



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"STRUTTURA FINANZIARIA E SCELTE DI FINANZIAMENTO NELLE
PMI"**

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA CINZIA BALDAN

LAUREANDO: GIOVANNI TARGHETTA

MATRICOLA N. 1096044

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

Indice

INTRODUZIONE.....	2
<u>CAPITOLO 1:</u>	
LA SCELTA TRA DIVERSE FORME DI FINANZIAMENTO:	
ANALISI DELLA LETTERATURA	4
<u>CAPITOLO 2:</u>	
IL FINANZIAMENTO ATTRAVERSO IL RICORSO AL DEBITO.....	11
<u>CAPITOLO 3:</u>	
IL FINANZIAMENTO ATTRAVERSO IL RICORSO AL CAPITALE DI RISCHIO.....	27
CONCLUSIONE.....	34
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	36

INTRODUZIONE

Il meccanismo di finanziamento delle piccole e medie imprese (d'ora in poi PMI) ha attirato molta attenzione negli ultimi anni ed è diventato un argomento particolarmente discusso da economisti e politici che si occupano di sviluppo economico. Questo interesse particolare è guidato dal fatto che le PMI rappresentano la grande maggioranza delle imprese nel contesto economico e danno occupazione ad una parte importante di popolazione, in 76 stati, tra sviluppati ed in via di sviluppo, le PMI in media danno occupazione nel settore manifatturiero al 50% dei lavoratori (Ayyagari *et al.*, 2007). In Europa 9,9 imprese su 10 sono PMI (Annual Report on SMEs 2015/2016 della Commissione Europea). Inoltre la maggior parte delle grandi società partono dall'essere delle piccole imprese, perciò la capacità di crescita delle PMI è essenziale affinché l'economia di un paese sia prospera.

Nel sistema produttivo italiano le piccole e medie imprese hanno un'importanza sostanziale, esse sono più di quattro milioni e contribuiscono al PIL per oltre il 70% del totale, tali imprese tuttavia soffrono di un problema di sottocapitalizzazione che le penalizza fortemente.

Un certo numero di articoli rileva la difficoltà per le PMI a ottenere finanziamenti per portare a termine i propri progetti di crescita, l'accesso al finanziamento esterno, in particolare per quanto riguarda il capitale esterno, è difficoltoso, ciò crea degli ostacoli per la crescita delle imprese.

Uno dei principali fattori che rende difficoltoso il finanziamento delle PMI è il loro grado di opacità informativa. Per opacità informativa la letteratura intende la difficoltà di estrapolare dalle imprese la loro capacità di pagare i debiti, questo aspetto legato alla produttività e redditività dei progetti intrapresi, e/o la loro volontà di pagare i debiti, questo secondo aspetto è invece legato alle problematiche di asimmetrie informative che rientrano nell'azzardo morale. Il grado di opacità informativa determina particolarmente la disponibilità al finanziamento per quelle istituzioni che utilizzano dati oggettivi per valutare l'impresa.

Nella letteratura che si occupa del finanziamento delle PMI si è dedicata molta attenzione al *relationship lending*. Il *relationship lending* è il modo più ovvio, se non l'unico, per le istituzioni finanziarie di risolvere il problema dell'opacità informativa, è il modo di relazionarsi della banca con l'impresa, basato su un rapporto continuo e diretto, di lungo periodo che mira a raccogliere le informazioni *soft* riguardanti l'impresa.

Oltre a questa modalità brevemente descritta le banche hanno altre modalità per finanziare in modo piuttosto sicuro imprese opache dal punto di vista informativo, queste si vedranno meglio più avanti assieme ad un'analisi più approfondita del *relationship lending*.

I dati e le informazioni contenute in questo articolo sono precedenti all'ultima crisi finanziaria, tuttavia sembra che non ci siano stati sostanziali cambiamenti nel comportamento delle banche causati da essa. Le banche sembrano essere diventate più attente a non esporsi eccessivamente al rischio, ma le loro strategie e i modelli per finanziare le PMI non sono cambiati.

Il presente lavoro è strutturato in tre capitoli. Nel primo capitolo si prendono in esame le principali teorie riguardanti il finanziamento delle imprese, che cercano di spiegare in modo teorico le motivazioni che portano le imprese a preferire certi criteri di finanziamento rispetto ad altri. Nel secondo capitolo si analizza il finanziamento delle imprese attraverso il ricorso al debito; nel dettaglio si esaminano i principali fattori che influenzano la capacità delle banche a concedere finanziamenti, le varie modalità utilizzate dalle banche per ridurre le problematiche relative all'opacità informativa delle piccole imprese, rivolgendo una particolare attenzione al *relationship lending*, molto importante per il contesto bancario italiano.

Nel terzo capitolo si tratta del finanziamento attraverso il capitale esterno, una modalità di finanziamento ancora troppo poco utilizzata, specialmente in Italia. Si prendono in esame i principali metodi di accesso per le piccole imprese al capitale esterno, ovvero l'*angel finance* e il mercato dei *venture capital*.

CAPITOLO 1:

LA SCELTA TRA DIVERSE FORME DI FINANZIAMENTO: ANALISI DELLA LETTERATURA

La scelta di una impresa tra l'utilizzo di capitale proprio e di debito, oltre a tutte le altre diverse forme tecniche riconducibili a queste due forme di finanziamento è, come è stato detto, un tema molto discusso, su cui gli economisti hanno investito molta ricerca al fine di trovare un modello teorico che riesca a spiegare l'evidenza empirica e che serva per capire quale possa essere il giusto equilibrio tra debito e capitale proprio che riesca a garantire il giusto fabbisogno finanziario in tutte le fasi di vita dell'impresa e che sfrutti al meglio le risorse disponibili.

La letteratura teorica nel corso degli anni ha presentato diversi paradigmi interpretativi della struttura finanziaria delle imprese e delle diverse fonti di finanziamento.

In particolare ricordiamo innanzitutto il paradigma classico della Trade-off Theory (Kraus e Litzenberger, 1973).

I due autori partono dalla teoria di Modigliani-Miller che sostiene che il valore di mercato di una impresa in un mercato dei capitali perfetto è indipendente dalla struttura finanziaria dell'impresa stessa, per arrivare alla conclusione che per avere un modello più realistico, come fecero notare anche Hirshleifer, Robichek e Myers, è necessario considerare sia le tasse, sia i costi di dissesto/fallimento. Kraus e Litzenberger ipotizzano un modello che mostra come il valore di mercato di una impresa indebitata è uguale al valore di mercato *unlevered* dell'impresa più il valore attuale dei risparmi fiscali dovuti all'indebitamento meno il valore attuale dei costi di dissesto fallimento.

$$V^L = V^U + VA(\text{scudo fiscale degli interessi}) - VA(\text{costi di dissesto/fallimento})$$

Questa teoria mostra che il debito crea sia costi e sia benefici: le imprese sono incentivate ad indebitarsi per sfruttare gli incentivi fiscali, ma allo stesso tempo un debito troppo elevato aumenta il rischio di insolvenza e di conseguenza dover sostenere costi di dissesto/fallimento.

Il bilanciamento tra i costi e i benefici che scaturiscono dal debito portano a formare una struttura del capitale ottima, corrispondente ad un livello di indebitamento che eguaglia i costi marginali ai benefici marginali del debito.

I benefici del debito derivano dall'effetto dello scudo fiscale: le imprese pagano le imposte sugli utili dopo il pagamento degli interessi, per cui gli interessi passivi derivanti dal debito riducono l'importo totale delle imposte da pagare. Questa caratteristica del sistema fiscale crea un incentivo da parte delle imprese ad utilizzare il debito.

Questo vantaggio fiscale è appunto chiamato scudo fiscale degli interessi e corrisponde all'ammontare aggiuntivo di imposte che l'azienda avrebbe pagato se non avesse contratto il debito. Se ne deduce che in presenza di imposte la I preposizione di Modigliani-Miller è modificata: il valore totale dell'impresa indebitata è superiore al valore totale dell'impresa senza debito per effetto dello scudo fiscale degli interessi. Per calcolare poi il valore attuale di questo beneficio fiscale occorre, tramite una previsione futura degli interessi, determinare il relativo scudo fiscale e calcolarne il valore attuale scontandolo al corrispondente grado di rischio. Questa operazione tuttavia nella pratica si rivela piuttosto difficoltosa perché per il calcolo sono necessari dati previsionali. I futuri pagamenti di interessi passivi variano a seconda del livello di indebitamento dell'impresa, di come cambia il tasso di interesse sul debito, del rischio di insolvenza e da eventuali mancati pagamenti degli interessi. Oltre a ciò anche l'aliquota fiscale marginale a cui è sottoposta l'impresa può cambiare a seconda della legislazione.

Il vantaggio fiscale derivante dal debito può essere evidenziato anche dal costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, d'ora in poi "wacc"). Il wacc dell'impresa indebitata è minore di quello di una impresa non indebitata, infatti la deducibilità fiscale degli interessi riduce il costo effettivo del debito al netto delle imposte per l'impresa.

I costi del debito derivano invece dai costi di dissesto/fallimento, calcolare il valore attuale di questi costi non è semplice. Bisogna considerare a tal fine alcuni fattori fondamentali tra cui: la probabilità che il dissesto o fallimento si verifichi, l'entità degli eventuali costi di dissesto, il tasso di sconto appropriato per i costi di dissesto/fallimento. Ciascuno di questi fattori dipende da molteplici variabili. La probabilità di dissesto/fallimento dipende dalla probabilità che l'impresa non sia in grado di onorare i propri debiti e quindi essere insolvente. Questa probabilità aumenta all'aumentare delle passività aziendali, all'aumentare della volatilità dei flussi di cassa e del valore dell'attivo. Imprese con flussi di cassa stabili e sicuri possono ricorrere in maniera più elevata al debito, mentre imprese con flussi di cassa instabili sono costrette a mantenere un livello di indebitamento molto più basso per ridurre il rischio di insolvenza.

L'entità dei costi di dissesto è invece molto influenzata dal settore in cui opera l'impresa, ad esempio, imprese il cui valore deriva principalmente da capitale umano dovranno sostenere costi più elevati per evitare il turn over, ma soprattutto in caso di difficoltà finanziarie non avranno la possibilità di liquidare una parte dell'attivo per la mancanza di attività tangibili. Al contrario imprese che hanno un attivo costituito principalmente da beni fisici facilmente collocabili sul mercato avranno costi di dissesto più bassi poiché i beni aziendali potranno essere venduti con più facilità in caso di necessità. Il tasso di sconto di dissesto/fallimento è influenzato dal rischio di mercato dell'impresa.

Infine si può affermare che le imprese con un valore attuale dei costi di dissesto/fallimento più elevato sono le stesse imprese che presentano un beta più elevato, poiché sono anche quelle più esposte al rischio di mercato.

