimi la raccolta di fondi sul mercato obbligazionario rappresenta circa il 10% delle passività totali delle imprese, contro un valore inferiore al 3% nel nostro paese, che si mantiene da questo punto di vista superiore alla sola Spagna (nel 2004, 2,6% in Italia contro lo 0,5% della Spagna).

È comunque indubbio che nell'ultimo decennio il ricorso al finanziamento tramite emissione di obbligazioni sia notevolmente accresciuto, contribuendo a colmare quel divario che ha tradizionalmente caratterizzato il nostro sistema finanziario rispetto a quello degli altri paesi europei: esso è infatti passato dall'1,1% del 2000 al 2,6% del 2004.

**Tabella 4** – Composizione delle passività finanziarie delle imprese.

Paesi e Anni	Titoli	Prestiti	Azioni	Debiti Commerciali e altre pass.	Per memoria		
					Passività Finanziarie		Attività Finanziarie
					di cui: debiti finanziari		
<i>Quote percentuali sul totale</i>				<i>In rapporto al PIL</i>			
<b>Francia</b>							
1995	<b>6,6</b>	30,6	41,1	21,7	1,89	0,70	1,32
2000	<b>5,0</b>	17,9	65,3	11,8	3,55	0,81	2,50
2004	<b>6,8</b>	21,6	58,2	13,3	3,19	0,91	2,30
<b>Germania</b>							
1995	<b>2,8</b>	40,4	43,8	13,0	1,14	0,49	0,69
2000	<b>1,5</b>	34,9	51,8	11,9	1,75	0,64	1,11
2004	<b>3,1</b>	36,9	46,2	13,9	1,51	0,60	0,88
<b>Italia</b>							
1995	<b>1,4</b>	40,3	35,9	22,4	1,27	0,53	0,63
2000	<b>1,1</b>	29,1	54,8	15,0	1,84	0,55	1,00
2004	<b>2,6</b>	31,4	48,5	17,5	1,80	0,61	0,93
<b>Spagna</b>							
1996	<b>2,5</b>	22,8	47,1	27,6	1,94	0,47	1,14
2000	<b>1,0</b>	22,5	52,3	24,2	2,90	0,61	1,62
2004	<b>0,5</b>	27,7	47,7	24,0	3,11	0,82	1,85
<b>Area dell'euro</b>							
1995	<b>3,7</b>	35,8	42,2	18,3	1,42	0,56	0,85
2000	<b>2,9</b>	26,9	57,2	12,9	2,36	0,70	1,47
2004	<b>4,2</b>	30,5	50,7	14,7	2,16	0,74	1,38
<b>Regno Unito</b>							
1995	<b>6,2</b>	23,1	62,5	8,1	2,18	0,64	0,79
2000	<b>7,9</b>	21,3	65,9	4,8	2,99	0,87	1,27
2004	<b>10,3</b>	30,9	53,7	5,1	2,45	1,01	1,28
<b>Stati Uniti</b>							
1995	<b>9,4</b>	14,2	56,7	19,7	2,36	0,56	0,75
2000	<b>8,9</b>	12,8	58,4	19,9	3,05	0,66	1,15
2004	<b>10,4</b>	14,9	54,1	20,6	2,64	0,67	1,12

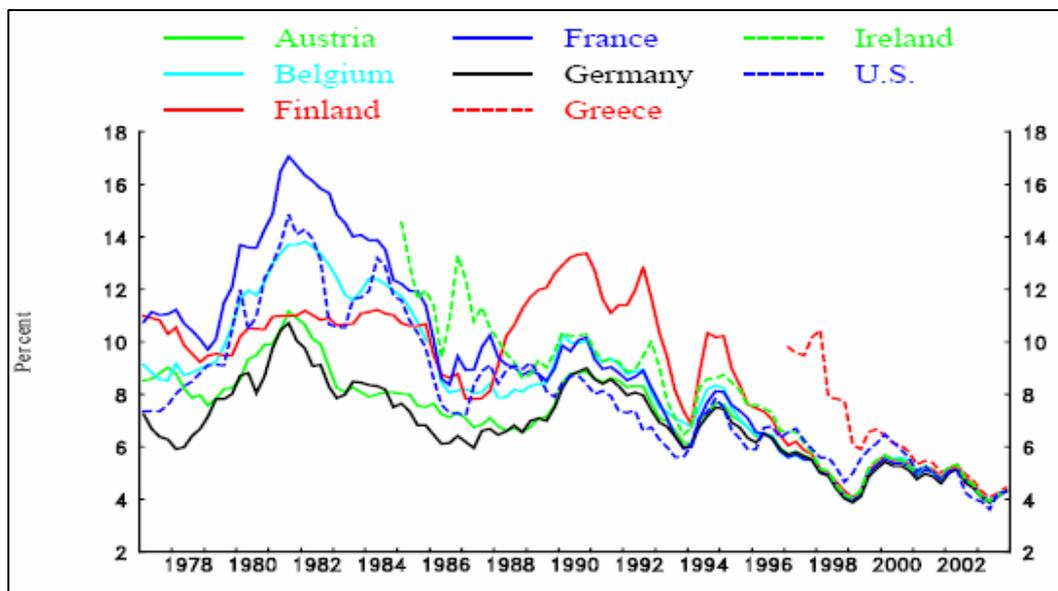
Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2005. I dati sono relativi alla fine dell'anno.

### 3.2.4 Le caratteristiche del mercato obbligazionario

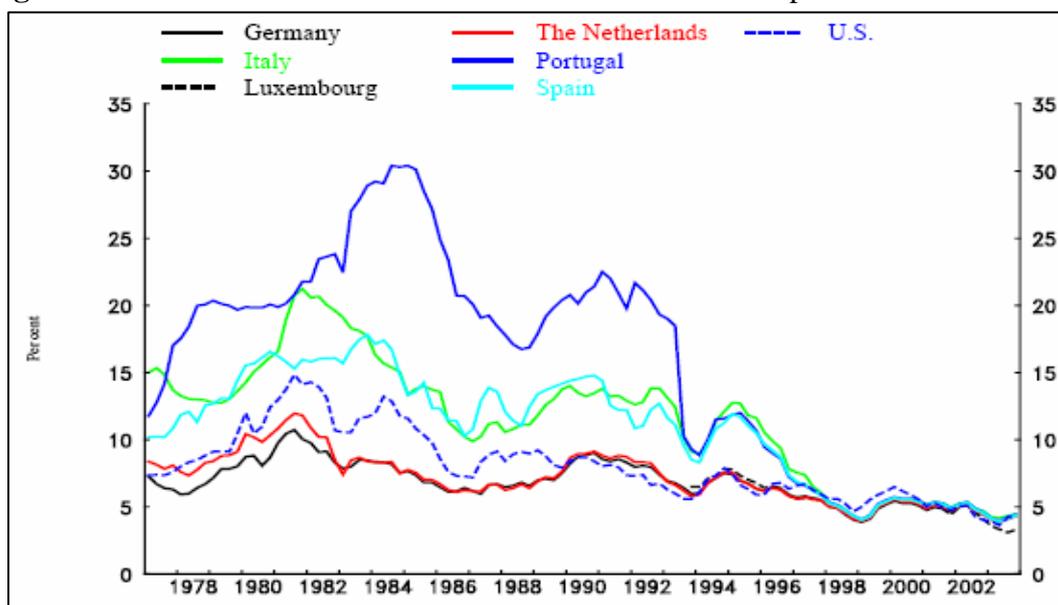
A partire dalla fine degli anni ottanta, nei vari paesi industrializzati si è assistito ad una progressiva e generale riduzione dei rendimenti offerti dai titoli di stato (Côté e Graham, 2004). Tale riduzione dei rendimenti è stata contemporaneamente accompagnata da una diminuzione della volatilità e da un incremento della correlazione tra i vari mercati dei titoli di stato, particolarmente nell'area euro, dove

si è assistito ad una progressiva convergenza del rendimento dei titoli di stato dei paesi aderenti alla moneta unica (cfr. figure 3 e 4).

**Figura 3** – Tassi di rendimento dei titoli di stato a 10 anni nei paesi dell'area euro



**Figura 4** – Tassi di rendimento dei titoli di stato a 10 anni nei paesi dell'area euro



Fonte: Cotè e Graham, 2004

Come prima conseguenza di ciò, le opportunità per gli operatori di posizionarsi su questi diversi mercati con strategie di trading profittevoli sono progressivamente venute meno, e ciò ha portato ad una migrazione da parte degli operatori nel reddito fisso dal mercato dei titoli di stato a quello dei corporate bond.

---

Una scelta questa non priva di conseguenze sul profilo di esposizione al rischio assunto, visto che il rischio di *default* degli emittenti aumenta considerevolmente, e con esso la probabilità e l'entità delle perdite attese nella gestione del portafoglio. Tale processo è stato accompagnato da una parallela crescita nel volume di emissione sui mercati primari: un numero crescente di nuovi emittenti ha fatto ricorso al mercato, contribuendo così ad alimentare la domanda di obbligazioni societarie e ad accelerare il processo di disintermediazione dell'offerta di credito alle imprese.

A fornire un grande impulso alla crescita delle emissioni di titoli obbligazionari da parte delle società non finanziarie italiane e dell'area dell'euro ha contribuito in primis l'avvio dell'Unione Monetaria Europea nel 1992 perfezionata nel 1999 con la nascita dell'euro. Tra il 1998 e il 2002, infatti, la consistenza di obbligazioni a medio-lungo termine delle imprese è passata, rispettivamente, dal 3 al 7% e dal 5 all'8% del PIL<sup>8</sup>, percentuali comunque ancora largamente inferiori a quelle registrate negli Stati Uniti (29% del PIL nel 2002).

Anche le grandi imprese italiane appartenenti al settore manifatturiero confermano questo trend: per queste imprese, il ricorso al mercato obbligazionario per il finanziamento delle proprie attività è infatti in linea con quello delle corrispondenti imprese di Francia e Germania, e notevolmente inferiore rispetto a quello delle grandi imprese manifatturiere statunitensi e giapponesi.

Tra il 1999 e la prima metà del 2003 le imprese italiane hanno emesso obbligazioni in gran parte sul mercato internazionale; in particolare, sull'euromercato l'importo medio è stato di 483,7 milioni di euro (121,9 milioni nel quadriennio precedente). Tali emissioni si caratterizzano, rispetto a quelle delle imprese degli altri paesi industrializzati, per una maggiore concentrazione ed una prevalenza di scadenze a medio termine (5 anni).

Il mercato dei *corporate bond* italiano presenta inoltre una peculiarità, quella di vedere la presenza di un numero ristretto di grandi emittenti con una posizione consolidata sui mercati internazionali, a fronte di un numeroso gruppo di piccoli emittenti, le cui emissioni sono per lo più senza *rating*. Queste ultime hanno fatto sì che in Italia vi sia, nel complesso, un maggior numero di emissioni prive di *rating*.

---

<sup>8</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane*, Bollettino Economico n. 41, novembre 2003.

In Italia, ad oggi le obbligazioni *corporate* offrono interessanti opportunità di diversificazione del portafoglio, consentendo all'investitore di non concentrare le proprie scelte di impiego sui titoli del governo o degli enti pubblici. Tali obbligazioni spesso presentano condizioni contrattuali particolari, che devono essere attentamente valutate dall'investitore in funzione delle proprie esigenze in termini di rischio e rendimento. I titoli in esame sono caratterizzati inoltre da un grado di liquidità sensibilmente inferiore a quello dei titoli pubblici.

Il mercato dei *corporate bonds* è stato storicamente dominato in Europa da emissioni in dollari, con una significativa presenza di emittenti americani che lo utilizzavano in alternativa a quello domestico. Solo a partire dal 1999, con l'introduzione dell'euro e il conseguente sviluppo di un mercato dei capitali unificato, il mercato obbligazionario degli emittenti *corporate* europei ha cominciato a registrare tassi di crescita elevati.

Lo strumento obbligazionario si presenta sempre più come veicolo privilegiato per crescere l'indebitamento finalizzato alla crescita. È interessante rilevare come il ricorso ai *bond* da parte delle imprese non si è affatto accompagnato a una diminuzione degli impieghi bancari, ma al contrario ad un considerevole aumento di risorse finanziarie disponibili. I recenti casi di *default* ricordati in precedenza hanno purtroppo sostanzialmente azzerato il mercato dei mini-*corporate bond*, colpendo così in particolare le medie imprese, l'ossatura del sistema produttivo italiano.

Anche a fronte di un aumento deciso dei volumi, si è registrata una netta riduzione del numero delle società che richiedono finanziamenti al mercato attraverso tale strumento; nel contempo, si assiste anche ad un altro fenomeno, l'allungamento delle durate del prestito, che hanno raggiunto punte di venti anni.