La Teoria del Trade-off si propone quindi di individuare un livello di indebitamento ottimale per ogni impresa e spiega allo stesso tempo perché alcune imprese scelgono un livello di indebitamento che non permette di sfruttare al cento per cento i benefici fiscali derivanti dallo scudo fiscale degli interessi.

Successivamente alla Teoria del Trade-off, per tentare di spiegare alcune irregolarità empiriche, è stata proposta nel 1984 da Myers e Majluf la Pecking Order Theory.

Nella Pecking Order Theory viene proposto un modello basato su asimmetrie informative e una diversa visione del management, detentore anche di interessi propri. Il modello vuole così spiegare la tendenza delle imprese a prediligere fonti di finanziamento interne, ed eventualmente se fosse necessario finanziarsi dall'esterno, a preferire il debito al capitale proprio.

La teoria esclude l'ipotesi di Modigliani-Miller di informazione perfetta e ammette l'esistenza di asimmetrie informative e arriva a postulare un ordine gerarchico nella scelta delle fonti di finanziamento.

Le imprese preferiscono ricorrere a fonti di finanziamento che non le costringano a rendere pubbliche informazioni interne. Quindi preferirà in primis finanziarsi attraverso fonti che non richiedano la divulgazione di informazioni, ovvero attraverso fonti di finanziamento interne, solo successivamente se necessario attraverso il debito e, solo se le altre alternative non sono disponibili, attraverso l'emissione di azioni.

Un'ulteriore teoria riguardante i criteri scelte delle imprese per il finanziamento è presentata successivamente da Berger e Udell (1998), chiamata teoria del Financial Growth Cycle, che spiega in termini dinamici ed evolutivi la struttura di finanziamento delle imprese, dedicando anche attenzione ad alcune particolarità legate alle PMI e alle imprese innovative, queste imprese sono anche solitamente più orientate rispetto alle altre alla crescita piuttosto che al solo consolidamento della posizione. Le imprese hanno un fabbisogno finanziario che varia nel corso dello sviluppo in base alla grandezza e alla maturità. Il modello considera diversi aspetti e fasi della vita delle imprese: nella fase di avvio è più probabile essere razionati dai canali di finanziamento tradizionale per causa delle forti asimmetrie informative, la neo-nata impresa non ha ancora sviluppato una reputazione presso i finanziatori e non ha ancora un patrimonio sufficiente per essere prestato come garanzia, per questo è necessario riuscire a coprire gran parte del fabbisogno finanziario attraverso l'autofinanziamento nella forma di dotazione iniziale di capitale e reinvestimento dei flussi di cassa generati dalla gestione. Nella successiva fase di crescita l'autofinanziamento non è più sufficiente a

coprire tutto il fabbisogno finanziario, l'impresa deve trovare altri modi di finanziarsi dall'esterno, l'obiettivo è quello di diversificare le diverse forme di finanziamento combinando ai prestiti bancari a finanziamenti con capitale di rischio che possono essere apportati, se non già avvenuto nella fase iniziale, tramite venture capital oppure private equity. In fase di maturità si può ricorrere a forme di finanziamento più complesse come il debito obbligazionario oppure l'emissione di azioni, in quanto le asimmetrie informative verso il mercato si riducono.

All'interno del Financial Growth Cycle si differenziano appunto le PMI e le imprese innovative, queste due categorie hanno una parte sostanziale delle risorse finanziarie provenienti dall'interno (l'imprenditore, la famiglia o gli amici), uno dei fattori che influenza questa scelta è la maggiore difficoltà a reperire le fonti di finanziamento, in particolare le imprese innovative a causa delle maggiori asimmetrie informative.

Per quanto riguarda l'accesso al debito, le PMI mantengono generalmente come punto di riferimento la banca, tuttavia riescono a ottenere finanziamenti a condizioni peggiori rispetto a imprese più grandi. Le imprese innovative hanno problemi di finanziamento ancora maggiori, infatti subiscono un vero razionamento del credito bancario, oltre alle asimmetrie informative che riguardano l'impresa, non sono in grado di presentare delle garanzie materiali poiché una gran parte delle loro attività è costituita da attività immateriali, che non sono in grado di soddisfare i finanziatori in caso di insolvenza. Le imprese in questione devono quindi ricorrere in maniera più abbondante all'autofinanziamento e altri apporti di capitale di rischio esterni forniti da investitori tramite venture capital o private equity.

Un'altra particolarità delle piccole imprese è che la distinzione tra finanziamenti interni ed esterni non è sempre completamente chiara, infatti spesso soggetti interni all'impresa prestano come garanzia il patrimonio personale per ottenere dei finanziamenti a titolo di debito da istituzioni esterne come le banche per finanziare l'impresa e non per loro stessi. Le stesse istituzioni finanziarie valutano il patrimonio personale dell'imprenditore, includendo anche degli asset non investiti nell'impresa, così che questi influenzano in via indiretta la visione del patrimonio aziendale verso l'esterno. Infine in gran parte le PMI il management coincide con la proprietà dell'impresa, anche questo aspetto influenza notevolmente le scelte di finanziamento, ciò è dovuto dall'avversione ai rischi del manager/proprietario, ma soprattutto all'incentivo ad usare il debito piuttosto che il capitale di rischio proveniente dall'esterno in modo tale da mantenere la proprietà inalterata ed il controllo dell'impresa. Il livello di opacità dell'impresa è il fattore principale che regge il Financial Growth Cycle.

All'inizio nel ciclo di crescita le piccole imprese tipicamente non hanno bilanci consolidati, non hanno un attivo tale per cui possa essere prestato come garanzia ai creditori, inoltre non hanno nemmeno una reputazione di profittabilità oppure una storia dei pagamenti effettuati. I finanziatori esterni nel valutare queste imprese danno un peso considerevole la reputazione

dell'imprenditore, che potrebbe avere una storia di pagamenti più lunga, più beni da usare come garanzia, e dati personali che sono più facili da valutare rispetto a quelli dell'impresa.

Altri fattori sono tenuti in considerazione in verità dalle imprese, e i criteri di finanziamento dell'impresa sono valutati dai manager dopo una valutazione complessa di molte variabili e anche secondo la struttura finanziaria dell'impresa già preesistente. Quando una impresa è particolarmente indebitata alcune decisioni finanziarie potrebbero creare un conflitto di interessi tra i detentori del debito e gli azionisti poiché aumentano il valore del capitale proprio, ma allo stesso tempo riducono il valore del debito. I manager, che spesso detengono anche partecipazioni azionarie dell'impresa, decidono quindi di attuare quelle azioni che vanno a tutelare il capitale proprio danneggiando i creditori. Questi fenomeni sono i costi di agenzia del debito e possono essere riassunti in due particolari comportamenti: l'Asset Substitution ed il Debt Overhang.

Il primo fenomeno (Jensen e Meckling, 1976) si verifica in una situazione di dissesto finanziario dell'impresa e si configura quando gli azionisti possono trarre profitto da decisioni di investimento che aumentano il rischio dell'impresa, anche se hanno un Valore Attuale Netto negativo. Il management può scegliere di attuare una strategia estremamente rischiosa sostituendo attività a basso rischio con attività ad alto rischio (per questo asset substitution), non dovendo pagare le ulteriori conseguenze negative che questa strategia potrebbe portare essendo già comunque l'impresa in una situazione di dissesto.

Il secondo fenomeno, il c.d. "Debt Overhang", oppure sotto-investimento (Myers, 1977) si verifica sempre in condizioni di dissesto e accade quando l'impresa sceglie di non finanziare investimenti con un Valore Attuale Netto positivo, questo fenomeno diventa costoso poiché priva l'impresa delle opportunità dell'investimento non realizzato. Il management sceglie di non mettere in atto questi investimenti poiché essendo l'impresa particolarmente indebitata la gran parte del ritorno economico derivante dall'investimento andrebbe nelle mani dei creditori e non degli azionisti.

Questi comportamenti sono noti tuttavia ai creditori, in caso ci fosse la possibilità che l'impresa risulti insolvente, essi chiederebbero un tasso di interesse maggiore, spostando i costi di agenzia sulle spalle degli azionisti.

La letteratura empirica non sembra confermare del tutto le teorie sopra richiamate.

French e Fama in un loro articolo pubblicato nel 2001 conducono una analisi empirica attraverso cui evidenziano delle debolezze nella Trade-off Theory, nel loro studio trovano infatti una relazione negativa tra indebitamento e profittabilità: imprese con profitti più elevati sembrano avere un livello di indebitamento più basso. Nell'articolo si evidenziano anche delle discrepanze nella Pecking Order Theory: le imprese più piccole non rispettano l'ordine di preferenza delle fonti di finanziamento postulato in essa.

Sono anche altri i lavori che non confermano le teorie classiche sui criteri di finanziamento scelti dalle imprese: “Uno studio empirico di Gaud *et al.* (2007) mostra che né la trade-off theory né la pecking order theory spiegano l’evidenza empirica: le imprese, nelle loro scelte di finanziamento, si affidano piuttosto a fattori quali la corporate governance e la performance del mercato” (Chiesa *et al.*, 2009) soprattutto ci si può riferire al fatto che spesso il debito può essere utilizzato per limitare la discrezionalità dei manager, obbligandoli a distribuire i cash flow e aumentare il tasso di dividendo, inoltre anche le performance dell’azienda viene tenuta in considerazione dai manager: emettere azioni sopravvalutate può essere più conveniente rispetto ad indebitarsi.

Vos *et al.*, 2007, analizzando un campione di imprese americane e inglesi, non riscontrano invece un problema di razionamento di capitale nelle PMI, le quali ritengono sufficiente il cash flow generato internamente e il credito a breve termine per perseguire i loro progetti di investimento

In Italia la situazione è analoga, forse anche più accentuata, in particolare le PMI sono culturalmente restie a raccogliere capitali dall’esterno aprendosi ad altri soggetti che possono essere soci finanziari, industriali o partner commerciali. Ciò sembra tuttavia precludere delle opportunità di crescita che necessiterebbero di investimenti.

Dalle schede informative 2011 e 2012 dello SBA (Small Business Act), sotto iniziativa dell’Unione Europea, si osserva come per quanto riguarda gli indicatori che misurano l’accesso al capitale privato, le imprese italiane si posizionano al di sotto della media delle altre dell’Unione Europea.

La letteratura, analizzando la composizione del capitale proprio e di debito delle imprese, è concorde nella conclusione che nel contesto italiano per quanto riguarda le PMI il capitale di rischio ha una scarsa rilevanza, mentre è ampiamente sfruttato il credito bancario e commerciale a breve termine.

Da una analisi che l’agenzia di rating CRIF ha condotto sulla struttura finanziaria di 15.000 piccole e medie imprese italiane con fatturato compreso tra 10.000 e 500.000 euro emerge in primo luogo la mancanza di flessibilità finanziaria, che a giudizio dell’agenzia ha contribuito a frenare la crescita delle imprese. CRIF commenta: “Ridotta disintermediazione dal canale bancario, ampio ricorso al debito a breve termine e limitate disponibilità liquide in relazione al debito finanziario a breve termine sono caratteristiche comuni alla struttura finanziaria della maggior parte delle PMI italiane. Pertanto il profilo finanziario di queste ultime risulta complessivamente debole ed eccessivamente dipendente dal supporto da parte del sistema bancario per fronteggiare le esigenze finanziarie di breve e lungo periodo.”

Si evidenzia nell’indagine condotta da CRIF che il debito bancario è rimasto nel periodo dell’indagine (2006-2015) preponderante tra le fonti finanziarie, poco più del 5% delle imprese invece ha diversificato le proprie fonti facendo ricorso ai mercati dei capitali.

L'incidenza delle obbligazioni sul totale delle passività finanziarie è aumentata negli ultimi anni, ma rimane comunque molto contenuta, in modo particolare per le aziende più piccole.

È anche importante segnalare la rilevanza che ha il credito bancario a breve termine per le imprese Italiane, fino al 2014 il peso del debito a breve sul totale dei debiti bancari è stato del 60%, con una contrazione fino al 56% tra il 2009 e il 2010 dovuta alla minore disponibilità di linee di credito concesse dalle banche a causa della crisi finanziaria. Il debito a breve è utilizzato dalle aziende Italiane non solo per coprire le esigenze di liquidità legate all'esercizio, ma anche per finanziare piani di sviluppo di lungo periodo. Sebbene il debito a breve sia una fonte di finanziamento particolarmente competitiva sotto l'aspetto del costo (tassi di interesse), una dipendenza così forte da esso può essere rischiosa poiché lascia le aziende esposte a cambiamenti della propensione delle banche a erogare finanziamenti, influenzata a sua volta da fattori esogeni e non controllabili come ad esempio le politiche macroeconomiche della Banca Centrale Europea oppure le regole sempre più restrittive imposte dallo Schema internazionale di regolamentazione per le banche (Basilea 3). Pertanto la revoca o il mancato rinnovo di queste linee di credito possono mettere le imprese in difficoltà finanziaria, specialmente nel caso esse siano usate per finanziare progetti di investimento a lungo termine, e nel complesso quindi rendere la struttura finanziaria più rigida e meno flessibile.

Anche Klapper, 2006, sottolinea l'importanza per la crescita delle PMI dello smobilizzo del credito commerciale (attraverso anticipi e sconti bancari o servizi di *factoring*) evidenziando anche un peso eccessivo delle fonti di finanziamento a breve termine per questa tipologia di imprese, che porta alle problematiche sopra citate.

CAPITOLO 2:

IL FINANZIAMENTO ATTRAVERSO IL RICORSO AL DEBITO

Il problema principale nel finanziamento risiede nei problemi informativi, che sono anche il motivo per cui alcune imprese incorrono nel razionamento di capitale da parte di istituzioni esterne.

Il problema finanziario è intriso di problemi informativi: i prenditori di capitali possiedono dei dati che i finanziatori non riescono a venire a conoscenza.

Secondo Chiesa et al., (2009) sono tre le fasi che definiscono l'attività di impresa:

- 1) Data iniziale, ovvero intrapresa di investimento reale, contrattazione finanziaria
- 2) Data intermedia, definizione della strategia d'impresa
- 3) Data finale, realizzazione del risultato d'impresa.

È tra queste tre fasi che si annidano i problemi informativi: in primo luogo la reale qualità dell'investimento, ovvero la redditività prospettica, intrapreso nella data iniziale potrebbe non essere conosciuta anche dal finanziatore (problemi informativi ex-ante), questo avviene poiché il candidato al finanziamento, ovvero l'impresa, ha un vantaggio informativo rispetto al proprio merito di credito, in altri casi invece c'è una oggettiva scarsità di informazioni utili a stimare la redditività di un progetto, ciò avviene per investimenti il cui risultato è incerto come ad esempio quelli in ricerca e sviluppo.

Le scelte strategiche nella data intermedia potrebbero essere compiute solo secondo l'interesse del prenditore di capitale, ad esempio facendo scelte che vanno contro il principio della massimizzazione del valore (problemi incentivo). Questo problema rientra nella categoria "azzardo morale" o "*moral hazard*" ovvero quella forma di opportunismo post-contrattuale che porta un soggetto a perseguire i propri obiettivi sfruttando l'impossibilità della controparte a verificare la bontà dei comportamenti messi in atto.

Esistono infine dei problemi di verificabilità dei risultati raggiunti dall'impresa (problemi informativi ex-post), anche questo è un problema di asimmetria informativa dato dal fatto che l'insider d'impresa ha un vantaggio informativo rispetto all'outsider.

I PRINCIPALI FATTORI CHE INFLUENZANO LE SCELTE DI FINANZIAMENTO

Nell'analisi delle scelte finanziarie delle imprese non si può trascurare il modo in cui sono organizzati gli attori del sistema finanziario, rappresentati dalle banche, dai mercati e altri intermediari finanziari. Il sistema italiano si può definire *bank-based*, sono le banche che hanno un ruolo principale nella mobilitazione di risorse finanziarie, vi è la tendenza a instaurare un rapporto banca-impresa di lunga durata e stabile nel tempo. La forte integrazione tra il sistema bancario e le imprese ha delle conseguenze sulla struttura finanziaria di queste ultime, le imprese italiane fanno ricorso per lo più a strumenti a titolo di debito, ecco perché l'Italia è considerata tra i paesi *high leverage*.

Il sistema finanziario di un paese e la disponibilità ad elargire credito sono influenzati da diversi fattori in particolare: il sistema informativo; il sistema legale, giudiziale e fallimentare; il sistema sociale; e il sistema di tassazione e regolamentazione (Berger e Udell, 2006).

Il sistema informativo è in particolar modo legato alla infrastruttura contabile del paese. Una forte regolamentazione contabile e la presenza di enti autonomi di certificazione dei bilanci sono necessari per gli intermediari che utilizzano dati oggettivi provenienti dai bilanci delle imprese come criterio di selezione del merito del debitore. Inoltre anche i rendiconti finanziari e gli indici finanziari se calcolati con dati che non rispettano i principi contabili non possono essere utilizzati per valutare una impresa. Un altro aspetto importante del sistema informativo è lo scambio di informazioni, è stato trovato (Miller, 2003) che la presenza di strutture organizzative atte allo scambio di informazioni riguardanti la performance e l'affidabilità nei pagamenti delle imprese, i cosiddetti uffici di credito (*credit bureau*), sono in grado di ridurre i costi informativi e accelerare i tempi di accesso al credito. Il sistema legale, giudiziale e fallimentare influenza significativamente il contesto in cui viene stipulato il contratto finanziario. L'ambiente legale consiste nel complesso di regole del diritto commerciale che definiscono i diritti di proprietà in una transazione commerciale. Il sistema giudiziale e fallimentare determinano quanto queste leggi sono rispettate in dispute tra due soggetti e durante le operazioni fallimentari. Studi empirici hanno dimostrato come imprese in stati dove vi è un maggior sviluppo finanziario e una definizione più netta dei diritti di proprietà abbiano un maggior numero di investimenti finanziati dall'esterno. Imprese in stati con un minor sviluppo finanziario e più deboli diritti di proprietà sono più inclini a utilizzare strumenti meno efficienti per il finanziamento tra cui le banche di sviluppo, i finanziamenti governativi, o altre fonti informali (Beck *et al.*, 2004b). Le imprese più piccole sono più penalizzate, è stato dimostrato (Beck *et al.*, 2005) che l'effetto della corruzione a livello giudiziale si ripercuote sulla crescita delle piccole imprese più che su quella delle grandi. Inoltre il diritto commerciale influenza l'abilità delle banche a sviare problemi di opacità informativa delle imprese attraverso specifici elementi contrattuali come le garanzie e i *covenants*, i patti previsti nel contratto di prestito.

L'efficienza del sistema giudiziale e fallimentare sono anche collegate con la disponibilità al credito. Studi teorici ed empirici hanno suggerito che le inefficienze giudiziali, come ad esempio un elevato costo delle procedure giudiziali, sono correlate con una minore accessibilità al credito (Jappelli et al., 2005). Infine è stato evidenziato che solitamente gli stati con un un più debole sistema legale sono spesso orientati a costruire rapporti con le imprese basati sul *relationship-lending* che porta a costruire un sistema finanziario *bank-based* che si contrappone a quello *capital-markets-based*.

L'ambiente sociale può influire molto sulla disponibilità al credito per le PMI. Il tessuto sociale influenza e può facilitare la stipulazione e il rispetto dei contratti finanziari. Si è dimostrato che differenze culturali tra paesi sono anche in relazione con differenze nella protezione dei diritti degli investitori (Stulz e Williamson, 2003).

L'ambiente sociale ha un impatto più rilevante nel *relationship-lending* poiché norme sociali, religione, cultura hanno un'influenza sulla produzione di informazioni soft, che poi possono essere utilizzate dalle banche per costruire una relazione con l'impresa.

Anche il sistema di tassazione e regolamentazione influenza infine la disponibilità al credito delle PMI, ad esempio alcune forme di tassazione come le imposte di bollo possono avere effetti negativi su alcune forme di finanziamento come il factoring. Un altro esempio di come la regolamentazione influisce nella disponibilità di credito si può riscontrare negli Stati Uniti nei primi anni 90 dove cambiamenti nella regolamentazione finanziaria e nella supervisione delle banche contribuì alla riduzione della disponibilità al credito, il cosiddetto "*credit crunch*" (Berger e Udell, 1994; Peek e Rosengren, 1995). Il sistema di regolamentazione influisce sull'accesso al credito per le imprese modificando la struttura finanziaria dell'azienda. Le politiche dei governi influiscono sulle barriere all'entrata, sulla quota di mercato, sulla competitività e la struttura della governance delle istituzioni finanziarie. In molte parti del mondo la rimozione di restrizioni riguardanti i prodotti o le aree geografiche di commercializzazione hanno avuto come risultato un significativo consolidamento all'interno del settore bancario e tra banche e altre istituzioni finanziarie. Nell'Unione Europea l'introduzione del mercato unico e del meccanismo di supervisione unico delle banche ha portato ad un consolidamento delle istituzioni finanziarie europee dei vari paesi. Le politiche dei governi che limitano l'ingresso ai mercati ai paesi stranieri potrebbero avere un forte effetto sulla disponibilità al credito per le PMI, infatti delle quote di mercato più ampie per le banche straniere è spesso associata ad una maggior accessibilità al credito da parte delle PMI in stati in via di sviluppo. Inoltre alcuni studi (Levine, 2003) hanno dimostrato che le limitazioni alle banche estere all'accesso al mercato nazionale, più che limitare la presenza di queste nel mercato nazionale, hanno come conseguenza una riduzione delle performance delle banche nazionali dovuta ad un calo di competitività, ciò ha effetti negativi anche per l'accesso al credito delle PMI. Infine si è trovato che per quanto riguarda istituzioni

finanziarie dello stato, esse hanno un effetto negativo sulla disponibilità al credito delle PMI, con una controtendenza positiva invece dopo la privatizzazione.