Allo stato attuale, i differenziali di rendimento dei *corporate bond* rispetto ai titoli di stato sono rimasti a livelli piuttosto bassi nel corso degli ultimi 12 mesi. In un tale fase di calo dei rendimenti, le obbligazioni emesse da società del segmento *benchmark* hanno evidenziato i risultati migliori premiando gli investitori (come già accaduto nel 2003) con un rendimento del 7%.

I rendimenti delle obbligazioni *corporate* vantano, attualmente, un premio per il rischio piuttosto basso (in media gli *spread* sono di circa 50 punti base). Ciò è da attribuire principalmente al forte miglioramento della situazione economica e al buon

---

andamento dei giudizi espressi nel *rating*, caratterizzato da numerosi *upgrades* e da un corrispondente calo di *downgrades*. La riduzione dell'indebitamento di molte società si riflette in minori default e insolvenze, e dunque in minori rendimenti. Infine, un contributo positivo è stato dato anche dalla minore volatilità sui mercati azionari.

Il segmento corporate è sostenuto anche da fattori di tipo tecnico: con un basso livello dei tassi d'interesse, sono soprattutto gli investitori istituzionali a sostenere la domanda di tali titoli mentre, al contempo, le necessità finanziarie delle società sono diminuite rallentando l'attività di nuove emissioni.

#### 3.2.4 La scelta tra prestiti e obbligazioni

Una volta presentate le caratteristiche, le modalità e i rischi delle due forme di finanziamento del debito, prestito bancario e emissione obbligazionaria, in questo paragrafo affronteremo il tema della scelta tra esse; cercheremo di capire dunque quali sono i fattori aziendali che incidono su tale scelta, e in quali casi esse possono essere considerate non solo fonti alternative, ma anche complementari.

Tra i fattori più rilevanti occorre evidenziare:

1. la *dimensione* della società; dal punto di vista della liquidità infatti è più probabile che siano le grandi imprese a disporre di maggiori quantità di capitale rispetto alle piccole imprese, e che per questo sia più facile per tali imprese finanziarsi tramite debito obbligazionario. L'emissione di obbligazioni è costosa e per far sì che l'operazione sia profittevole per la società dovrebbero essere emesse una quantità di obbligazioni per valore superiore a 150 milioni di euro. Un'azienda di piccole dimensioni naturalmente si finanzia per importi decisamente inferiori. Le società che fanno solamente ricorso al debito pubblico invece sono più grandi, sono caratterizzate da una proporzione elevata di costi fissi sul totale dell'attivo e presentano una opacità informative minore rispetto alle imprese che si rivolgono principalmente al debito bancario.
2. La *credit quality* dell'emittente; essa costituisce un fattore determinante per la scelta dello strumento di debito. Le società utilizzano infatti il prestito bancario anche per costruirsi una *credit reputation*, la quale, una volta stabilita e riconosciuta, fa sì che l'impresa possa rivolgersi al

debito pubblico incontrando sul mercato minori difficoltà e maggior apprezzamento. L'emissione di *bond* è ovviamente facilitata per quelle società che hanno un elevato standing creditizio, dunque una bassa probabilità di *default*. La "notorietà" e il rating della società permettono alle imprese di emettere obbligazioni anche in situazioni di mercato difficili, come di attrarre anche investitori "meno esperti"; le società che emettono debito pubblico, a differenza di quelle che ricorrono principalmente al debito bancario, vedono nella maggior parte dei casi attribuirsi un rating. In conclusione, è possibile affermare che le imprese che posseggono un alto *credit quality* sceglieranno prevalentemente debito pubblico, al contrario di chi ne possiede uno medio, che si rivolgerà prevalentemente alle banche, e di chi possiede un *credit quality* ancora inferiore, che ricorrerà ai cosiddetti *non bank private lenders* (cfr. Denis e Mihov, 2002).

3. Le *asimmetrie informative*. I soggetti che operano all'interno dell'azienda (il management, gli azionisti di controllo, il personale dipendente – in altre parole gli *insiders*) dispongono di maggiori informazioni rispetto a tutti gli altri soggetti che interloquiscono con l'azienda stessa – *outsiders*. Le asimmetrie informative tra *stakeholders* determinano una tendenziale penalizzazione nel ricorso esterno dell'azienda per il finanziamento della propria attività, poiché i finanziatori esterni dispongono di un set informativo più limitato e sono consapevoli che gli *insiders* non abbiano convenienza a rendere pubblica l'informazione a loro disposizione. La penalizzazione che l'azienda incontra nel ricorrere a fonti esterne di finanziamento può assumere dunque due forme: da un lato un costo del capitale più elevato, dall'altro una quantità di capitale raccolto più limitata (fenomeno noto come "razionamento del capitale"). In generale, è ragionevole supporre che le asimmetrie informative siano più pronunciate per le aziende:

- di minori dimensioni;
- nelle fasi iniziali del ciclo di vita;
- con un assetto di controllo robusto e pochi azionisti di minoranza.

4. La *flessibilità finanziaria*; nell'esaminare le alternative di finanziamento di cui l'azienda dispone, il management si interroga sull'impatto che tali attuali scelte di finanziamento avranno su quelle future. Una delle principali determinanti delle politiche finanziarie è infatti rappresentata dalla necessità di non precludersi la possibilità di intraprendere progetti economicamente convenienti in futuro e nel contempo di poter coprire senza eccessivi sacrifici il fabbisogno legato a eventi inattesi.

Per flessibilità finanziaria si intende dunque “la capacità dell'azienda di indirizzare gli impieghi delle risorse finanziarie in modo coerente agli obiettivi aziendali che emergono dalle nuove informazioni sull'impresa e sull'ambiente in cui opera” (Donaldson 1969). La flessibilità finanziaria ha un valore, e la perdita di gradi di flessibilità può contribuire a erodere il valore aziendale proprio perché potrebbe ostacolare il perseguimento di politiche ottimali di investimento futuro. Il valore della flessibilità finanziaria – difficile da stimare in via autonoma – è legato a due aspetti:

- alla disponibilità e alla dimensione dei progetti di investimento; quanto più elevata è la numerosità di progetti a valore attuale netto positivo e maggiori sono gli investimenti medi necessari per intraprendere tali progetti, tanto più elevata dovrebbe essere la “riserva” di capitale cui attingere senza sacrifici;
- al rendimento atteso dei progetti di investimento; anche in questo caso, tanto più elevato è il rendimento cui l'azienda è costretta a rinunciare a causa della mancanza di fonti di finanziamento, tanto maggiore è il valore del mantenimento di un grado di flessibilità adeguato.

### 3.3 L'indagine Capitalia

Nel campo della finanza per le imprese e della struttura finanziaria in particolare delle imprese italiane, merita un accenno la recente indagine Capitalia<sup>9</sup>, a cui in parte

---

<sup>9</sup> Il riferimento è a “Indagine sulle imprese italiane - Rapporto sul sistema produttivo e sulla politica industriale”, Ottobre 2005.

la verifica empirica nel capitolo 4 si ispira, per metodologia di analisi (anche l'indagine empirica che segue è stata possibile grazie all'invio di questionari alle imprese) e, come vedremo, per finalità di indagine.

L'indagine condotta dall'Ufficio Studi di Capitalia indaga un ampio spettro di attività e permette di giungere a interessanti conclusioni riguardo lo stato dell'arte dell'economia italiana così come permette di cogliere le potenzialità di sviluppo delle nostre imprese; per tale motivo il dataset che tale ufficio studi ha prodotto è stato fonte di numerosi e successivi studi empirici il più illustre dei quali è probabilmente quello di Guiso (2003)<sup>10</sup>.

L'indagine campionaria a cadenza triennale di Capitalia, giunta alla sua nona edizione, copre un arco temporale di 3 anni, dal 2001 al 2003; tramite un articolato questionario strutturato in differenti sezioni e somministrato a più di 4000 imprese italiane (appartenenti ai settori manifatturieri, delle costruzioni, delle industrie estrattiva ed energetica, e dei servizi alle imprese e aventi un numero di addetti *superiore* a 11) e tramite l'integrazione dei dati di bilancio delle imprese rispondenti, l'analisi ha permesso di indagare, tra gli altri, aspetti quali il rapporto banca impresa, l'apertura del capitale di rischio delle imprese, il fenomeno del razionamento del credito, la struttura economico-finanziaria delle imprese, ecc<sup>11</sup>.

E' già doveroso anticipare in questa sede anche le maggiori divergenze esistenti tra la presente indagine e quella presentata nel capitolo 4. Innanzitutto (escludendo ovviamente quella più significativa, vale a dire la differenza iniziale di composizione del campione), l'arco temporale di riferimento dell'indagine è il triennio successivo, ossia il 2003-2006; in secondo luogo, la nostra indagine contiene e mette in evidenza una categoria di imprese, le micro imprese appunto, la cui esistenza, seppur nota da tempo, non si è finora tradotta in letteratura con lavori incentrati su questa stessa categoria.

Vediamo dunque i principali risultati dell'analisi, la cui importanza si coglie nell'ottica di un potenziale confronto con i risultati dell'indagine che segue (cfr. capitolo 4).

---

<sup>10</sup> Non mancano poi critiche su alcuni aspetti del lavoro empirico dell'autore (cfr. Cenni 2006). Altri lavori basati sul dataset Capitalia verranno citati e presentati nel corso del presente paragrafo.

<sup>11</sup> Il campo di indagine oggetto di studio da Capitalia è ovviamente più ampio di quello citato. In questa sede, ci soffermeremo sugli aspetti maggiormente affini allo scopo del presente capitolo.

### 3.3.1 Il rapporto banca impresa

Per quanto riguarda l'aspetto del rapporto banca impresa, l'indagine in oggetto ha consentito di rilevare quanto segue:

- il numero medio di banche con cui l'impresa manifatturiera intratteneva rapporti alla fine del 2003 è di 4,9, sostanzialmente stabile nel triennio considerato, probabilmente a causa del consolidamento degli assetti proprietari sul mercato bancario italiano; la quota media dell'indebitamento bancario detenuta dalla banca principale si attesta al 44,8%, anche in questo caso stabile rispetto agli anni precedenti.
- L'anzianità media del rapporto con la banca principale si riduce: tale dato al 2003 si attesta, nel campione di imprese analizzate, intorno a 14,5 anni, dato lontano dal valore di 17 del 2000. Tale minore durata potrebbe essere dovuta ad una maggiore concorrenza esistente nel campo dei servizi alle imprese, resa possibile in seguito alla nascita di strutture bancarie dedicate e rivolte soprattutto al segmento PMI<sup>12</sup>.
- Diminuisce da 65% a 58% la percentuale di imprese che dichiarano che la banca principale opera nella sua stessa provincia.

In sostanza, dall'analisi di Capitalia non rileva un rapporto banca impresa più stretto rispetto al passato, eccezion fatta per le imprese di maggiori dimensioni, per le quali si assiste ad una intensificazione del rapporto banca impresa legato all'eccessiva frammentazione che invece le caratterizzava in passato.

### 3.3.2 Il razionamento del credito

Anche il fenomeno del razionamento del credito è stato oggetto di una specifica indagine, la quale ha permesso di cogliere in particolare l'esistenza del fenomeno del razionamento cosiddetto "forte" – ossia quel tipo di razionamento che si esplicava nel fatto che l'impresa, pur di avere accesso a finanziamenti supplementari non concessi dalla banca a parità di condizioni, è disposta a pagare anche tassi di interesse più elevati<sup>13</sup>; i dati mostrano che tale fenomeno rimane contenuto e stabile nel tempo

---

<sup>12</sup> Per un approfondimento sulle strutture bancarie dedicate e sull'evoluzione della struttura divisionale delle banche cfr. Schwizer (2005), Corigliano (2006).

<sup>13</sup> In pratica, si era in presenza di una forma di razionamento "forte" quando l'impresa rispondeva in modo affermativo alle seguenti tre domande: 1) nel 2003 l'impresa avrebbe desiderato maggior credito

(solo il 2,5% delle imprese hanno dichiarato di subirlo), connesso con la dimensione delle imprese (sono soprattutto le più piccole a essere razionate) e infine connesso alla territorialità delle imprese, nel senso che sono soprattutto le imprese del Sud Italia a ottenere minor credito.

### 3.3.3 *L'apertura del capitale di rischio*

Dai dati Capitalia emerge un dato rilevante, anche se forse non sorprendente, date le caratteristiche del nostro sistema produttivo, ossia una generale scarsa apertura delle imprese italiane verso il capitale di rischio e verso l'inserimento nella gestione aziendale degli operatori del mercato del *venture capital* e *private equity*.

I risultati evidenziano infatti una struttura proprietaria molto concentrata, con una trascurabile apertura delle imprese all'inserimento di operatori finanziari nella struttura del capitale (circa 0.8% dei casi). In questi pochissimi casi, gli operatori finanziari presenti sono soprattutto banche (12.8%), seguono i fondi chiusi (4.2%) e pesano solo per un 2% le società di *venture capital*. E' dunque evidente che l'offerta da parte degli intermediari finanziari non ha saputo scalfire la rigidità dell'imprenditoria italiana, poco propensa come noto a condividere la gestione dell'impresa con terzi. Infine, è interessante osservare che l'apertura del capitale è più ricorrente verso soci industriali (1% per le imprese manifatturiere, 2,7% per quelle dei servizi).

La preferenza per l'indebitamento delle imprese minori può essere interpretata alla luce di diverse considerazioni, che trovano fondamento nelle teorie sulla struttura finanziaria, già evidenziate nel capitolo 1. Si riconosce che il finanziamento con debito consente di mantenere stabile l'assetto proprietario, ma anche di condividere il rischio di impresa con un finanziatore esterno, con il vantaggio, per l'imprenditore capace, di appropriarsi interamente degli utili che residuano dopo il pagamento degli interessi passivi.

Questa può essere certamente considerata una delle logiche con cui le imprese italiane strutturano le proprie strategie finanziarie, ma anche dal lato dell'offerta, lo stesso soggetto finanziatore di capitale di credito ha dei vantaggi. I vantaggi sono soprattutto in termini di minori controlli sulla gestione dell'impresa (un finanziatore

---

al tasso di interesse concordato con la banca? 2) se sì, l'impresa ha domandato maggior credito senza ottenerlo? 3) pur di ottenere una quantità di credito maggiore, l'impresa sarebbe stata disposta a pagare un tasso di interesse più elevato?

esterno di debito deve verificare solo la probabilità che il cash flow dell'impresa non sia sufficiente) rispetto al controllo che dovrebbe esercitare un sottoscrittore di capitale di rischio (che viene coinvolto nella gestione della società). La necessità di un controllo tende inoltre a ridursi, se non ad annullarsi, quando il prestatore di fondi riesce a garantirsi il proprio credito con il patrimonio personale dell'imprenditore.

Inoltre, l'impresa che predilige il finanziamento con capitale di credito, preferendo mantenere la proprietà, può segnalare ai finanziatori esterni di avere buone prospettive di crescita. Al contrario, un imprenditore propenso a condividere la proprietà con azionisti esterni può segnalare che il business non ha alte prospettive di profitto. L'indebitamento bancario si presenta inoltre come uno strumento finanziario semplice.

#### *3.3.4 I servizi innovativi di corporate banking*

L'indagine condotta da Capitalia ha anche una sezione dedicata al grado di utilizzo da parte delle imprese italiane degli strumenti di corporate banking più "innovativi"; anche in questo caso, come nel precedente, l'indagine rileva una scarsa propensione degli imprenditori a utilizzare strumenti più complessi, sia a causa delle scarse conoscenze sui prodotti in questione, sia per la grandezza delle imprese, ancora forse troppo limitata per accedere a strumenti quali cartolarizzazione, emissione di obbligazioni, project finance, ecc. L'indagine Capitalia infatti mostra che solo il 3,8% delle imprese intervistate ha fatto ricorso a strumenti di finanza innovativa, percentuale che si mantiene costante rispetto all'Indagine sul triennio 1998-2000, che per la gestione finanziaria delle stesse vengono coinvolte in prevalenza strutture interne piuttosto che intermediari (questo vale infatti per circa il 97% delle imprese), e che la quotazione in Borsa è realtà solo per lo 0,5% delle intervistate.

I servizi di corporate banking maggiormente richiesti dalle imprese sono ancora di contenuto "povero" (quali ad esempio gestione della tesoreria in euro e/o in valuta, servizi di amministrazione incassi e pagamenti, fidejussioni, avalli, accettazioni bancarie). Questo dato può essere sintomo anche di uno scarso sviluppo dei mercati finanziari, come d'altra parte essere frutto, come accennato in precedenza, del sussistere di una scarsa propensione dell'imprenditore italiano verso strumenti finanziari alternativi e innovativi. Un dato non confortante in un'ottica di cambiamento culturale è quello riguardante le intenzioni future indicate dagli

imprenditori: la percentuale di imprese manifatturiere che dichiara di volersi avvalere nei prossimi 3 anni di tali strumenti innovati si dimezza rispetto all'Indagine svolta nel triennio precedente (6,4% contro 13,2%).

Questa interpretazione trova conforto anche nel dato sull'indebitamento commerciale. La letteratura teorica ed empirica ha mostrato come negli ambienti in cui il sistema bancario è poco sviluppato e i problemi informativi sono rilevanti, il credito commerciale svolge un ruolo essenziale nella finanza dell'impresa<sup>14</sup>.

### 3.4 L'evoluzione del multiaffidamento in Italia

Al fine di cogliere l'evoluzione nel tempo del fenomeno del multiaffidamento delle imprese in Italia, abbiamo provveduto ad una breve verifica empirica tramite i dati della Base Informativa Pubblica della Banca d'Italia; essa contiene le informazioni aggregate fornite da tutte le banche riguardo agli affidamenti verso le imprese (appartenenti a tutti i settori di attività economica), in questo caso riferite alle sole società non finanziarie.

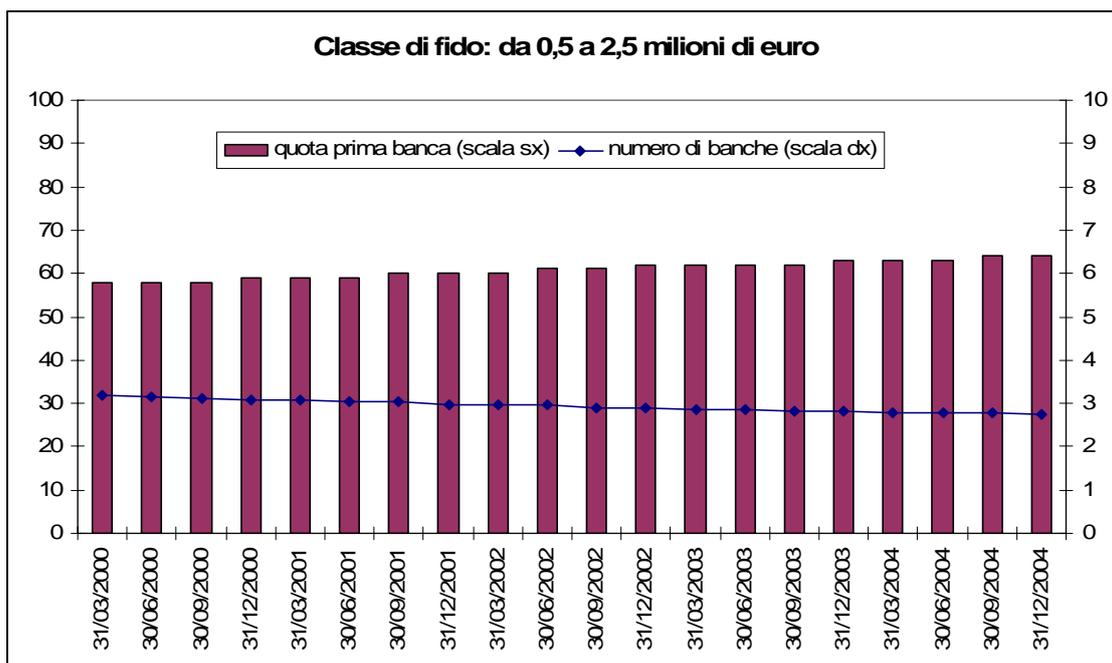
I dati mostrano, per ciascuna classe di fido – che può essere considerata una *proxy* della dimensione d'impresa – rispettivamente la quota di affidamento detenuta dalla banca principale e il numero medio di banche con cui l'impresa lavora.

Per semplicità di lettura, i risultati sono riportati nei grafici seguenti (cfr. fig. 3,4,5,6).

---

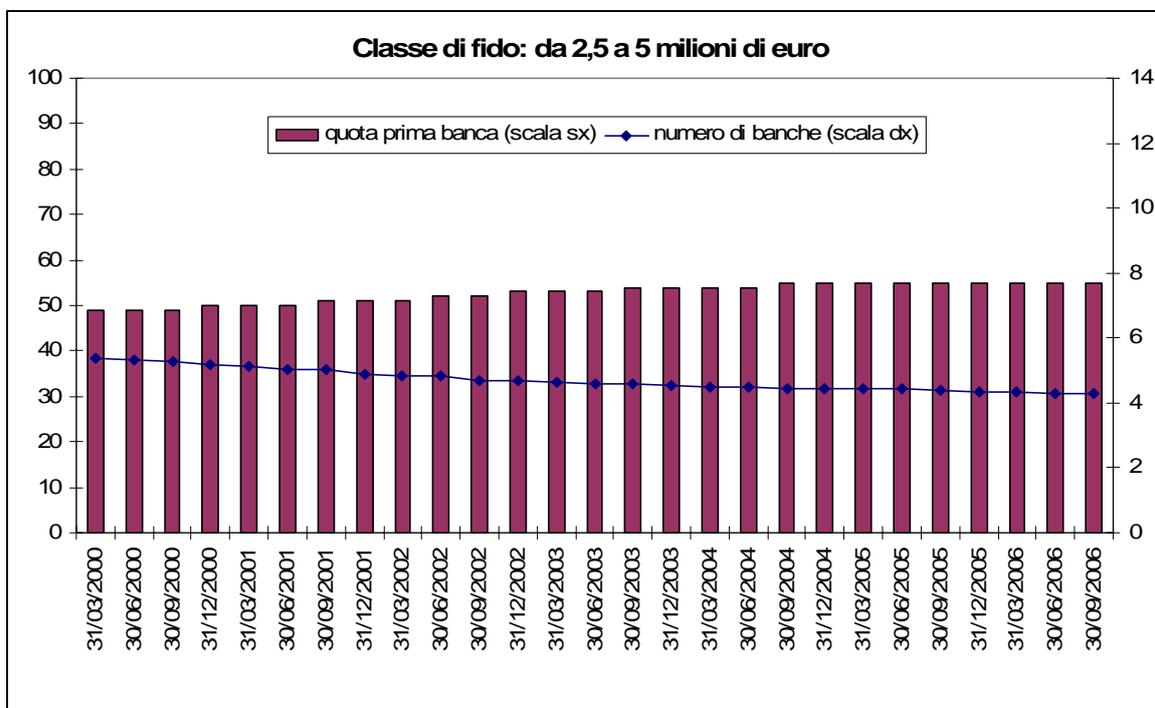
<sup>14</sup> Le informazioni della Centrale dei Bilanci (cfr. Di Majo, Paziienza, Triberti 2005) mostrano che nel periodo dal 1982 al 1999 il debito commerciale assume maggiore rilevanza con il ridursi della dimensione d'impresa; tuttavia per le piccole imprese la sua rilevanza tende a ridursi nell'arco di tempo considerato, mentre per le grandi imprese tende ad aumentare. In particolare, il rapporto tra debiti commerciali e totale dell'attivo per le piccole imprese passa dal 40% nel 1982 al 37% nel 1999, mentre per le grandi imprese passa dal 27% nel l'82 al 31% nel 1999.