LE LENDING TECHNOLOGIES

Riguardo al rapporto che l'imprenditore ha verso il prestatore di fondi la letteratura distingue due diversi canali di finanziamento:

il primo è denominato *arm's lenght finance* che si riferisce al canale di intermediazione diretta, dove l'intermediario finanziario ha un ruolo di supporto per l'erogazione di fondi, facilita l'impresa a entrare nel mercato dei capitali, azionario e obbligazionario, tuttavia non finanzia l'impresa in modo diretto. Questo tipo di intermediazione è particolarmente presente nel mercato finanziario degli Stati Uniti.

Il secondo canale è chiamato *informed finance* dove per il finanziamento è utilizzato il credito bancario e inoltre le banche creano un forte rapporto con le imprese, esso è basato sulla condivisione di informazioni tra banca e impresa che permettono l'accesso al credito. Questa sistema è invece particolarmente presente nell'Europa continentale. L'*informed finance* prende a sua volta due ulteriori connotazioni: *transaction lending*, che si basa principalmente su dati oggettivi "hard" provenienti dal prestatore di capitale e il *relationship lending* che si basa principalmente su dati "soft" che scaturiscono da una relazione prolungata tra banca e impresa.

In base alla morfologia del mercato e ai diversi problemi di asimmetrie informative sono stati sviluppati diversi criteri di valutazione del credito (*lending technologies*). Ogni criterio è distinto da una unica combinazione tra la risorsa principale di informazioni, i processi di valutazione, la struttura dei contratti, i processi di monitoraggio.

Vediamo a seguire le principali *lending technologies* utilizzate dalle istituzioni finanziarie:

Financial statement lending

Il *financial statement lending* è basato principalmente sui dati finanziari del prestatore di capitale. Vi sono due requisiti previsti da questo criterio che dipende dalle informazioni “*hard*”, cioè le informazioni che si basano su dati oggettivi e osservabili. Innanzitutto il prestatore di capitale deve avere dei dati riguardanti la situazione finanziaria che siano certi, questo può essere assicurato ad esempio se i bilanci e rendiconti sono revisionati da un ente di revisione contabile con una certa reputazione e che utilizzi principi contabili ampiamente accettati come i GAAP (*generally accepted accounting principle*). In secondo luogo il prestatore di capitale dagli indici finanziari calcolati secondo i dati veritieri deve riflettere una situazione finanziaria salutare. Il contratto di debito che nasce dall’analisi degli indici finanziari dell’impresa può contenere anche degli altri elementi contrattuali come garanzie ipotecarie, tuttavia sotto il *financial statement lending*, il prestatore vede come principale fonte del ritorno di capitale i cash flows futuri della PMI. Il *financial statement lending* al contrario di altri criteri di finanziamento è indirizzato principalmente ad imprese relativamente trasparenti dal punto di vista informativo.

Small business credit scoring

Lo *small business credit scoring* è una *transaction technology* basata principalmente su informazioni “*hard*” sulla PMI e il relativo proprietario. Vengono raccolte informazioni sul proprietario e dati provenienti dalla PMI tramite le istituzioni finanziarie. I dati sono inseriti in un modello matematico che definisce un punteggio per individuare la convenienza del finanziamento da parte delle banche. Questi tipi di modelli sono solitamente sviluppati per crediti fino a 250.000 euro circa, ma molte istituzioni abbassano questo limite a 100.000 euro. Questa tecnologia è relativamente nuova, non era utilizzata prima degli anni 90. Lo *small business credit scoring* può essere utilizzato anche per imprese relativamente opache dal punto di vista informativo dato che parte dei dati proviene anche dalla situazione personale del proprietario dell’impresa. In linea con ciò che ci si aspetta per imprese con un elevato grado di opacità informativa si è trovato che questo criterio è spesso collegato a prestiti relativamente rischiosi sotto i 100.000 euro, con elevati tassi di interesse (Frame et al., 2004, Berger et al., 2005b).

Asset based lending

L'*asset based lending* è la *transaction technology* nella quale le istituzioni finanziarie sviano il problema dell'opacità informativa concentrandosi sulle attività dell'impresa atte ad essere usate come garanzia ipotecaria come principale fonte di rimborso, queste attività patrimoniali possono essere ad esempio crediti commerciali o magazzino. L'ammontare del capitale elargito è calcolato matematicamente considerando i dati oggettivi che rispecchiano le stime dinamiche del valore di liquidazione delle attività prestate come garanzia. Il valore della garanzia aggiornato periodicamente in modo tale che il valore di liquidazione superi sempre il valore dell'esposizione. Bisogna evidenziare che il prestito di una garanzia può essere riscontrato anche in altre *lending technologies* come il *financial statement lending*, il *credit scoring* oppure il *relationship lending*, tuttavia in questo caso il prestatore di fondi valuta l'ammontare del credito elargito basandosi in primo luogo sul valore della garanzia prestata, più che sulla generale affidabilità dell'impresa. La concessione del credito sotto questo criterio ha dei vantaggi ben riconoscibili: il credito si basa sulla garanzia di attività facilmente valutabili e può essere concesso in tempi brevi (Cesarini, 2003).

Factoring

Con il *factoring* un imprenditore, denominato cedente, si impegna a cedere tutti i diritti di credito presenti e futuri, frutti della propria attività imprenditoriale ad un altro soggetto, denominato *factor*, in cambio di un corrispettivo. Il *factor* si impegna inoltre a offrire servizi per l'impresa che vanno dalla contabilizzazione, alla gestione fino alla riscossione dei crediti in questione.

Come per l'*asset based lending* il *factoring* si basa sul valore delle attività coinvolte più che sul valore totale dell'impresa. Il *factoring* è simile all'*asset based lending*, ma ci sono delle differenze: il *factoring* è in grado di risolvere il problema dell'opacità informativa dell'impresa poiché svia il problema informativo da essa e lo indirizza invece sui creditori dell'impresa e la loro capacità di adempimento. L'uso del *factoring* varia molto tra uno stato e l'altro, il rapporto tra volume di utilizzo del *factoring* sul PIL nel 2002 era del 11,9% in Italia, mentre dello 0,9% in Svizzera (Bakker *et al.*, 2004)

Fixed-asset lending

Il *fixed-asset lending* consiste in un prestito a fronte di una garanzia che non è normalmente coinvolta nell'attività dell'impresa come ad esempio immobili o veicoli. Nelle PMI può essere associata all'imprenditore che presta come garanzia i beni personali, un tipico esempio è l'imprenditore che usa come garanzia per finanziare la propria impresa una residenza personale. Nel *fixed-asset lending* i beni prestati in garanzia sono individuati nello specifico, ciò porta ad una evidente differenza nelle diverse fasi del processo di finanziamento. Nella fase di sottoscrizione il punto cruciale è la stima del valore commerciale del bene, nel caso di un immobile si tratta solitamente di una perizia formale. Nel contratto di finanziamento si specifica solitamente un *loan-to-value* (rapporto tra prestito e valore del bene) minore di uno, ciò significa che il valore del bene è superiore al capitale prestato. Inoltre ci si assicura che il termine finale del prestito sia inferiore alla vita utile del bene, in modo tale che questo rapporto possa mantenersi sotto la soglia dell'unità. A differenza dell'*asset-based lending*, nel *fixed-based lending* il monitoraggio del bene prestato in garanzia non fa sorgere particolari difficoltà: il prestatore di fondi può vendere il bene in garanzia solo se il finanziatore né da il consenso poiché il bene è ben individuato nel contratto di prestito.

Leasing

Il *leasing* consiste nell'acquisto di un bene specifico da parte di un conducente chiamato "*lessor*" il quale ne concede immediatamente il godimento ad un utilizzatore, chiamato "*lessee*" per un certo periodo di tempo in cambio del versamento di un canone periodico. Il contratto di *leasing* poi prevede alla scadenza del termine la possibilità per l'utilizzatore di acquistare il bene ad un prezzo prestabilito. Stipulando un contratto di *leasing*, le imprese possono acquisire la disponibilità di un bene strumentale senza versare il capitale necessario per comprarlo, senza esporsi ai rischi della perdita di valore del bene a causa di obsolescenza, e riservandosi il diritto, alla scadenza del termine stabilito, di poter acquistare definitivamente la proprietà.

Il leasing si basa su dati oggettivi "*hard*" che riguardano il valore del bene in questione, per questo motivo questa metodologia può essere usata per finanziare imprese con un elevato livello di opacità informativa.

Relationship lending

Con il *relationship lending* l'istituzione finanziaria fa affidamento principalmente a informazioni di varia natura e fonte, relativa all'impresa, spesso anche di carattere privato e qualitativo, che esulano dalla semplice forma "hard", ma sono definite "soft informations". Queste informazioni sono raccolte tramite un rapporto stretto e di lunga durata con l'impresa. In questo ambito di relazione banca-impresa la banca offre una vasta gamma di servizi (servizi di investimento, servizi transattivi e di carattere fiduciario), per questo motivo il *relationship lending* permette di raccogliere una serie di informazioni di natura privata e confidenziale, che allo stesso tempo sono anche suscettibili di una interpretazione non uniforme da parte delle strutture operative della banca e difficilmente possono essere trasmesse ad altri per via della loro natura. Questo tipo di informazioni di tipo "soft" sono difficilmente comunicabili a soggetti diversi e distanti dal punto di vista geografico e socio-economico. Il contenuto informativo può inoltre riguardare anche i passati rapporti che ha avuto l'impresa con fornitori, clienti o concorrenti nel settore (Petersen e Rajan, 1994; Berger e Udell, 1995; Degryse e Cayseele, 2000).

Trade credit

Il *trade credit* (credito commerciale) è di estrema importanza per le PMI, per questo lo possiamo includere nelle *lending technologies*, anche se non è emesso da una istituzione finanziaria. Uno dei motivi della sua convenienza risiede nel fatto che questa forma di finanziamento è utilizzabile anche durante le fasi di restrizione del credito bancario (Biais e Gollier, 1997), questo è evidente anche dal fatto che il suo uso è massimo nelle fasi restrittive di politica monetaria. L'evidenza empirica dimostra inoltre una relazione tra credito commerciale e il tipo di relazione che l'impresa intrattiene con la banca: per imprese che utilizzano linee di fido e che incorrono ad una maggior onerosità del debito fino a rischiare di subire fenomeni di razionamento da parte del sistema bancario il credito commerciale diventa uno strumento essenziale. Il credito commerciale è particolarmente importante in stati con un sistema finanziario più debole, e può essere uno strumento molto conveniente per i fornitori, che hanno un vantaggio informativo rispetto altri prestatori di capitale nel valutare la capacità di rispettare i pagamenti dei propri clienti, essi sono in grado inoltre di riprendere il possesso e rivendere i beni in caso di mancato pagamento, oppure sospendere le forniture future. L'ampio utilizzo del credito commerciale nelle PMI è la sua attitudine a favorire la sincronizzazione delle entrate e delle uscite monetarie, in particolare in imprese che hanno problemi di liquidità.