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



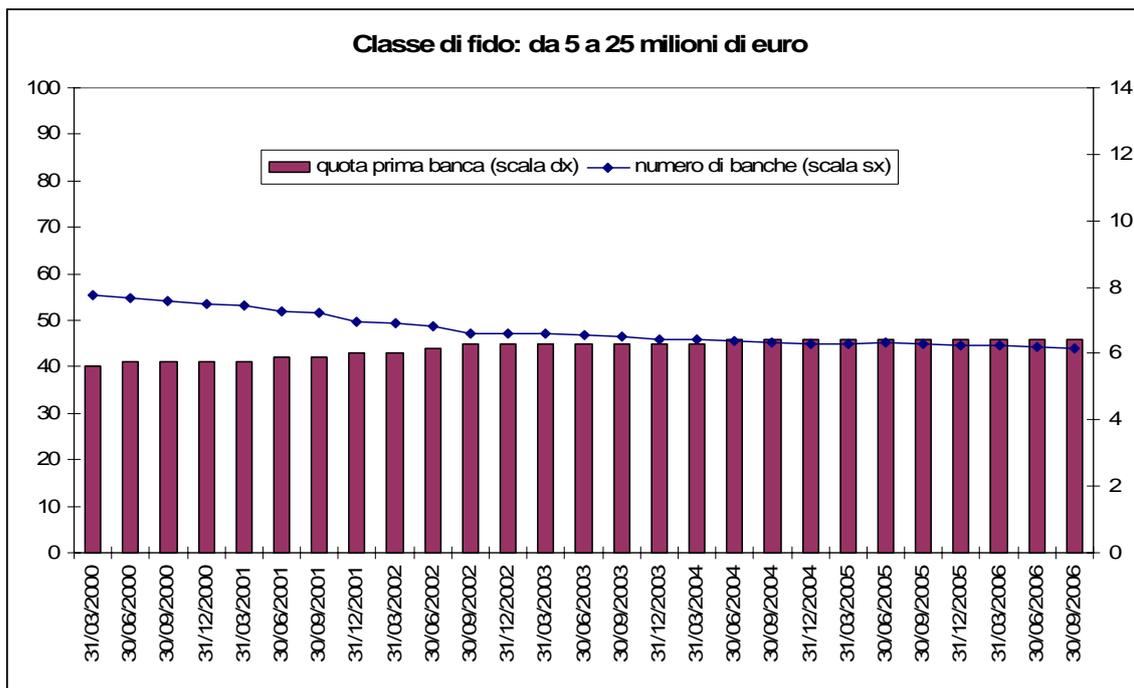
Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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



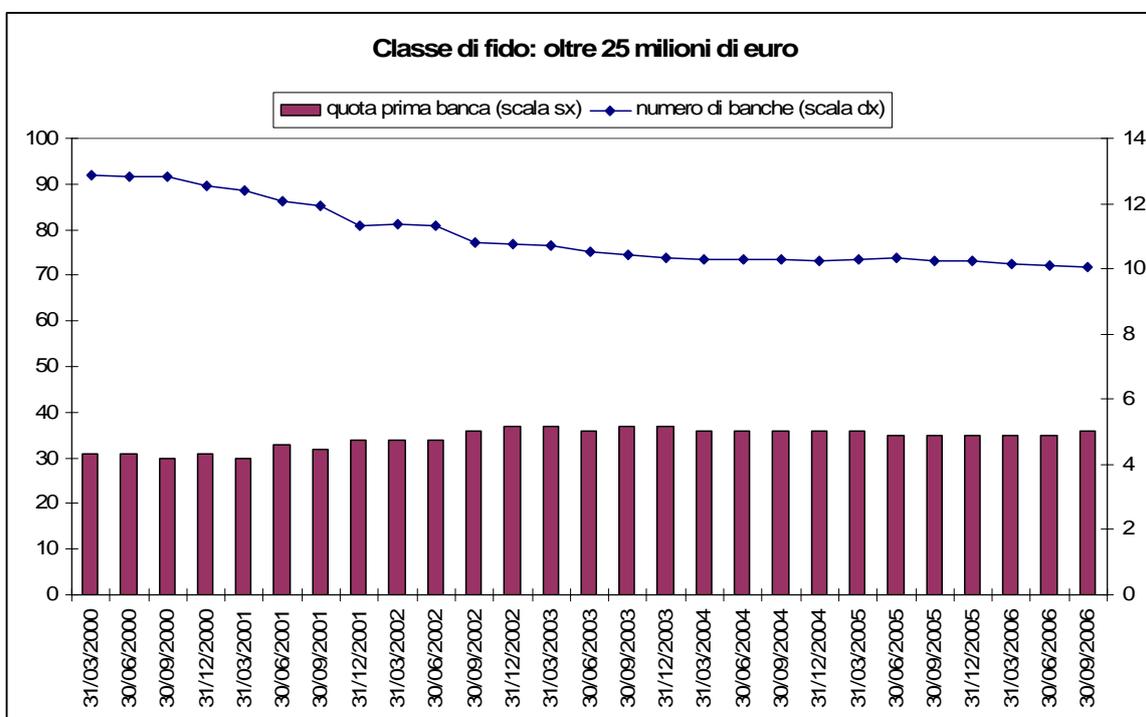
Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia.

**Figura 7** – Affidamenti per la classe di fido da 5 a 25 milioni di euro.



Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia.

**Figura 8** – 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 dal 2000 fino a oggi, 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.

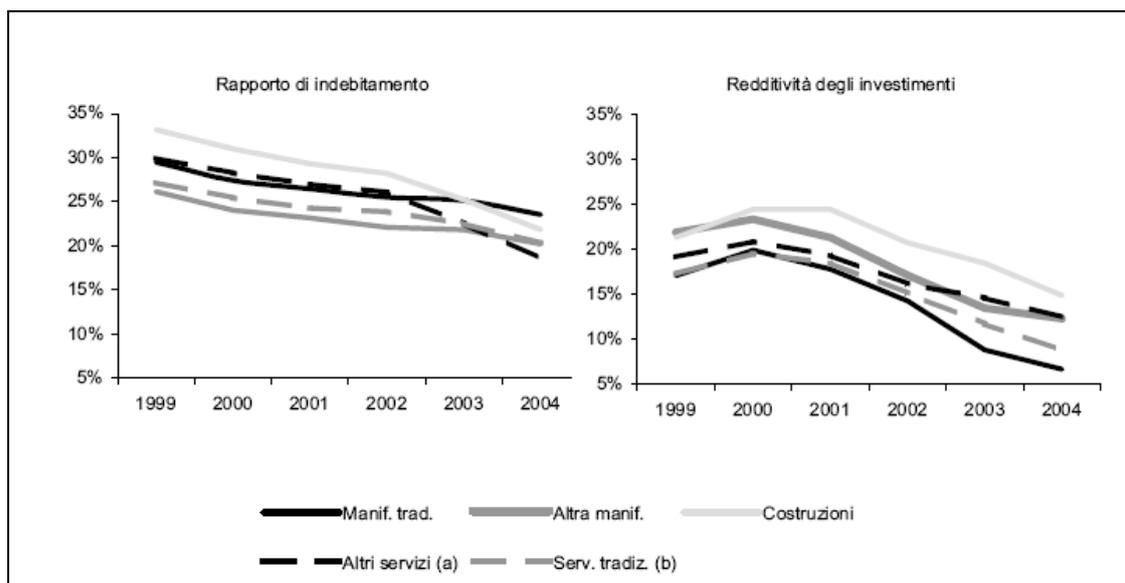
È anche evidente dai dati che all'aumentare della dimensione d'impresa aumenta il numero di banche con cui l'impresa opera: dalle 2,74 in media delle micro imprese, alle 4,29 delle piccole, alle 6,17 per le medie, fino alle 10,07 delle grandi imprese (con riferimento al terzo trimestre del 2006).

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" e esclusivo; è naturale che tale quota diminuisca all'aumentare della dimensione: passa infatti dal 64% delle micro imprese al 36% delle grandi.

### 3.5 Il rapporto di indebitamento

Interessante ai fini del presente lavoro è anche l'andamento del rapporto di indebitamento delle imprese italiane.

La figura 7 mostra l'andamento del rapporto di indebitamento (il rapporto tra debiti finanziari e totale del passivo) e della redditività degli investimenti, con riferimento a cinque aggregati settoriali: manifattura tradizionale, altri comparti della manifattura (offerta specializzata, alta intensità di R&S ed elevate economie di scala), costruzioni, servizi tradizionali (ovvero commercio e alberghi e ristoranti) e altri servizi (trasporti e comunicazioni e servizi alle imprese).

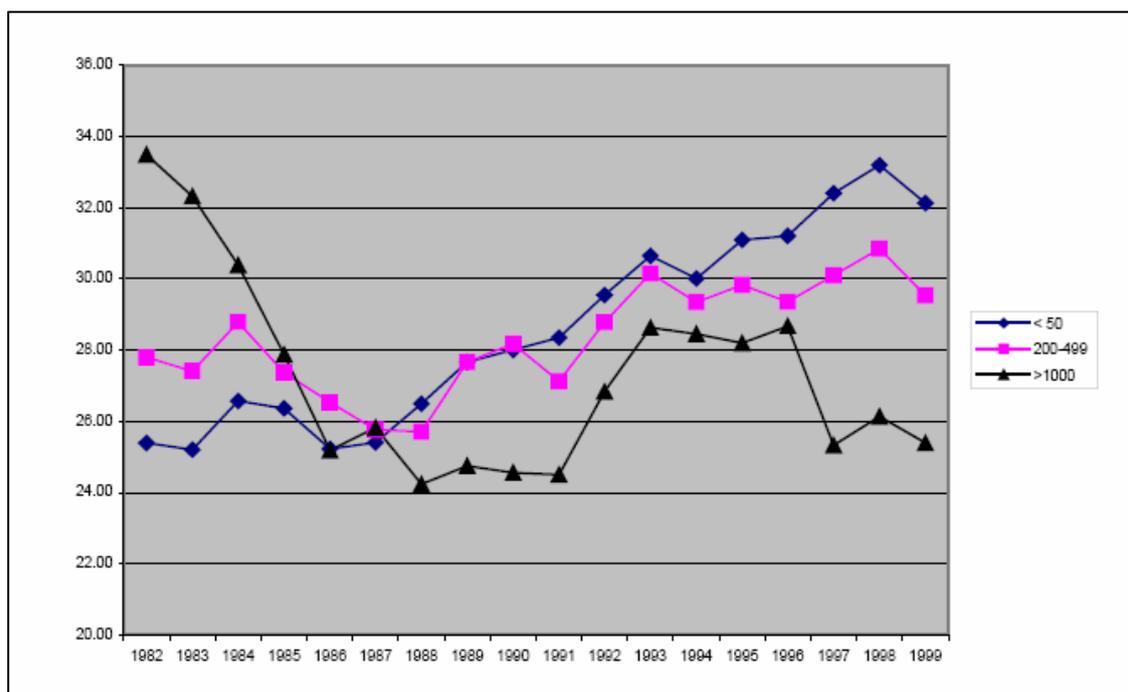
**Figura 9** – L'evoluzione del rapporto di indebitamento

Fonte: Istat, *Relazione annuale*, 2005.

Dai dati (fonte Istat 2005) emerge che il rapporto di indebitamento delle imprese diminuisce in tutti i settori nell'arco di tempo considerato; ciò in generale indica una minore dipendenza da fonti di finanziamento esterne, anche se esso si configura in modo differente a seconda del settore: per esempio, nella manifattura tradizionale tale andamento è associabile ad una generale frenata degli investimenti, mentre negli altri settori potrebbe essere ricondotta ad una effettiva ricomposizione delle fonti di finanziamento a favore del capitale proprio.

In tutti i settori, inoltre, è in calo la redditività, misurata dal rapporto percentuale tra risultato operativo e totale degli impieghi (ROI), che nei comparti tradizionali della manifattura e dei servizi scende al di sotto del 10%. Questo trend è rilevante se si pensa che il rapporto di indebitamento sembra evolvere con la dinamica degli investimenti.

Osservando invece l'andamento del rapporto per classi di fatturato (cfr. fig. 8) si nota che le imprese di minori dimensioni hanno aumentato progressivamente il ricorso al finanziamento esterno, mentre le imprese maggiori sono rientrate nel corso degli anni ottanta; in seguito, il rallentamento congiunturale dei primi anni novanta le ha spinte verso un nuovo aumento dell'esposizione esterna.

**Figura 10** – Andamento del rapporto di indebitamento per classi dimensionali

Fonte: A.Di Majo, M.G. Pazienza, B. Triberti 2005. Elaborazione dati Centrale dei Bilanci.

Se nel 1982 il rapporto di indebitamento per le piccole imprese è del 25 % circa e per le grandi imprese del 33%, tale divario (di 8 punti percentuali) si assottiglia del corso degli anni, fino a coincidere sostanzialmente negli anni 1986 e 1987; successivamente le strade si dividono: le grandi imprese continuano la riduzione del rapporto di indebitamento, mentre le piccole imprese lo innalzano. Nel 1999 la situazione è esattamente invertita rispetto al 1982: il *leverage* per le piccole imprese si attesta intorno al 32-33%, mentre per le grandi imprese scende al 25%. Anche le medie imprese presentano una tendenza all'aumento, ma decisamente più lieve: dal 27% del 1982 passano al 29% del 1999.

Una possibile spiegazione di tale andamento è da far risalire (oltre al già citato trend del ROI) anche alle normative fiscali sulla deducibilità degli interessi passivi, che nel tempo hanno determinato la convenienza o meno al ricorso al debito piuttosto che al capitale proprio.

### 3.6 Il finanziamento all'innovazione

Un ulteriore aspetto da indagare riguarda il fenomeno del finanziamento rivolto alle imprese che si caratterizzano come innovative, definibili come quelle imprese che introducono nuovi metodi produttivi (innovazioni di processo) oppure creano e/o commercializzano nuovi prodotti destinati sia al consumo finale sia a quello intermedio (innovazioni di prodotto)<sup>15</sup>. Questa particolare categoria di imprese, pur non essendo caratteristica del nostro tessuto imprenditoriale, è rilevante nella misura in cui si pensa alle possibilità e alle reali opportunità di crescita e sviluppo delle aziende italiane e agli strumenti esistenti sul mercato per favorire detta crescita.

Come noto, a causa delle loro caratteristiche (l'essere giovani, dotate di attività prevalentemente immateriali e poche garanzie, con conseguente difficoltà nel ricorrere all'autofinanziamento, e caratterizzate da costi di agenzia rilevanti), esse trovano scarso appoggio sul finanziamento bancario; in questi ultimi anni tuttavia, l'avvio dei nuovi mercati e lo sviluppo del venture capital rappresentano, in Italia come in Europa, passi rilevanti nell'ottica di facilitare il finanziamento di questa categoria di imprese.

In generale, è possibile dunque affermare che gli strumenti a disposizione per finanziarie gli investimenti in ricerca e sviluppo delle imprese innovative italiane sono i seguenti:

- 1) l'autofinanziamento;
- 2) i programmi di finanziamento specifici (nazionali e EU) rivolti agli investimenti aziendali in R&S;
- 3) il credito bancario.

L'Indagine Capitalia citata in precedenza mostra che nelle imprese manifatturiere l'autofinanziamento rappresenta la forma più utilizzata (per l'83% dei casi) per il finanziamento delle spese in R&S. Seguono le agevolazioni pubbliche (al 10%) sotto forma di contributi pubblici nazionali e/o comunitari, di credito bancario a tasso agevolato e agevolazioni fiscali, e infine (al 5%) troviamo il credito a medio lungo termine a tasso di mercato.

Le ragioni di uno scarso utilizzo del credito sono sintetizzabili dunque in:

- presenza tra banche (finanziatrici) e imprese innovative (prenditrici) di rilevanti asimmetrie informative, il che implica che le banche si trovino

---

<sup>15</sup> Cfr. Petrella, 2001.

- in stati di oggettiva difficoltà nel valutare il rischio tecnologico insito nell'operazione di finanziamento;
- difficoltà nel valutare le potenzialità e lo spessore del mercato di tali prodotti e/o servizi, dato l'alto grado di innovazione e novità degli stessi;
  - presenza di *intangible e specific fixed assets* poco idonei per loro natura a prestarsi a titolo di garanzia;
  - lo spiazzamento operato dagli incentivi pubblici a scapito del finanziamento privato.

In casi come questi, dunque, e in presenza di tali specificità, la teoria finanziaria (già presentata sinteticamente nel capitolo 1) suggerisce di adottare soluzioni e forme tecniche di finanziamento appositamente mirate a fronteggiare tali elementi di peculiarità. Nel caso delle imprese innovative, lo stadio di sviluppo del progetto rappresenta una dimensione di particolare rilevanza nella definizione delle fonti di finanziamento ottimali dell'innovazione: si è visto, infatti, che a ciascuno stadio di sviluppo è associato un livello tipico di fabbisogno finanziario, nonché di grado di rischio e opacità informativa dell'investimento. Alcuni progetti imprenditoriali caratterizzati da livelli di asimmetria informativa minori potrebbero essere finanziati con strumenti di mercato. Non tutte le imprese possono, tuttavia, raccogliere direttamente i fondi di cui necessitano sul mercato dei capitali, perché non vi hanno accesso oppure perché il mercato potrebbe non finanziare, o finanziare a costi penalizzanti, le iniziative che presentano elevati costi di agenzia.

Se da un lato dunque la strada del finanziamento bancario è complicata e poco percorribile, dall'altro occorrerebbe agire maggiormente sul lato dei fondi e mezzi propri, sostituendo l'autofinanziamento (anch'esso complesso per i fattori appena elencati) con altre forme – magari esterne – di equity quali appunto quelle fornite ricorrendo ai *venture capitalist*.

### 3.6.1 *Le fonti per il finanziamento delle imprese innovative*

Venendo alle fonti di finanziamento per le imprese innovative, possiamo sinteticamente elencare le seguenti:

- I. il finanziamento informale attraverso *business angel*;
- II. il *venture capital*;

### III. la raccolta sui nuovi mercati.

Ciascuna di queste fonti si rivela maggiormente adeguata in relazione allo stadio di sviluppo del progetto innovativo e alla dimensione dei fabbisogni coinvolti. In sostanza, dunque, i business angel si rivelano maggiormente adatti per il finanziamento iniziale di progetti che necessitano di risorse finanziarie limitate. I venture capitalist sono, infatti, poco propensi a investire in iniziative dimensionalmente molto contenute, per motivazioni riconducibili a diseconomie di scala nella gestione e nel monitoraggio dei progetti finanziati. I mercati mobiliari rappresentano una fonte tipicamente associata agli stadi avanzati di sviluppo dell'impresa, anche se, in particolare con lo sviluppo dei nuovi mercati, si assiste anche a casi di finanziamento tramite il mercato di iniziative imprenditoriali in fase embrionale.

Guardiamo dunque qualche dato sulle imprese italiane (cfr. tabelle seguenti).

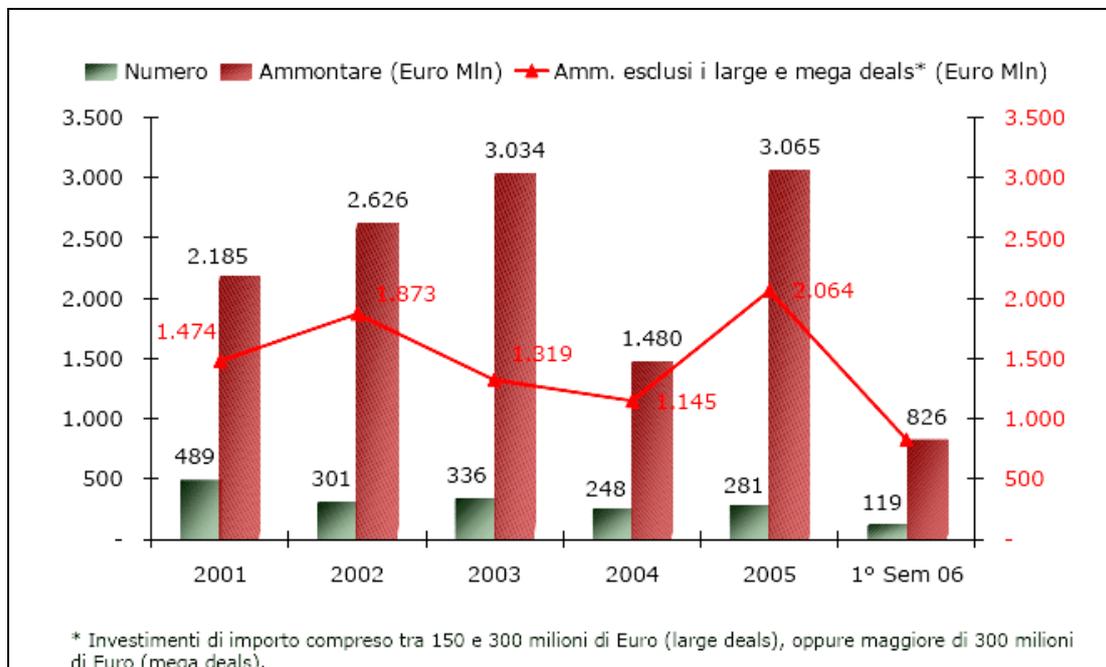
A livello di confronto con i dati storici, se si considera soltanto il cosiddetto "mid market", ovvero l'attività al netto delle grandi operazioni di buy out (*mega deal*), gli investimenti del primo semestre 2006 risultano essere il secondo valore più alto registrato negli ultimi 5 anni e questo fa ben sperare anche per i dati di fine anno, sia alla luce delle importanti operazioni concluse a partire da luglio, sia per la tradizionale ciclicità del mercato che vede circa i due terzi dell'attività concentrarsi, in genere, nel secondo semestre.

Come per gli anni passati, nel corso dei primi sei mesi del 2006 la maggior parte delle risorse investite è stata destinata alla realizzazione di operazioni di buy out (acquisizioni di maggioranza o totalitarie), che hanno attratto capitali per circa il 54% dell'intero mercato e, in termini di numero, si sono mantenute tendenzialmente stabili rispetto al passato (34 operazioni rilevate, contro le 36 del primo semestre 2005).

Crescono notevolmente, invece, i capitali destinati alla realizzazione di operazioni finalizzate allo sviluppo di imprese esistenti (*expansion*), che con 276 milioni di Euro fanno registrare un incremento di circa il 60% rispetto ai 173 milioni di Euro del primo semestre 2005 e rappresentano una quota superiore al 33% del totale. In termini di numero di operazioni, con un'incidenza pari al 40% sul totale, gli *expansion* si confermano anche per il primo semestre 2006 la tipologia di investimenti più numerosa all'interno del mercato italiano del capitale di rischio. Ancora contenuta l'attenzione dedicata alle cosiddette operazioni di *start up* (avvio di

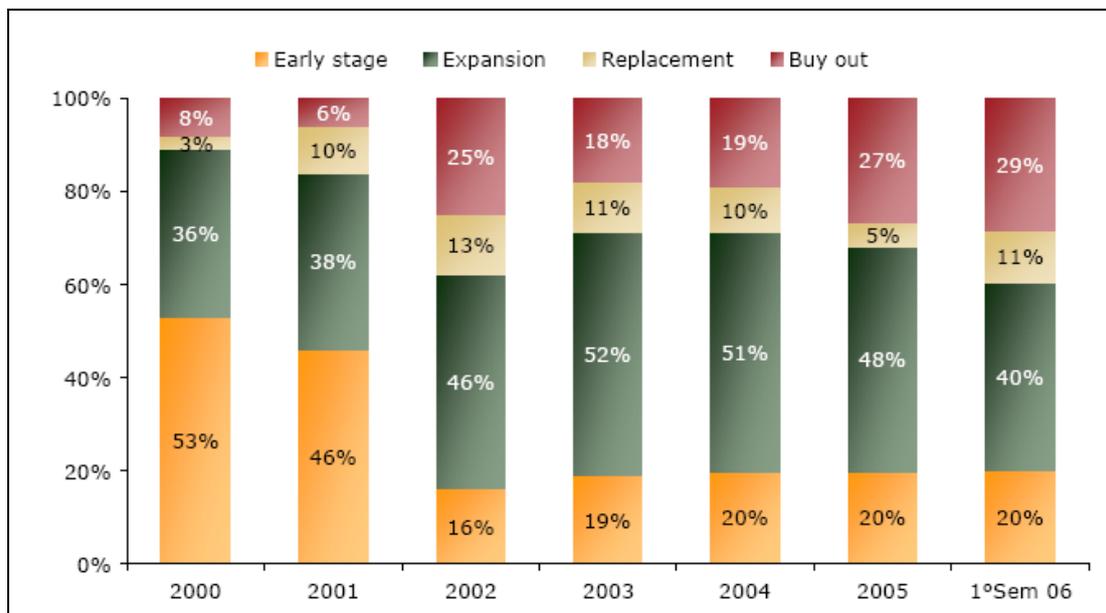
nuove imprese), per le quali sono stati impiegati poco più di 9 milioni di Euro (pari all'1% del totale), distribuiti su 24 investimenti.

**Figura 11** – Evoluzione dell'attività di investimento in PE e VC.



Fonte: AIFI, *Analisi relative al mercato italiano del Private Equity e Venture Capital, 1° semestre 2006.*

**Figura 12** – Distribuzione % del numero degli investimenti per tipologia.



Fonte: AIFI, *Analisi relative al mercato italiano del Private Equity e Venture Capital, 1° semestre 2006.*

## **Capitolo 4**

### **IL FINANZIAMENTO TRAMITE CAPITALE DI DEBITO: UN'INDAGINE SU PMI E MICRO IMPRESE**

#### **4.1 Micro e piccole-imprese**

L'oggetto del presente capitolo riguarda una verifica empirica del rapporto banca impresa, di cui abbiamo ripercorso nei capitoli precedenti i fondamenti teorici e le più rilevanti indagini empiriche, effettuata tramite un questionario somministrato alle imprese italiane di piccole-medie e micro dimensioni.

Prima di presentare i risultati della verifica empirica condotta, è doveroso un approfondimento terminologico sull'unità di osservazione (e dunque sui destinatari) dell'indagine, ossia su cosa si intenda per micro-impresa; se da un lato infatti sulla definizione di piccola e media impresa (PMI) si assiste in questi ultimi anni ad una convergenza di interpretazioni, la definizione di micro impresa è più complessa da fornire.

In generale, fin dalle origini di tale fenomeno economico si è avvertita la necessità di provvedere con diversi criteri alla loro classificazione dimensionale; alcuni di questi erano prevalentemente qualitativi, altri 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'averne 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 (Cfr. Angelini 2005).

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>1</sup> In 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 Commissione Europea, al cui approfondimento è dedicato il paragrafo seguente.

## 4.2 La definizione della Commissione Europea

Nel 2003, la Commissione Europea<sup>2</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

---

<sup>1</sup> Cfr. Ayyagari, Beck, Demirguc-Kunt (2003).

<sup>2</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].

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 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>3</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

---

<sup>3</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 .