LA STRUTTURA MORFOLOGICA DEL SISTEMA FINANZIARIO

Un'ulteriore aspetto da considerare nell'analisi della struttura finanziaria delle imprese è la morfologia del sistema finanziario. La struttura e la composizione di esso influisce sulla disponibilità delle istituzioni finanziarie a concedere finanziamenti, e di conseguenza ha un impatto rilevante sulle possibilità di finanziamento che si aprono alle imprese.

Vediamo a seguire i fattori che portano a degli effetti più importanti per le imprese.

Grandezza delle istituzioni finanziarie

Per un vasto numero di ragioni le istituzioni finanziarie più grandi potrebbero avere un vantaggio comparato nel *transaction lending*, mentre quelle più piccole un vantaggio nel *relationship lending*. Questo poiché le istituzioni più grandi possono sfruttare le economie di scala nell'elaborare le informazioni *hard*, allo stesso tempo tuttavia sono relativamente svantaggiate nell'elaborare le informazioni *soft* a causa della natura di queste informazioni che le rende difficili da quantificare e ad essere trasmesse attraverso i canali di comunicazione interni di una grande organizzazione. (Stein 2002). Con il *relationship lending* inoltre possono sorgere problemi di agenzia poiché è il singolo ufficio che detiene i rapporti con l'impresa e conserva le informazioni che la riguardano, queste informazioni difficilmente possono essere trasmesse all'interno dell'istituzione finanziaria, ciò può dare un vantaggio comparato a piccole istituzioni con un inferiore numero di livelli gerarchici (Berger e Udell, 2002).

Le grandi banche sono svantaggiate nel *relationship lending* anche perché esse possono essere localizzate a una rilevante distanza dall'impresa, sarebbe invece richiesto dal *relationship lending* la conoscenza del territorio industriale/imprenditoriale locale. Alcuni studi mostrano proprio come la distanza fisica tra banca e impresa generi degli ulteriori costi legati alla perdita di informazioni (Hauswald e Marquez, 2000).

La letteratura empirica conferma questa visione, si è osservato dalla relazione tra le banche americane e le PMI (Haynes *et al.*, 1999; Cole *et al.*, 2004; Scott, 2004; Berger *et al.*, 2005c) che nella maggior parte dei casi le istituzioni finanziarie più grandi tendono a prestare denaro ad imprese più mature e grandi, con indici finanziari più forti, mentre banche più piccole si affidano maggiormente alle informazioni *soft* e prestano denaro a imprese con cui hanno una relazione più forte. Altri studi (Berger *et al.*, 2006) hanno trovato invece che anche le grandi banche sono in grado di prestare denaro alle PMI con un elevato livello di opacità, usando il *relationship lending*. Ciò avviene quando nel mercato finanziario c'è una presenza più elevata di grandi banche, mentre le istituzioni finanziarie più piccole sono poco presenti, per questo motivo non sembrerebbe essenziale la presenza di piccole banche per garantire linee di credito alle PMI. Un'altra ipotesi per spiegare come le piccole imprese

riescano a ottenere credito nonostante la scarsa presenza di piccole banche consiste nel fatto che anche se le grandi banche in generale siano più svantaggiate a prestare denaro alle PMI, se c'è una forte domanda di finanziamenti da parte delle piccole imprese, nel mercato spontaneamente sorgono istituzioni finanziarie più piccole in grado di soddisfare questa domanda. Alcuni studi supportano questa ipotesi dimostrando che grandi istituzioni finanziarie dopo acquisti e fusioni riducono i finanziamenti alle PMI, tuttavia questa riduzione è sopperita da un aumento delle linee di credito alle PMI delle banche locali dello stesso mercato (Berger *et al.*, 1998, 2001a; Avery e Samolyk, 2004), inoltre altre nuove piccole banche sono create per rispondere alla domanda di credito delle PMI (Berger *et al.*, 2004a).

Nel contesto internazionale in ogni caso, una quota di mercato più ampia per le piccole banche è associata ad un più alta copertura finanziaria per le PMI ed a una predisposizione a prestare denaro da parte delle istituzioni finanziarie più elevata (Berger *et al.*, 2004b).

Istituzioni estere ed istituzioni locali.

Le istituzioni finanziarie estere hanno generalmente un vantaggio comparato nel *transaction lending* rispetto al *relationship lending*, ciò è dovuto al fatto che questo genere di istituzioni di solito sono anche molto grandi. Istituzioni con sede in uno stato sviluppato dal punto di vista economico e finanziario che operano in stati in via di sviluppo, hanno un vantaggio nel *transaction lending* perché sono a conoscenza delle modalità per elaborare in miglior modo le informazioni *hard*, sfruttando al meglio le economie di scala. Allo stesso tempo le istituzioni che operano all'esterno sono svantaggiate nel *relationship lending* poiché hanno dei limiti importanti tra cui la difficoltà ad elaborare informazioni *soft* che provengono da un ambiente culturale diverso con una lingua e una regolamentazione differente, inoltre un'ulteriore difficoltà sta nell'elaborare e trasmettere a distanza questa tipologia di informazioni. Non ci sono molte evidenze di prestiti a PMI nei paesi sviluppati da parte di istituzioni straniere, sembra piuttosto che questo tipo di istituzioni tendano a servire imprese multinazionali che hanno la capogruppo nel loro stesso paese d'origine (Goldberg e Saunders, 1981). Ci sono invece più evidenze di istituzioni finanziarie straniere che prestano denaro a PMI in paesi in via di sviluppo, nella maggior parte degli studi effettuati è stato trovato che una maggior disponibilità al credito è riconducibile alla presenza di banche estere (Beck *et al.*, 2004a; Berger *et al.*, 2004b; Clarke *et al.*, 2005a), tuttavia allo stesso tempo altri studi hanno mostrato come queste banche preferiscano prestare denaro a imprese grandi piuttosto che a PMI (Berger *et al.*, 2001b), ciò è stato confermato anche da uno studio che mostra come le banche straniere, una volta entrate in paesi che si definiscono socialisti, preferiscano prestare denaro a imprese di maggiori dimensioni (Giannetti e Ongena, 2005).

Istituzioni pubbliche e istituzioni private.

Ci si può aspettare che le istituzioni finanziarie pubbliche abbiano un vantaggio nel *transaction lending* e uno svantaggio nel *relationship lending*, ciò poiché di solito le istituzioni pubbliche hanno grandi dimensioni. Le istituzioni finanziarie pubbliche tuttavia operano in generale con sussidi degli stati, e spesso hanno come mandato quello di concedere il credito alle PMI in generale, o quelle che operano in un particolare settore di mercato, oppure che si trovano in una certa regione. Anche se ciò in linea di principio potrebbe facilitare il reperimento di capitali per le PMI, nella pratica l'effetto potrebbe essere negativo. Le banche pubbliche con questo tipo di mandato spesso non necessariamente fanno una valutazione della capacità dell'impresa di restituire il capitale di prestito o sulla performance di essa, queste istituzioni finanziarie sono spesso create per fini politici anziché che per motivi economici (Cole, 2004; Sapienza, 2004), tutto ciò ha come conseguenza una importante inefficienza di mercato. Le istituzioni pubbliche inoltre potrebbero non essere in grado di attuare valide strategie di monitoraggio oppure potrebbero non riuscire ad attuare procedure di recupero dei crediti efficaci perché il loro fine principale è prestare denaro alle imprese oggetto del mandato, oppure per colpa di mancanza di disciplina nel mercato finanziario. La presenza di banche pubbliche inoltre potrebbe disincentivare anche le banche private a operare nel settore per un effetto di "crowding out", vale a dire di spiazzamento della domanda da parte delle imprese.

Gli studi empirici generalmente sono in linea con le considerazioni fatte. Tipicamente si trova che le banche pubbliche sono relativamente più inefficienti di quelle private, grandi quote di mercato nelle mani di banche pubbliche sono spesso in relazione con uno sfavorevole ambiente macroeconomico e un minore sviluppo del sistema finanziario ed economico (La Porta *et al.*, 2002; Barth *et al.*, 2004; Berger *et al.*, 2004b). Alcune evidenze empiriche mostrano addirittura come in paesi che hanno un'ampia quota di mercato rappresentata da banche pubbliche le PMI abbiano una maggiore difficoltà ad accedere al credito (Beck *et al.*, 2004a; Berger *et al.*, 2004b). In linea con questi risultati altri studi condotti sia su paesi in via di sviluppo che industrializzati hanno mostrato come dopo la privatizzazione di banche nazionali siano migliorati gli indici della performance (Clarke *et al.*, 2005b).

Competitività di mercato

Secondo il tradizionale modello struttura-condotta-performance (SCP) un elevato potere di mercato di una istituzione finanziaria riduce l'accesso a credito a prescindere dalla *lending technology*. Banche con un elevato potere di mercato possono richiedere tassi di interessi più elevati e hanno degli standard di concessione del credito più rigidi. Un'altra ipotesi alternativa invece suggerisce che un potere di mercato più elevato potrebbe aumentare le possibilità di accesso al credito per le PMI tramite il *relationship lending*, ciò poiché le istituzioni finanziarie investirebbero di più nelle relazioni con le piccole imprese essendo per queste ultime difficile trovare altre fonti di finanziamento. Il potere di mercato permette alle banche di creare dei rapporti di lungo periodo, ciò poiché nel breve periodo vengono concessi tassi di interesse bassi, che vengono poi compensati chiedendo tassi di interesse oltre il tasso competitivo di mercato nel lungo periodo (Sharpe, 1990; Petersen e Rajan, 1995). Per quanto riguarda una sola delle *lending technologies*, il *relationship lending*, i dati empirici sono in contrasto tra loro. Senza separare il *relationship lending* dagli altri criteri usati dalle banche, le previsioni empiriche prendono delle direzioni diverse riguardo l'accesso al credito per le PMI. Per esempio il potere di mercato potrebbe accrescere la disponibilità di credito tramite l'effetto positivo sul *relationship lending*, ma potrebbe ridurla per le imprese che sono più adatte ad essere valutate tramite una delle altre *lending technologies*, come il *transaction lending*. Per questo motivo l'effetto del potere di mercato sulla disponibilità al credito in generale per le PMI è ambiguo e dipende principalmente da quale delle *lending technologies* è più utilizzata. Molteplici studi empirici hanno provato a mettere in relazione la disponibilità al credito per le PMI con indicatori di potere di mercato che considerano la concentrazione di imprese, le restrizioni imposte dai governi all'entrata e la competitività tra imprese, i risultati non sono univoci, alcuni studi trovano un effetto positivo del potere di mercato sulla disponibilità al credito (Petersen e Rajan, 1995; Cetorelli e Gambera, 2001; Bonaccorsi di Patti e Dell'Ariccia, 2004; Cetorelli, 2004), altri invece trovano il contrario (Elsas, 2005; Karceski *et al.*, 2005; Cetorelli e Strahan, 2006).