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. tab 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. tab 2.) un semplice esempio, che aiuta a comprendere la combinazione dei criteri sopra menzionati nella determinazione della classe dimensionale di appartenenza.

**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.

#### 4.2.1 Il criterio dell'indipendenza

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.

#### *4.2.2 Gli effettivi e le unità di lavoro/anno*

Gli effettivi di un'impresa corrispondono al numero di unità di lavoro/anno (ULA)<sup>4</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.

#### *4.2.3 La classificazione secondo Basilea 2*

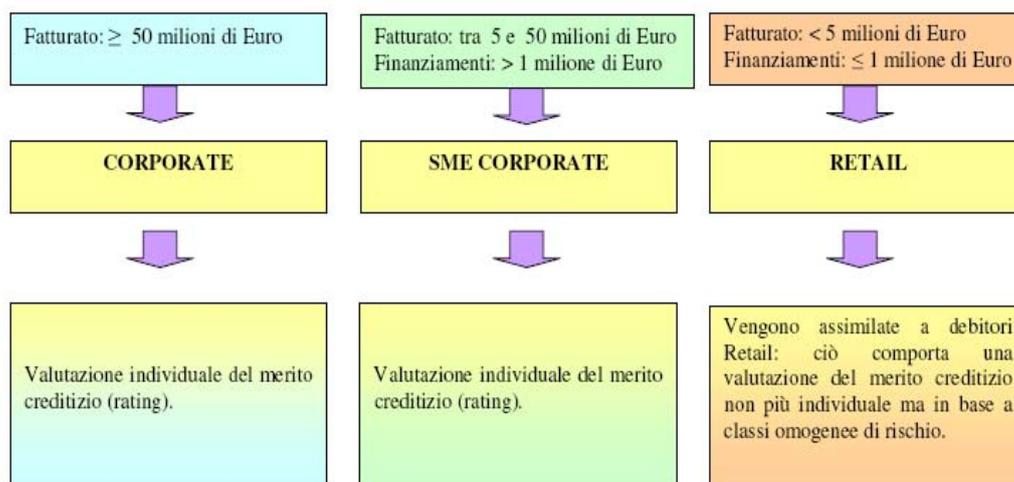
Nonostante la Raccomandazione Europea 2003/362, il problema della distinzione delle imprese tra piccole, medie e grandi non sembra ancora

---

<sup>4</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.

completamente risolto. Infatti, se da un lato, come visto, la Commissione Europea 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<sup>5</sup>. In particolare, in base alla 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. tab. 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.

<sup>5</sup> Per informazioni si rinvia all'accordo di Basilea: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT (2006).

## 4.2 Metodologia di analisi

Questa premessa definitoria ha essenzialmente 2 scopi: il primo è quello di mostrare secondo quali criteri sono state selezionate le imprese oggetto di una potenziale intervista tramite un apposito questionario; il secondo (cfr. paragrafo 4.3) è quello di procedere, una volta ottenute le risposte, ad una suddivisione del campione dei rispondenti che tenga conto dei criteri appena forniti, in modo da arrivare ad una suddivisione del campione in sottocampioni classificati per dimensione di rispondenti.

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>6</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 – Bureau Van Dijk Electronic Publishing (BvDEP) – una banca dati che contiene informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali su circa 500.000 società italiane, prevalentemente anche se non esclusivamente società di capitali. 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 31/12/2005, ultimo anno disponibile nel database, ma anche la disponibilità di bilancio degli anni precedenti, fino al 2002; in tal modo, ci siamo anche assicurati 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.

---

<sup>6</sup> Capitalia 2002, 2003, 2005; Cambridge Centre for Business Research, SME Dataset, 1991, 1997, 2002.

Il campione di potenziali rispondenti è stato perciò individuato, applicati questi “criteri di appartenenza”, in 20.000 imprese, distribuite sul tutto il territorio nazionale.

Una volta costituito il campione di potenziali rispondenti, abbiamo provveduto a somministrare un questionario costituito *ad hoc*<sup>7</sup>.

Le imprese selezionate hanno dunque ricevuto via e-mail l’invito a compilare il questionario, al quale potevano rispondere utilizzando diversi canali:

- la compilazione on-line accessibile tramite un apposito *link* che rimandava al sito del Centro Studi e Ricerche sul Credito e la Finanza (CREDIF)<sup>8</sup>;
- la restituzione del questionario (allegato alla mail) via posta ordinaria;
- la restituzione del questionario via fax.

Per quanto riguarda la struttura del questionario, dopo una prima sezione riservata ai dati anagrafici (ragione sociale, provincia di appartenenza dell’impresa) esso è stato strutturato in queste tre sezioni:

- i) nella prima, 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 (utilizzo del leasing, presenza di razionamento, il ricorso a finanziamenti agevolati), e infine l’influenza esercitata da alcune figure professionali (direttore finanziario, commercialista, banca, consulente finanziario) nelle decisioni di finanziamento;
- ii) nella seconda parte, si indagano la struttura proprietaria, l’avvenuta apertura del capitale verso terzi ovvero la disponibilità a finanziarsi tramite capitale di rischio (nel triennio successivo alla rilevazione delle risposte), la forma contrattuale di apertura del capitale ritenuta più adatta;
- iii) nella terza ed ultima parte, infine, si indaga l’utilizzo di un ampio ventaglio di servizi che le banche offrono normalmente o potrebbero potenzialmente offrire

---

<sup>7</sup> Per la creazione del questionario, desidero ringraziare la Dott.ssa Zambelli e il Dott. Palmucci che hanno collaborato attivamente alla sua creazione, nonché alla predisposizione informatica necessaria alla compilazione on line del questionario e alla raccolta delle risposte. Come la sottoscritta, anche la Dott.ssa Zambelli e il Dott. Palmucci sono membri del CREDIF, il Centro di Studi e Ricerche sul Credito e la Finanza, che ci ha permesso, tramite l’averci messo a disposizione le sue strutture telematiche, di procedere alla costituzione del database.

<sup>8</sup> Per approfondimenti: [www.credif.unibo.it](http://www.credif.unibo.it)

alle PMI, rilevando per ogni servizio se c'è stato in passato l'utilizzo (una tantum o continuato) o se c'è l'intenzione all'utilizzo nel triennio successivo alla rilevazione.

Visto il *focus* del presente lavoro sul finanziamento alle imprese a titolo di capitale di debito, solo la prima parte del questionario – ossia la natura e le caratteristiche del rapporto banca impresa – sarà oggetto di approfondimento in questa sede<sup>9</sup>. Verranno dunque analizzate in seguito (cfr. paragrafo 4.4) le risposte fornite dalle imprese alla sezione I del questionario in oggetto.

Una volta ottenute le risposte, il database così costituito è stato integrato con i dati contenuti in AIDA, consentendoci di avere a disposizione i dati desiderati anche in serie storica, in particolare fino all'anno 2002.

In particolare, nella tabella seguente sono riportate le variabili (sia qualitative che quantitative) oggetto dell'analisi seguente.

**Tab. 3** – Le variabili utilizzate nell'analisi.

<b>Dati qualitativi</b>	<b>Variabili da questionario</b>	<b>Variabili di Bilancio dal 2002 al 2005</b>
Numero CCIAA	Numero di relazioni bancarie	Attivo circolante
Forma Giuridica	Localizzazione della banca principale	Costi della produzione
Provincia - sede	Durata in anni della relazione bancaria	Crediti verso soci
Regione	Quota detenuta dalla banca principale	Debiti a breve
Ripartizione geografica	Modifica della banca principale	Debiti oltre l'esercizio
Codice Fiscale	Quota rappresentata dal leasing	Dipendenti
Partita Iva	Desiderio di maggior credito	Garanzie prestate
Codice ATECO 2002	Non ottenimento di maggior credito	Immobilizzazioni immateriali
Settore di attività economica	Necessità di fornire garanzie personali	Oneri finanziari
Età dell'impresa al 2006	Ricorso a finanziamenti agevolati	Rapporto di indebitamento
Anno di fondazione	Presenza di alcune figure professionali	Ratei e Risconti
	- direttore finanziario	Ricavi delle vendite – fatturato
	- commercialista	ROA – Return on Assets
	- consulente finanziario	ROAE – Return on Average Equity
	- banca	Totale attività
	Rilevanza di tale presenza	Totale attività finanziarie
	Quota detenuta dal socio maggioranza	Totale costi del personale
	Utilizzo in passato di alcuni strumenti di corporate banking quali:	Totale crediti
	- Ri.Ba.	Totale debiti
	- Aperture di credito in c/c	Totale disponibilità liquide
	- Sconto di cambiali, s.b.f.	Totale fondi rischi
	- Leasing	Totale immobilizzazioni
	- Factoring	Totale immobilizzazioni finanziarie
	- Mutui	Totale immobilizzazioni immateriali
	- Emissione obbligazionaria	Totale immobilizzazioni materiali
	Previsione di utilizzo in futuro degli	Totale Patrimonio netto

<sup>9</sup> Per quanto riguarda i risultati per le sezioni II e III si rinvia a A. Caruso, F. Palmucci, S. Zambelli 2006.

stessi strumenti di corporate banking

Totale rimanenze  
Totale valore della produzione  
Trattamento di fine rapporto  
Utile/Perdita di Esercizio

Dal momento che alcune domande all'interno del questionario erano relative al triennio precedente la somministrazione (quindi al triennio 2003-2005), abbiamo ritenuto opportuno condurre l'analisi seguente considerando non solo le informazioni o le variabili (per es. quelle di bilancio) relative all'ultimo bilancio disponibile (contenente dunque i dati al 31/12/2005) ma anche quelle relative agli anni precedenti fino al 2002, anno precedente il triennio di riferimento. La disponibilità di questi dati ci consente di cogliere dunque fenomeni prospettici quali la crescita e lo sviluppo delle imprese, l'evoluzione del rapporto banca impresa e il grado di utilizzo del debito al variare dei fondamentali aziendali.

### 4.3 La descrizione del campione di rispondenti

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 4.2.3) sulla base del solo fatturato<sup>10</sup>. Secondo il suddetto criterio, come si può notare dalla Figura 1, 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.<sup>11</sup>

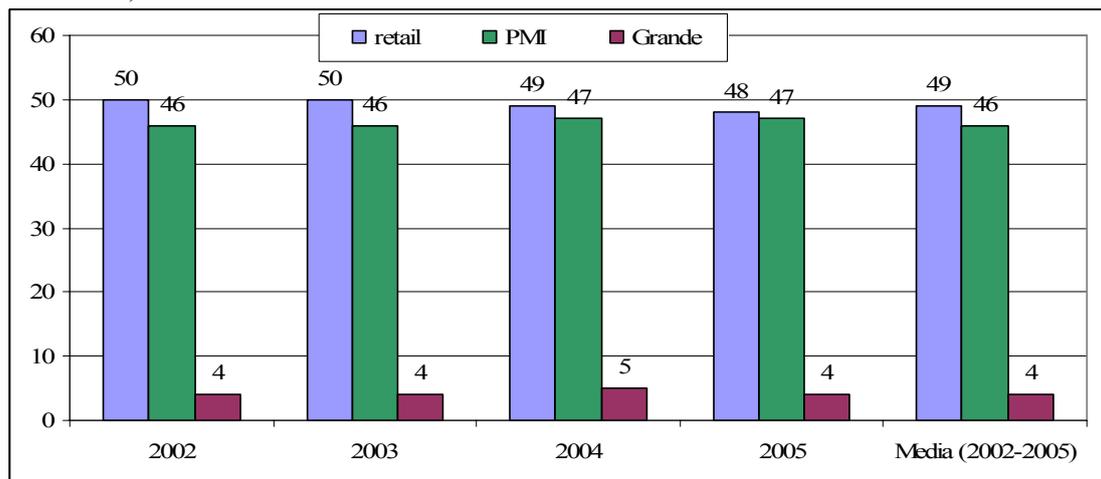
Se al contrario si suddivide il campione sulla base del numero dei dipendenti in modo da seguire, seppur parzialmente, le indicazioni della Commissione Europea (cfr. paragrafo 4.2) si ottiene la classificazione in figura 2. Per quanto riguarda tuttavia l'uso di tale variabile, è necessaria una nota metodologica: la variabile "numero di dipendenti" di fonte AIDA è una variabile non sempre disponibile nel dataset (esistono in altre parole numerosi *missing*), a causa del fatto che tale variabile

<sup>10</sup> L'elaborazione dei dati mediante analisi descrittiva e la successiva analisi multivariata è stata effettuata utilizzando il software SPSS.

<sup>11</sup> Tale percentuale è stata ottenuta escludendo i missing, il cui numero è comunque pressoché irrilevante (cfr. Figura 1).

è inserita a discrezione dalle aziende nella Nota Integrativa presentata contestualmente al bilancio<sup>12</sup>. Il numero di *missing* per questa variabile tende poi ad aumentare nel 2005, ultimo anno di rilevazione; conseguentemente, il dato più significativo per cogliere il numero effettivo dei dipendenti è quello relativo al 2002, anno in cui la percentuale di *missing* è meno rilevante.

**Figura 1** – Distribuzione (%) delle imprese presenti nel campione oggetto della presente analisi, ripartite in base alle classi di fatturato previste dal Nuovo Accordo di Basilea (periodo 2002-2005).



Fonte: nostre elaborazioni.

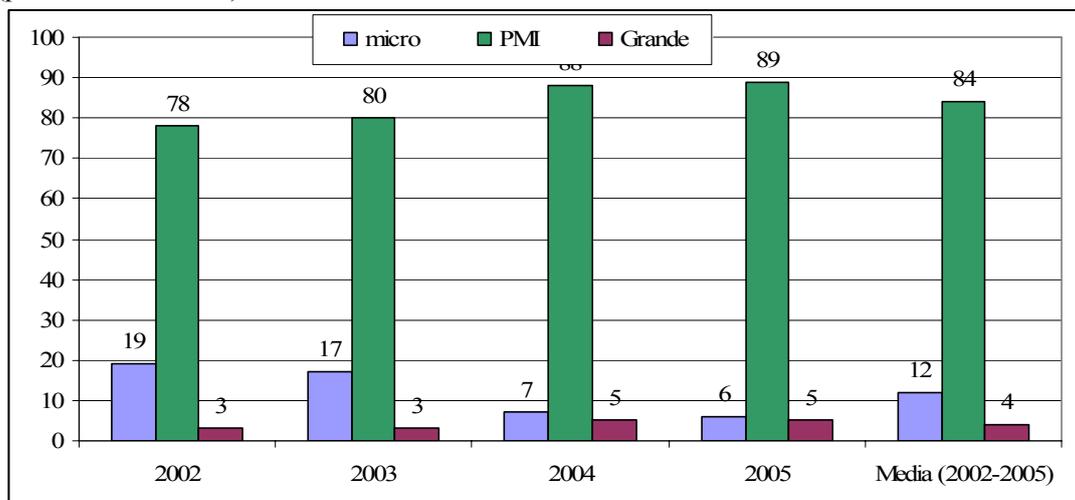
Si precisa che nel periodo di riferimento i *missing* relativi all'informazione sul fatturato sono di percentuale irrilevante: 1% (2002); 2%(2003); 1% (2004); 6%(2005).

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 2, 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% (Figura 2).<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Nel database oggetto della presente analisi, infatti, i *missing* relativi all'informazione del fatturato delle diverse imprese che hanno risposto al questionario sono pressoché irrilevanti (Figura 1). Al contrario, la presenza di *missing* relativi al numero dei dipendenti delle imprese è alquanto rilevante: si passa dal 2% nel 2002 al 43% nel 2005 (Figura 2).

<sup>13</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 categoria di imprese a livello di Raccomandazione Comunitaria (Raccomandazione CE 2003/362) e Regolamentazione di Basilea (Nuovo Accordo sul Capitale, noto come Basilea 2).

**Figura 2** – Distribuzione (%) delle imprese presenti nel campione, ripartite in base alle classi di dipendenti previste dalla Raccomandazione della Commissione Europea 2003/362 (periodo 2002-2005)



Fonte: nostre elaborazioni.

Si precisa che nel periodo di riferimento i missing relativi al numero di dipendenti delle sottogategorie di imprese sono alquanto numerosi: 2% (2002); 12%(2003); 42% (2004); 43%(2005)

Le imprese che hanno risposto al questionario sono state 820.

A fronte di un invio del questionario via posta elettronica a circa 20.000 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>14</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 (cfr. par. 4.2), è avvenuta nel periodo luglio-settembre 2006, terminando dunque a fine settembre 2006.

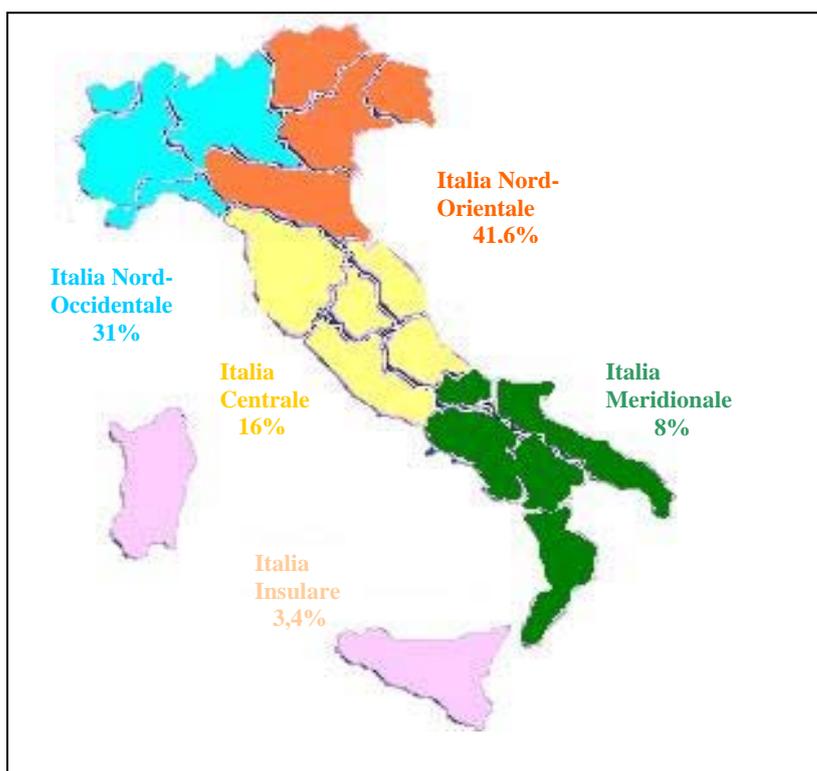
Prima di presentare le nostre elaborazioni sulle risposte fornite dalle imprese alle domande poste nel questionario è necessaria una breve panoramica sulle caratteristiche delle imprese che costituiranno l'oggetto dell'analisi che segue.

<sup>14</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%.

### 4.3.1 I rispondenti

Le imprese rispondenti innanzitutto si possono suddividere sulla base della loro ripartizione geografica in 5 gruppi (cfr. fig. 4): 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.

**Fig. 4** – La distribuzione dei rispondenti per area geografica.

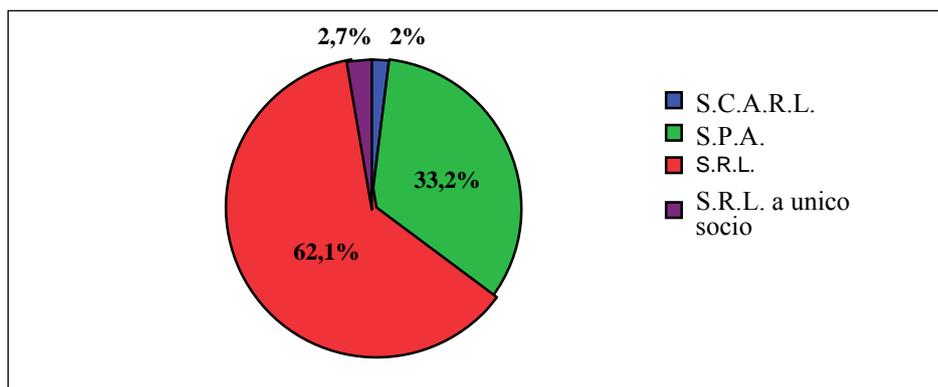


Per quanto riguarda invece il settore di appartenenza, sulla base del codice Ateco è possibile suddividere le imprese in 5 categorie: l'industria occupa il 67% del totale, seguito dal commercio (21%), e dai servizi (9%). Marginali sono le imprese appartenenti al settore agricoltura (2%) e costruzioni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

**Fig.2** – La distribuzione dei rispondenti per forma giuridica.



Fonte: nostre elaborazioni.

Nella tabella seguente (cfr tab. 3) 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 2002 e il 2005.

**Tabella 3** – La distribuzione delle imprese rispondenti per dimensione

Classi*		Fatturato		Dipendenti		Totale Attivo	
		2005	2002	2005	2002	2005	2002
1	%	<b>19,51</b>	<b>20,40</b>	<b>7,10</b>	<b>20,84</b>	<b>22,45</b>	<b>25,71</b>
	media	1,361	1,394	6	6	1,258	1,214
2	%	<b>49,61</b>	<b>52,78</b>	<b>52,47</b>	<b>50,62</b>	<b>51,44</b>	<b>52,66</b>
	media	4,941	4,977	27	25	4,792	4,641
3	%	<b>26,61</b>	<b>23,24</b>	<b>35,48</b>	<b>26,05</b>	<b>21,54</b>	<b>17,80</b>
	media	19,116	19,650	100	108	19,120	20,094
4	%	<b>4,26</b>	<b>3,58</b>	<b>4,95</b>	<b>2,48</b>	<b>4,57</b>	<b>3,83</b>
	media	103,580	104,496	472	498	96,577	98,057
Totale	%	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
	media	12,221	11,224	73,54	54,54	11,278	10,090

Fonte: nostre elaborazioni.

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.

Innanzitutto occorre rilevare come le differenze di distribuzione dei rispondenti non appaiono così marcate considerando l'anno 2002 piuttosto che l'anno 2005, eccezion fatta per la variabile "numero di dipendenti". Una possibile spiegazione del fenomeno potrebbe essere ricercata nell'elevato numero di dati mancanti (nel 2005) 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 2005 piuttosto che nel 2002, 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 2005 è di circa il 95% del totale.

Nel campione considerato, inoltre, il rapporto medio di indebitamento al 2005 (2002) è di 0,64 (0,67); sotto la soglia del valore di 0,5 ci sono solo il 23,5% delle imprese, mentre il 37% circa ha un rapporto di indebitamento maggiore di 0,75. Le imprese del campione presentano dunque 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.

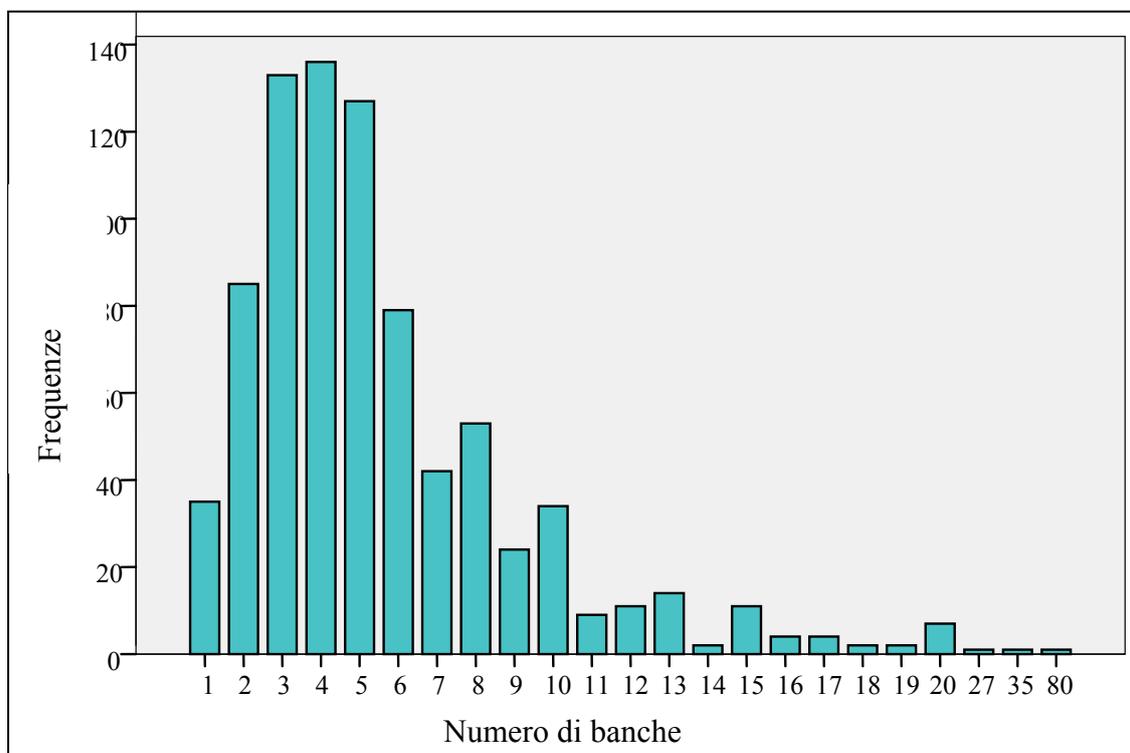
#### 4.4 I risultati: una analisi descrittiva

In questo paragrafo presentiamo alcuni risultati dell'analisi. In un primo momento tali analisi saranno prevalentemente di natura descrittiva.