Difficoltà finanziarie

Le banche in difficoltà finanziarie sono meno inclini a prestare denaro a imprese caratterizzate da un alto livello di opacità informativa. I Governi, le istituzioni di vigilanza finanziaria, gli investitori e gli stessi manager della banca potrebbero sollecitare una riduzione del livello di rischio, in particolare il rischio derivante dai prestiti. Queste banche potrebbero decidere di ridurre maggiormente il *relationship lending* alle piccole imprese più che altri criteri di prestiti, poiché i prestiti basati su questa *lending technology* non sono facilmente verificabili e quantificabili con dati oggettivi dagli investitori o dagli agenti del governo. Inoltre le piccole imprese non sono inclini a chiedere

finanziamenti a banche in difficoltà finanziarie poiché il ritiro di una linea di credito potrebbe essere particolarmente dannoso, l'impresa sarebbe costretta ad incorrere in dei costi di ricerca per trovare un nuovo prestatore di capitale e potrebbe essere costretta ad accettare delle condizioni di prestito più svantaggiose come un tasso di interesse più alto e garanzie più elevate, o nella peggiore delle ipotesi a non riuscire ad ottenere un altro finanziamento.

Bisogna anche citare una tesi opposta (Dell'Araccia e Marquez, 2001). Le banche in difficoltà finanziaria diminuirebbero la quota di *transactions lending* invece che *relationship lending*. Ciò per il fatto che le banche preferirebbero concentrarsi su rapporti di lunga durata per sfruttare i benefici futuri di queste relazioni con le imprese. Le stesse imprese che sfruttano il *relationship lending* farebbero allo stesso tempo più fatica a trovare altri finanziatori rispetto a quelle che usano il *transaction lending*.

Gli studi empirici su questo tema si focalizzano sui prestiti in generale più che su una *lending technology* specifica, in genere ad uno stato di difficoltà finanziaria di una banca è associata una diminuzione dei prestiti. Indagini condotte dopo le crisi bancarie nei vari stati evidenziano una contrazione delle linee di credito concesse dalle banche, anche se questo effetto spesso è stato mitigato da aiuti dei governi.

Uno degli esempi più noti a riguardo è la restrizione del credito (*credit crunch*) che si verificò negli Stati Uniti nei primi anni '90 del secolo scorso a seguito della crisi bancaria. I ricercatori hanno ricercato le cause di questo fenomeno in vari fattori tra cui: i più elevati standard di supervisione della composizione dei portafogli di attività delle banche (Peek e Rosengren, 1995a; Berger *et al.*, 2001b), l'implementazione degli accordi di Basilea sugli standard da mantenere per le banche (Berger e Udell, 1994; Wagster, 1999), i più alti livelli di capitale richiesti negli indici finanziari (Berger e Udell, 1994; Peek e Rosengren, 1995b, 1994; Hancock *et al.*, 1995; Shrieves e Dahl, 1995), la distruzione di capitale delle banche causato da prestiti non onorati (Peek e Rosengren, 1995b; Hancock e Wilcox, 1998) oppure infine tutte quelle decisioni dei manager atte a ridurre il livello di rischio (Berger e Udell, 1994; Peek e Rosengren, 1995b; Hancock e Wilcox, 1998; Wagster, 1999). I risultati di tutte queste indagini, anche se criticati, trovano che tutti questi fattori, eccetto gli accordi di Basilea, contribuirono a ridurre la disponibilità al credito. Il fenomeno di riduzione del credito causato da situazioni di difficoltà delle banche potrebbe invece non prodursi solo se altre banche in salute (interne oppure estere) sopperissero alla riduzione dell'offerta.

L'IMPORTANZA DEL RELATIONSHIP LENDING NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

In Italia, a causa principalmente del fatto che la struttura finanziaria è prevalentemente banco-centrica e il tessuto imprenditoriale è costituito principalmente da PMI, tra i criteri di finanziamento per le imprese assume importanza preponderante il *relationship lending*. Tale approccio è costituito, come già spiegato, sul rapporto di lungo periodo tra banca e impresa che consente lo scambio di informazioni di tipo *soft*. Questo tipo di rapporto permette di eliminare il problema dell'opacità informativa, che nella letteratura è definita come la difficoltà a stabilire se le imprese hanno la capacità di ripagare i debiti, ovvero hanno dei progetti di sviluppo validi e cash flow consistenti, oppure la volontà di ripagarli. A causa di asimmetrie informative come l'azzardo morale potrebbero trovare infatti più conveniente non ripagare il debito contratto.

Il *relationship lending* porta dunque notevoli benefici per l'impresa e gli azionisti, tra le ragioni principali si possono identificare:

- Il rapporto banca-impresa diventa strettamente confidenziale e di conseguenza anche le informazioni trasmesse sono custodite con più riservatezza, esse non vengono divulgate ad altri finanziatori o alla concorrenza, ma allo stesso tempo consentono all'impresa di accedere al finanziamento e alla banca di svolgere tutte le attività di monitoraggio.
- In virtù del rapporto confidenziale e della relazione che si viene a creare tra banca e impresa la banca è disposta a rinegoziare le condizioni del prestito in caso di necessità per l'impresa, creando in questo modo un rapporto più flessibile. Inoltre l'impresa non è incentivata ad adoperare comportamenti opportunistici, ma è indotta a mantenere un comportamento virtuoso, sia per il continuo monitoraggio da parte della banca, sia perché l'impresa si aspetta di ottenere in futuro nuove erogazioni di credito a condizioni migliori (in termini di tasso di interesse, quantità e garanzie richieste).
- Il contratto banca e impresa si configura come un contratto di agenzia, dove la banca è il principale e l'impresa l'agente. I comportamenti opportunistici dell'agente sono in questo caso limitati poiché il *relationship lending* consente al principale di ottenere, tramite l'attività di monitoraggio, le informazioni che fungono da deterrente e spingono l'agente a mantenere un comportamento virtuoso. L'attività di monitoraggio è tuttavia costosa per la banca, per questo motivo per ottenere vantaggio dall'attività creditizia è necessario che la banca diversifichi il proprio portafoglio prestiti. Al crescere dei progetti finanziati, tramite le economie di scala, la banca riduce i costi di monitoraggio (Diamond, 1984)
- Se il rapporto tra banca e impresa è stabile, col tempo cresce anche la reputazione del debitore nei confronti di clienti, fornitori e le altre istituzioni finanziarie. Ciò può consentire all'impresa di diversificare le fonti di finanziamento e accedere ai mercati di capitali

attraverso l'emissione di titoli. La banca che conferma in modo ripetuto la propria disponibilità al finanziamento, mostra agli altri stakeholders che l'impresa è in grado di far fronte alle obbligazioni contratte (teoria del *signalling*; Leland e Pyle, 1997). La banca con il tempo inoltre concederà all'impresa condizioni di prestito migliori, ciò allinea l'impresa agli interessi della banca poiché sceglierà di investire in progetti meno rischiosi.

Il *relationship lending* porta con sé anche alcuni punti deboli e rischi. Come è già stato detto le informazioni scambiate tramite esso sono di tipo *soft*, per questo motivo non facilmente comunicabili e trasferibili. Se anche il settore bancario è poco concorrenziale, questi due fattori potrebbero conferire alla banca un monopolio informativo (Sharpe, 1990; Degryse e Van Cayseele, 2000) e aumentare il potere negoziale della banca nei confronti dell'impresa che troverebbe troppo elevati gli *switching costs* per rivolgersi ad un'altra istituzione finanziaria. La banca avrebbe il potere quindi di esigere tassi di interesse più elevati e in generale richiedere condizioni di prestito più stingenti (Petersen e Rajan, 1995; Von Thadden, 1992; Schenone, 2007). Questo fenomeno è riassunto nell'*hold up*, ossia il fenomeno con cui la banca "cattura" l'impresa dettando le condizioni.

L'impresa tuttavia con l'attuale struttura finanziaria del mercato è in grado di sfuggire a questa "cattura". Uno degli strumenti principale che ha l'impresa è quello del multiaffidamento, che permette di ridurre il monopolio informativo della banca e riportare il tasso d'interesse ad un livello competitivo (Sharpe, 1990; Rajan, 1992). Le imprese non mantengono quasi mai una relazione con una singola banca, il numero poi varia da paese a paese, nessuna impresa in Norvegia o Svezia mantiene relazioni con più di sei banche, mentre in Italia, Portogallo e Spagna le imprese mantengono relazioni con un minimo di sei banche (Ongena e Smith, 2000). Una variabile che spiega questa differenza nel multiaffidamento è la grandezza delle imprese, ma ciò non è sufficiente a spiegare questa variabilità tra i vari paesi. Le imprese confidano maggiormente sul multiaffidamento in stati con un sistema bancario in salute e decentralizzato, con un sistema giudiziale inefficiente e con un sistema di tutela dei creditori debole. Le ragioni per cui le imprese preferiscono il multiaffidamento sono principalmente tre:

- Le imprese detengono l'incentivo di diversificare il proprio affidamento mantenendo relazioni con più banche quando è alto il rischio di perdere una relazione con una banca. Per esempio Detragiache *et al.* (1999) mostrano l'impatto del fallimento di una banca sulle relazioni con le banche mantenute da una impresa, che sceglie di coprirsi dal rischio di perdita di finanziamento mantenendo più di una relazione con banche differenti. Per questo motivo più il sistema bancario di un paese è fragile, più saranno il numero di banche con cui un'impresa intratterrà delle relazioni.

- Il sistema giuridico di uno stato influenza i benefici e i costi del prestito attraverso un gruppo di investitori. In alcuni stati una mancanza di coordinazione tra i diversi investitori potrebbe avere come effetto un allineamento tra gli incentivi dei managers dell'impresa e gli investitori. Per esempio Hart (1995) e Bolton e Scharfstein (1996) mostrano come siano ridotti i casi di opportunismo del management, che appositamente potrebbero non ripagare un prestito se non conveniente, quando l'impresa prende a prestito da una pluralità di istituzioni finanziarie diverse.
- La Porta *et al.* (1997) mostrano come dei minori costi di bancarotta, insieme a una legislazione che protegge maggiormente gli investitori, portino uno sviluppo nel mercato dei titoli. Poiché il mercato dei titoli offre un'alternativa ai finanziamenti a breve periodo, uno sviluppo di questo influenza il numero di relazione che l'impresa intrattiene con le banche. Se il mercato dei titoli è quindi un'alternativa al prestito bancario dovremmo aspettarci che in stati con un mercato dei titoli più sviluppato, il numero di relazioni banca-impresa sia minore.

Allo stesso modo che per le imprese anche le banche incorrono in dei rischi quando viene utilizzato il *relationship lending*, la banca potrebbe essere costretta a prestare capitali all'impresa anche a rischio di incorrere in una inefficienza. Questo avviene quando una impresa in difficoltà finanziaria chiede un ulteriore finanziamento alla propria banca, quest'ultima potrebbe preferire concederlo, aumentando il rischio, al fine di allontanare il pericolo di fallimento dell'impresa (Guiso e Minetti, 2005). La banca potrebbe quindi condurre valutazioni sull'impresa che si distaccano dal rapporto rendimento/rischio, creando così delle inefficienze economiche nell'allocazione delle risorse.

La strategia migliore per le banche per minimizzare questi costi è la differenziazione delle relazioni di credito. Investendo in un numero maggiore di imprese la banca riesce a contenere il rischio di insolvenza, ma anche ottenere vantaggi legati alle economie di scala per quanto riguarda i costi di monitoraggio.

Nella situazione italiana il multi affidamento è molto usato dalle imprese, su un campione di 64 imprese analizzate in media il numero medio di relazioni intrattenute con le banche era 15,2 inoltre il 70,3% delle imprese analizzate intratteneva almeno un numero di 7 relazioni con le banche (Ongena e Smith, 2000).

CAPITOLO 3:

IL FINANZIAMENTO ATTRAVERSO IL RICORSO AL CAPITALE DI RISCHIO

Il finanziamento attraverso il capitale esterno di rischio dovrebbe interessare molto le PMI e le imprese innovative; infatti per queste imprese la crescita è un obiettivo fondamentale, ma essa richiede investimenti che non è facile finanziare facendo ricorso al debito.

Verifiche empiriche sulle imprese italiane (Di Majo *et al.*, Capitalia, AIFI, 2004 e 2006; Caselli, 2007) mostrano tuttavia una scarsa rilevanza del capitale di rischio proveniente dall'esterno, e una preponderanza del credito bancario a breve termine e del credito commerciale. L'uso di queste due forme di finanziamento è giustificato dal fatto che il credito bancario a breve termine è spesso concesso con più facilità dalle banche rispetto al debito a lungo poiché il debito a breve porta con sé un minor rischio di insolvenza rispetto al debito a lungo termine, inoltre c'è una minore possibilità per le imprese di attuare comportamenti opportunistici, nel caso l'impresa non dovesse ripagare il debito, la banca non sarà più disposta a finanziarla ulteriormente. L'uso preponderante del credito commerciale è invece giustificato anche dai maggiori vantaggi informativi che hanno i fornitori rispetto ad altri finanziatori esterni, ciò permette di ridurre i costi di contratto attraverso il controllo sulle forniture future. Studi empirici sul mercato statunitense, hanno tuttavia mostrato che quest'ultimo tipo di finanziamento si riduce man mano che l'impresa diventa più matura e il rapporto con gli istituti di credito diviene più consolidato (Petersen e Rajan 1994, 1995).

In Italia le piccole imprese per ottenere finanziamento sono costrette a pagare un tasso di interesse più elevato in media di 4-5 punti percentuali rispetto alle imprese più grandi (Unioncamere-Istituto Guglielmo Tagliacarte). Una delle cause di ciò è il sistema del credito banco-centrico che opera in molti casi in un contesto oligopolistico, in particolare al sud Italia, dove le banche locali a seguito dei processi di acquisizione/fusione degli anni novanta sono sostanzialmente scomparse. In questo tipo di mercato finanziario così strutturato alle piccole imprese per finanziare i propri investimenti, se si esclude l'autofinanziamento, rimangono scarse alternative oltre al debito.

È anche un motivo culturale ciò che ha reso le imprese italiane di piccole e medie dimensioni particolarmente restie a propendere all'utilizzo di capitale proveniente da soci esterni, industriali o finanziari. La mancanza di una cultura finanziaria tuttavia preclude delle strade per la crescita che sarebbe possibile raggiungere tramite il reperimento di capitale esterno. Dallo "Small Business Act", iniziativa promossa dall'Unione Europea, si osserva come negli indicatori che misurano l'uso del capitale privato le imprese italiane si collochino sotto la media europea.

La mancanza di un'adeguata infrastruttura finanziaria congiunta con una cultura finanziaria poco sviluppata portano a degli effetti negativi per l'economia del Paese: il costo dei finanziamenti è maggiore, e a parità di condizioni è più elevato rispetto ai competitors stranieri, inoltre le imprese possono incorrere ad un eccessivo razionamento del credito che non consente uno sviluppo adeguato. Questi fenomeni colpiscono in maniera molto più forte le micro e piccole imprese.

Negli ultimi anni grazie ad una attenzione maggiore degli attori pubblici sembra ci sia stato un incremento degli investimenti di capitale esterno, in particolare il Venture Capital e il Private Equity, ma in Italia questi servizi restano ancora poco utilizzati. Le operazioni più frequenti, che coinvolgono l'utilizzo di capitale esterno, si rivolgono ad imprese più mature, mentre operazioni rivolte alle piccole imprese in via di sviluppo, come quelle di *start-up* o dell'*early stage financing*, sono ancora piuttosto rare. Il rapporto "The Global Capital and Private Equity Attractiveness Index 2009-10", realizzato dalla IESE Business School in collaborazione con Ernst Young, mostra come l'Italia sia collocata solo al ventinovesimo posto nella classifica mondiale per attrattività del suo sistema economico nei confronti di queste forme di investimento, ciò è dovuto alla cultura avversa al rischio, al sistema fiscale, alla struttura del mercato del lavoro, all'inefficacia di alcune forme di intervento pubblico ed altri fattori che penalizzano il nostro Paese.

Dai dati forniti dall'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital, Private Debt) emerge che in Italia, nel primo semestre 2011, sono state effettuate 124 operazioni, di cui 50 di *early stage financing* e 74 di *expansion*. Questi numeri sono ancora distanti da quelli di paesi come la Germania, che nonostante abbia un sistema anch'esso banco-centrico, ha un'infrastruttura finanziaria più avanzata, nello stesso anno in infatti le società oggetto di finanziamenti con capitale di rischio esterno sono state 947.

LE FORME DI FINANZIAMENTO ATTRAVERSO CAPITALE ESTERNO NELLE PMI

Il mercato dei capitali privati che finanzia le piccole imprese è particolarmente interessante perché si differenzia sostanzialmente dai mercati pubblici che finanziano le grandi imprese. Le piccole imprese, opache dal punto di vista informativo, sono finanziate da *private equity* attraverso contratti mirati particolarmente complessi e strutturati che servono a mitigare i problemi di asimmetria informativa. Ciò è in contrasto con il mercato pubblico delle azioni che si basa su un trasparente scambio di informazione e contratti standardizzati.

Una delle principali caratteristiche che definisce le piccole imprese è il grado di opacità informativa. I contratti che esse intrattengono con lavoratori, fornitori, clienti, sono spesso mantenuti privati. In più la maggior parte delle piccole imprese non hanno bilanci revisionati da società contabili, che ne garantirebbero la correttezza. Come risultato a ciò queste imprese non riescono a rendere esplicita la

loro produttività e performance aziendale, per questo motivo esistono delle forme di finanziamento che sono create ad hoc, in grado di sviare i problemi di asimmetria informativa.

Le piccole imprese hanno un ciclo di sviluppo che richiede diverse forme di finanziamento man mano che esse crescono, guadagnano esperienza e diventano meno opache dal punto di vista informativo. Le piccole imprese appena nate devono contare soprattutto sulle fonti di finanziamento interne (capitale messo a disposizione dall'imprenditore, famiglia o amici), il credito commerciale ed eventualmente sull'aiuto di un *angel investor*. Quando le imprese crescono, riescono ad ottenere l'accesso alla finanza che prevede un intermediario che può intervenire con il debito come fanno le banche, oppure fornendo capitale, come il *venture capital*. Se l'impresa poi continua a crescere può accedere ai mercati pubblici. Queste fasi offrono un'idea generale del tipo di fabbisogno finanziario che l'impresa ha nei diversi stadi evolutivi, ma è possibile che ci siano differenze nel percorso di finanziamento che sceglie l'impresa.

Il fatto che il tipo di finanziamento in fase di avvio dell'impresa sia principalmente capitale interno, credito commerciale oppure il capitale messo a disposizione da un *angel investor* è supposto considerando che in questa fase l'impresa è ad un elevato livello di opacità informativa e non è ancora in grado di fornire dei beni come garanzia, per questo ha difficoltà ad accedere ad altre fonti di finanziamento.

Problemi di asimmetria informativa come l'azzardo morale possono accadere in particolare quando il capitale richiesto dall'impresa per effettuare gli investimenti necessari è molto maggiore rispetto al capitale conferito. Per questo motivo l'intervento del *venture capital* oppure dell'*angel investor* è particolarmente importante quando c'è questa necessità e il problema di asimmetria informativa è accentuato.

Sono anche altre le ragioni che guidano la scelta tra capitale e debito, ad esempio gli imprenditori potrebbero preferire il debito in modo da mantenere il controllo completo dell'impresa, oppure potrebbero preferire il capitale esterno per condividere il rischio imprenditoriale con altri investitori. È difficile esaminare queste ipotesi in modo empirico, i dati sulle piccole imprese spesso sono insufficienti e incompleti. Uno studio empirico condotto da Fluck *et al.* (1997) sulle imprese del Wisconsin, mostra come si evolve il *financial growth cycle*: in fase di avvio il capitale esterno supera il capitale interno, questa proporzione poi si riduce nei primi 7-8 anni e successivamente aumenta nuovamente.

L'INTERCONNESSIONE DELLE FONTI FINANZIARIE NELLE PICCOLE IMPRESE

Durante le fasi di crescita dell'impresa le varie fonti di finanziamento sono spesso tra loro complementari oppure sostitute. Ad esempio, il contratto con l'*angel investor* è spesso stipulato in anticipazione di un possibile intervento del *venture capital*, si può dire così che *venture capital* e *angel finance* sono tra loro due forme di finanziamento complementari. Allo stesso modo l'intervento del *venture capital* è spesso un'anticipazione dell'apertura al mercato pubblico dei titoli, per questo motivo anche *venture capital* e mercato dei titoli sono complementari tra loro. I prestiti concessi alle banche invece sono concessi solo se l'impresa ha un capitale sufficiente che può essere costruito tramite l'intervento del *venture capital* o dell'*angel investor*, ecco che anche questi sono tra loro legati. Altri esempi di interconnessioni tra le varie fonti di finanziamento sono le seguenti: il credito commerciale è negativamente correlato con la forza della relazione tra impresa e banca, le due fonti sono sostituiti; l'annuncio dell'apertura di un mutuo con una banca può far alzare i prezzi delle azioni (gli investitori si aspettano infatti che l'impresa che riesce a ottenere un prestito sia in salute) e quindi ridurre il costo del capitale esterno (teoria del *signalling*); chi ottiene un prestito dalle banche senza prestare garanzie dà dei segnali positivi sulla propria capacità reddituale attesa riducendo i costi per ottenere altri finanziamenti da altre fonti. Proprio poiché tutti questi fattori, e anche altri, rendono le varie fonti di finanziamento tra loro connesse, quando l'impresa valuta una scelta di finanziamento dovrebbe considerare anche gli effetti che quella scelta avrà nel futuro sul costo e la disponibilità di altre fonti.