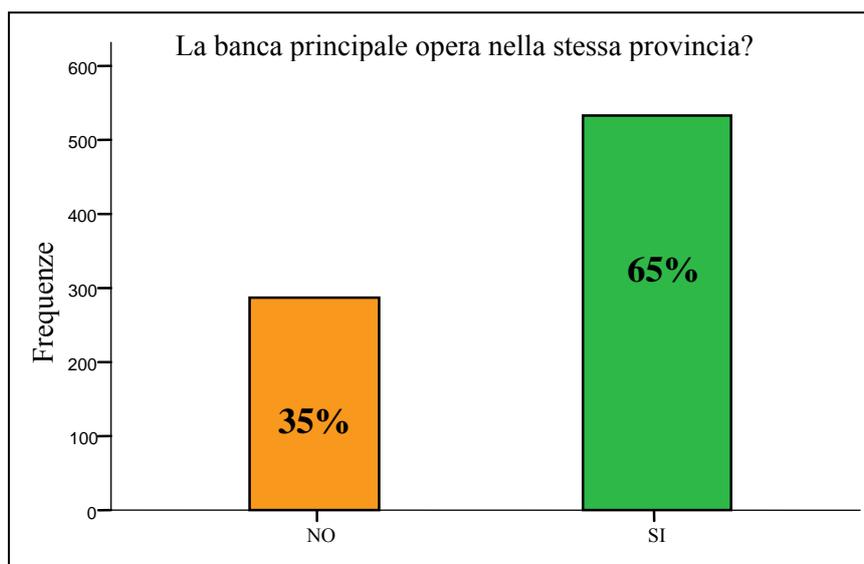
Tabella 6 – Analisi descrittive

	N	Media	Deviazione std.
nbanche	817	5,66	4,563
bancprov	820	,65	,477
annibanc	797	19,05	14,991
quotadeb	808	2,25	1,193
newbank	817	,14	,350
qleasing	819	13,68	24,307
razionam	813	,52	,500
razionam2	818	,07	,261
garanzie	809	,32	,468
finagev1	820	,19	,396
finagev2	820	,28	,451
finagev3	820	,20	,403
finagev4	820	,10	,305
finagev5	820	,47	,499
Valid N (listwise)	765		

Figura 4 – numero di relazioni bancarie nel campione.



Fonte: nostre elaborazioni.

**Figura 5** – Provincia della banca principale

Fonte: nostre elaborazioni.

Con riferimento alla prima sezione, occorre innanzitutto evidenziare alcune caratteristiche relative alla governance dell'impresa: dai dati emerge infatti che le imprese del campione si presentano come saldamente detenute dall'azionista o dal socio di maggioranza (cfr. tab. 2).

**Tabella 2** – La quota detenuta dall'azionista principale.

Quota azionista principale		Classi di fatturato al 2005 in mil.				Classi di dipendenti al 2005			
		<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)
Totale	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 – cfr. tab. 1). 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 (cfr. tab. 5).

	<i>N</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>	<i>Media</i>	<i>Dev.std.</i>
annibanc	797	0	198	19,05	14,991
Valid N (listwise)	797				

**Tabella 5** - 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%	20,1%
Banca	13,5%	45,2%	41,2%
Consulente finanziario	5,9%	12,3%	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.

Scomponendo il campione utilizzando variabili quali la classe di fatturato, il settore di appartenenza, la ripartizione geografica e l'età dell'impresa, siamo in grado di estrapolare altre utili informazioni riguardo alle risposte prima presentate in forma aggregata (cfr. tab 4).

Dalla tabella 4 emerge che l'unica figura interna all'impresa tra quelle proposte, ossia quella del direttore finanziario, risulta presente e rilevante per il 78% delle grandi imprese che hanno un fatturato maggiore di 50 mil. euro, mentre è assente nelle imprese più piccole per fatturato, più giovani, collocate nell'Italia Centrale e appartenenti al settore "servizi e commercio". Risulta, per il 44% dei casi esaminati, una figura importante e rilevante per le imprese tecnologiche pure, dove al contrario il consulente finanziario è assente in tutte le imprese appartenenti a questo settore, ma dove sia il commercialista che la banca ricoprono un ruolo considerato di presenza marginale da più del 50% di queste imprese.

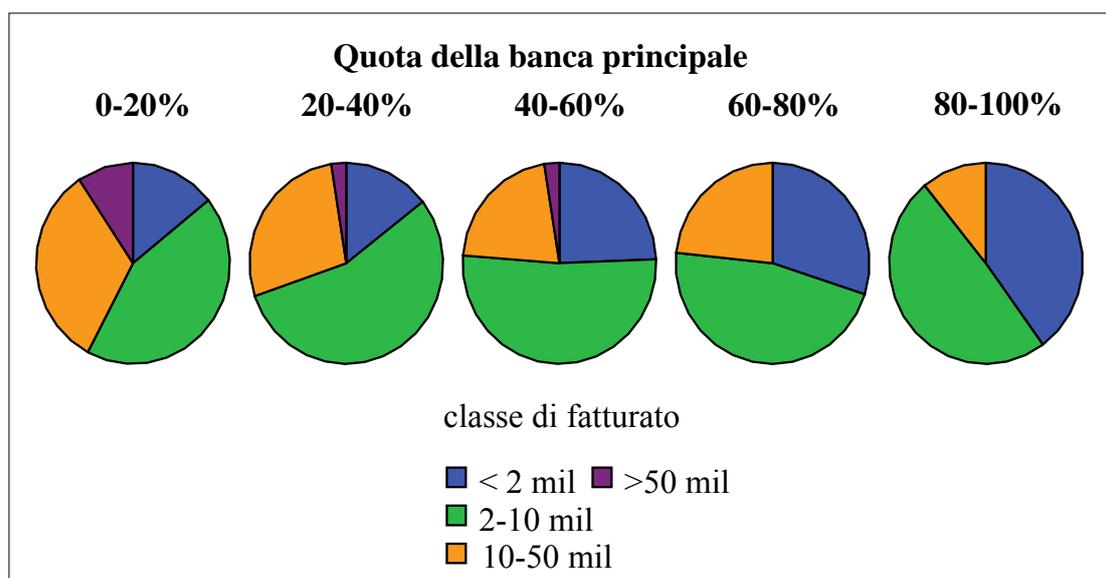
**Tabella 6 - Il grado di presenza di alcune figure professionali nei sottocampioni**

			Direttore Finanziario			Commercialista			Consulente Finanziario			Banca		
			Assente	Presente ma marginale	Presente e rilevante	Assente	Presente ma marginale	Presente e rilevante	Assente	Presente ma marginale	Presente e rilevante	Assente	Presente ma marginale	Presente e rilevante
Ripartizione Geografica	Italia Centrale	% entro rip. geografica	65,15	3,79	31,06	14,39	62,12	23,48	78,79	14,39	6,82	47,73	34,85	17,42
		% di riga	17,77	8,93	14,64	11,52	17,83	15,90	15,50	18,81	18,75	18,64	12,40	20,72
	Italia Insulare	% entro rip. geografica	57,14	14,29	28,57	10,71	46,43	42,86	67,86	21,43	10,71	50,00	32,14	17,86
		% di riga	3,31	7,14	2,86	1,82	2,83	6,15	2,83	5,94	6,25	4,14	2,43	4,50
	Italia Meridionale	% entro rip. geografica	62,12	7,58	30,30	27,27	45,45	27,27	74,24	16,67	9,09	40,91	43,94	15,15
		% di riga	8,47	8,93	7,14	10,91	6,52	9,23	7,30	10,89	12,50	7,99	7,82	9,01
Italia Nord-Occidentale	% entro rip. geografica	55,73	9,09	35,18	24,11	57,31	18,58	82,21	12,65	5,14	43,08	44,27	12,65	
	% di riga	29,13	41,07	31,79	36,97	31,52	24,10	31,00	31,68	27,08	32,25	30,19	28,83	
Italia Nord-Orientale	% entro rip. geografica	58,65	5,57	35,78	18,77	55,72	25,51	85,34	9,68	4,99	36,66	51,32	12,02	
	% di riga	41,32	33,93	43,57	38,79	41,30	44,62	43,37	32,67	35,42	36,98	47,17	36,94	
Settore	Industriale	% entro Settore	57,37	7,07	35,56	22,22	55,35	22,42	82,83	12,53	4,65	40,81	44,04	15,15
		% di riga	58,68	62,50	62,86	66,67	59,57	56,92	61,10	61,39	47,92	59,76	58,76	67,57
	Servizi e commercio	% entro Settore	65,46	4,82	29,72	16,06	57,03	26,91	80,32	11,65	8,03	42,57	45,38	12,05
		% di riga	33,68	21,43	26,43	24,24	30,87	34,36	29,81	28,71	41,67	31,36	30,46	27,03
Industria tecnologica	% entro Settore	51,72	10,34	37,93	15,52	58,62	25,86	74,14	17,24	8,62	39,66	53,45	6,90	
	% di riga	6,20	10,71	7,86	5,45	7,39	7,69	6,41	9,90	10,42	6,80	8,36	3,60	
Tecnologici puri	% entro Settore	38,89	16,67	44,44	33,33	55,56	11,11	100,00	0,00	0,00	38,89	50,00	11,11	
	% di riga	1,45	5,36	2,86	3,64	2,17	1,03	2,68	0,00	0,00	2,07	2,43	1,80	
Classi di Età	≤ 15 anni	% entro età	67,87	8,14	23,98	15,84	57,01	27,15	78,73	13,12	8,14	42,08	46,61	11,31
		% di riga	30,99	32,14	18,93	21,21	27,39	30,77	25,93	28,71	37,50	27,51	27,76	22,52
	16-24 anni	% entro età	62,62	4,85	32,52	17,96	56,31	25,73	82,52	12,14	5,34	41,26	42,23	16,50
		% di riga	26,65	17,86	23,93	22,42	25,22	27,18	25,34	24,75	22,92	25,15	23,45	30,63
25-35 anni	% entro età	58,46	7,69	33,85	18,46	61,03	20,51	82,56	13,33	4,10	35,38	51,79	12,82	
	% di riga	23,55	26,79	23,57	21,82	25,87	20,51	23,99	25,74	16,67	20,41	27,22	22,52	
≥ 36 anni	% entro età	45,96	6,57	47,47	28,79	50,00	21,21	83,84	10,61	5,56	45,96	40,40	13,64	
	% di riga	18,80	23,21	33,57	34,55	21,52	21,54	24,74	20,79	22,92	26,92	21,56	24,32	
Classi di Fatturato al 2005	< 2 mil euro	% entro fatturato	79,47	4,64	15,89	13,91	62,25	23,84	84,77	10,60	4,64	41,06	43,71	15,23
		% di riga	26,20	13,21	9,13	13,55	21,61	19,57	20,16	16,67	16,28	19,62	18,70	21,90
	2 - 10 mil euro	% entro fatturato	67,71	7,29	25,00	16,93	58,59	24,48	80,21	14,32	5,47	42,71	45,31	11,98
		% di riga	56,77	52,83	36,50	41,94	51,72	51,09	48,50	57,29	48,84	51,90	49,29	43,81
10 - 50 mil euro	% entro fatturato	36,89	6,31	56,80	26,21	50,49	23,30	83,98	9,71	6,31	37,86	48,54	13,59	
	% di riga	16,59	24,53	44,49	34,84	23,91	26,09	27,24	20,83	30,23	24,68	28,33	26,67	
> 50 mil euro	% entro fatturato	6,06	15,15	78,79	45,45	36,36	18,18	78,79	15,15	6,06	36,36	39,39	24,24	
	% di riga	0,44	9,43	9,89	9,68	2,76	3,26	4,09	5,21	4,65	3,80	3,68	7,62	



La figura del consulente finanziario si presenta come rilevante in pochi casi, la maggior parte dei quali, seppur con percentuali contenute, riguarda l'Italia del Nord-est. La banca invece viene per lo più considerata come una presenza marginale, seppure l'importanza del ruolo salga nelle imprese di medie dimensioni, e nella classe dai 16 a 24 anni di età; riveste una maggiore rilevanza nei settori dell'industria tecnologica, anche se nel complesso non emergono marcate differenze. Per quanto riguarda il ruolo del commercialista, infine, si può curiosamente osservare che la percentuale di imprese che ritengono che esso abbia un ruolo di presenza rilevante è distribuita sostanzialmente in modo uniforme con riferimento alla classe di età (malgrado le imprese più giovani ne riconoscano una maggiore importanza). Le difformità maggiori si riscontrano nella ripartizione geografica e nella classe di fatturato, dove le micro e piccole imprese dichiarano di ricorrere al commercialista con maggiore frequenza.

Fig. 3 – La quota della banca principale



## 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 Organisational 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.

GUISSO 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”, EGEEA, 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.