Il capitale impiegato dall'imprenditore fa parte del cosiddetto finanziamento interno. Questo capitale è essenziale nella fase di avvio dell'impresa, quando i problemi di asimmetria informativa sono maggiori. Dopo l'intervento di un finanziatore esterno, il finanziamento interno è anche necessario per ridurre i problemi di azzardo morale e selezione avversa che sorgono tra imprenditore e investitore. In uno stadio di sviluppo più avanzato poi, gli utili trattenuti diventano necessari per assicurarsi un adeguato finanziamento esterno poiché dà agli investitori un'immagine positiva della situazione finanziaria dell'impresa.

Anche negli stati uniti il *venture capital* e l'*angel finance* rappresentano una porzione relativamente piccola delle fonti di finanziamento utilizzate dalle imprese, rispettivamente l'1,85% e il 3,59% (Berger e Udell, 1998). Gli *angel* e *venture capitalists* investono in modo mirato in imprese che hanno un potenziale di crescita molto elevato, per questo motivo la gran parte delle imprese in fase di sviluppo non sono validi candidati per questo tipo di finanziamento.

Vediamo in seguito come operano l'*angel finance* e il *venture capital*.

L'ANGEL FINANCE

L'*angel finance* si differenzia in modo peculiare dagli altri tipi di finanziamento, infatti questo tipo di servizio non è generalmente gestito da un intermediario finanziario. Si tratta di un mercato informale dove gli individui investono direttamente nelle piccole imprese entrando a far parte di esse attraverso il conferimento di capitale. Di solito l'intervento di un singolo *angel investor* è sufficiente, poiché l'ammontare del capitale conferito rispecchia l'ammontare di cui ha bisogno l'impresa per sviluppare i propri progetti. L'ammontare conferito di solito varia tra i 50.000 e 1.000.000 di dollari, ed è comunque inferiore al tipico investimento del *venture capital* (Wetzel Jr., 1994), inoltre i conferimenti vengono fatti in fasi differenti, in modo da accompagnare lo sviluppo dell'impresa.

Gli *angel investors* talvolta operano congiuntamente, lavorando come un piccolo gruppo di investitori che coordinano la loro attività di investimento (Prowse, 1998).

Per quanto riguarda il loro ruolo c'è una discordanza tra i vari autori. Barry (1994) descrive gli *angel investors* come individui che non hanno un ruolo attivo di consulenza tipico ad esempio dei *venture capitalists*. Wetzel Jr. (1994), al contrario, afferma che gli *angel investors*, operano assieme all'imprenditore come un gruppo di co-investitori e condividono le informazioni tra loro sulla tecnologia il prodotto e il mercato dell'impresa, inoltre Wetzel afferma che il loro supporto decisionale può essere importante per lo sviluppo. È comunque lecito dire che il ruolo dell'*angel investor* fornisce un minor grado di supporto all'attività dell'impresa rispetto al *venture capital*.

Il mercato dell'*angel finance*, nonostante si possa considerare informale, ha subito un tentativo di formalizzazione limitata a certi contesti locali. Ciò può portare dei benefici riducendo le inefficienze nella ricerca di imprese e nell'ottenimento di informazioni riguardanti esse. Un tentativo è stato quello di creare una rete di *angel investors* a cui gli imprenditori si possono rivolgere per ottenere finanziamento tramite conferimenti di capitale proprio. Tipicamente questi reti di investitori sono mediati da organizzazioni non-profit (chiamate *switch*) come le università. Lo *switch* è in grado di mettere in contatto l'*angel investor* con l'impresa raccogliendo informazioni su di essa e presentandole alla rete di investitori selezionati. Un esempio di questo fenomeno è la ACE-Net creata negli Stati Uniti dallo SBA (Small Business Administration), il ministero americano della piccola e media impresa. Questo sistema permette agli *angel investors* di cercare in modo telematico tra le schede con le informazioni riguardanti le piccole imprese per valutare le più meritevoli di un finanziamento (Acs e Tarpley, 1998; Lerner, 1998a).

IL MERCATO DEL VENTURE CAPITAL

A differenza dell'*angel finance* il mercato del *venture capital* è intermediato. I *venture capitalists* svolgono il compito che costituisce l'essenza degli intermediari finanziari, raccolgono i fondi da un gruppo di investitori e li reinvestono in imprese opache dal punto di vista informativo. Oltre alle operazioni di monitoraggio il *venture capitalist* dispone le modalità e le tempistiche del disinvestimento (Tyebjee e Bruno, 1984; Gorman e Sahlman, 1989). Nello svolgere queste funzioni il *venture capitalist* si rende partecipe nell'attività aziendale in particolare nelle decisioni strategiche, ma spesso anche in quelle operative. Egli impiega ingenti risorse nel monitoraggio dell'impresa (Gorman e Sahlman, 1989), e spesso tende a specializzarsi in imprese di un certo settore nel quale sviluppa più esperienza (Ruhnka e Young, 1991; Gupta e Sapienza, 1992; Norton e Tenenbaum, 1993).

Nella fase di scelta dell'impresa meritevole il *venture capitalist* si trova di fronte ad un problema di asimmetria informativa associato all'investimento in un'attività con un'elevata opacità informativa, per questo motivo vengono spesi molto tempo e attenzione nel valutare l'impresa e la relativa redditività prospettica (Amit *et al.*, 1990; Fried e Hisrich, 1994; Fenn *et al.*, 1997).

Il problema di agenzia nasce anche nella relazione tra l'imprenditore e l'investitore, l'imprenditore potrebbe non impiegare uno sforzo sufficiente, oppure avere una carenza di competenze per prendere la decisione ottimale. Il problema è accentuato dal fatto che la validità del progetto imprenditoriale può essere valutata con certezza durante la fase di svolgimento e non a priori (Cooper e Carleton, 1979; Bergemann e Hege, 1998). Le caratteristiche del contratto con il *venture capitalist* sono tali da rendere minimi questi problemi informativi, queste sono ad esempio un investimento da parte del *venture capitalist* a stadi, ossia il capitale non viene conferito tutto nello stesso momento, ma lungo il corso dell'attività, in questo modo è possibile mantenere una maggiore influenza nelle scelte riguardanti l'attività d'impresa. Il finanziamento a stadi tuttavia potrebbe creare l'incentivo per l'imprenditore a focalizzarsi nel raggiungimento degli obiettivi di breve termine, invece che nella massimizzazione del valore dell'azienda nel lungo periodo (Hellman, 1993).

Il *venture capital* generalmente opera fornendo fino al 98% del capitale necessario e richiedendo l'80% dei profitti. L'imprenditore riceve il 20% dei profitti più un bonus per l'attività di direzione aziendale (Berger e Udell, 1998).

L'intervento del *venture capital* è fatto in modo tale che gli interessi dell'imprenditore e degli investitori siano allineati. Ciò è garantito anche dalla natura finita del contratto del *venture capital*, inoltre all'imprenditore è richiesto di investire ulteriore capitale per rimanere all'interno dell'impresa e i suoi compensi sono correlati alla performance dell'attività. Altri modi per evitare comportamenti

opportunistic sono accordi che limitano i poteri del management e i patti che obbligano la distribuzione dei dividendi.

L'uscita più attraente per un contratto con il *venture capitalist* è generalmente una IPO con la conseguente offerta al pubblico. Autori come Meggison e Weiss (1991) mostrano come le IPO che sono state supportate da *venture capital* manifestino una minore sottostima rispetto alle altre. Barry *et al.* (1990) mostrano che il livello di *underpricing* è negativamente correlato all'ammontare di capitale conferito dal *venture capitalist*, infine Brav e Gompers (1997) hanno dimostrato che nel lungo periodo le IPO supportate da *venture capital* hanno una miglior performance rispetto alle altre non supportate da *venture capital*. Inoltre un altro aspetto da considerare è la capacità del *venture capitalist* di scegliere il momento migliore nello sviluppo dell'impresa per l'IPO.

In generale solo una piccola parte delle imprese ha un successo tale da poter essere quotata, un'altra via d'uscita invece è quella di vendere l'impresa ad un'altra società, nel caso più sfortunato la liquidazione.

CONCLUSIONE

Il presente lavoro ha trattato la tematica delle modalità di finanziamento che hanno a disposizione le imprese, analizzando in particolare i problemi legati al finanziamento delle piccole imprese legati anche alle loro fase di sviluppo.

Le problematiche che ruotano attorno al finanziamento sono piuttosto diverse per le piccole imprese rispetto alle grandi imprese in particolare in termini di accesso al finanziamento esterno, sia per quanto riguarda il capitale che per il debito. Al contrario di imprese più grandi, le piccole imprese hanno una notevole quantità di capitale, in relazione al totale, messo a disposizione da soggetti interni, che possono essere l'imprenditore stesso, altri co-fondatori, la famiglia o gli amici. Le piccole imprese inoltre ricevono il capitale esterno attraverso le banche oppure private equity, il ricorso al mercato pubblico è invece raro.

Anche la distinzione tra fonti finanziarie esterne ed interne non è sempre ben chiara nelle piccole imprese, l'imprenditore infatti presta come garanzie per ottenere finanziamenti per l'impresa anche beni che fanno parte del patrimonio personale. Gli intermediari finanziari per questo motivo tengono in considerazione anche la situazione patrimoniale dell'imprenditore stesso nella valutazione dell'impresa. Infine la grande maggioranza di piccole imprese sono gestite direttamente dall'imprenditore, la catena manageriale intermedia è generalmente assente. Ciò elimina le asimmetrie informative tra imprenditore e managers che possono invece influenzare la struttura finanziaria nelle imprese più grandi. Allo stesso tempo questa coincidenza nei ruoli può portare a scelte particolari nel finanziamento, a causa ad esempio della maggiore avversità al rischio dell'imprenditore e della sua riluttanza a usare come fonte di finanziamento il capitale esterno, per timore di perdere la proprietà e il controllo dell'impresa.

Come abbiamo visto il livello di opacità informativa è una delle principali caratteristiche che influenza la modalità di finanziamento utilizzata dall'impresa. Nelle prime fasi del ciclo di crescita, le piccole imprese non hanno solitamente un bilancio revisionato da una società di revisione contabile esterna, non hanno molte attività patrimoniali atte ad essere prestate come garanzia a fronte di un finanziamento, infine non hanno neppure un record dei pagamenti effettuati oppure della profittabilità sui cui possano confidare i finanziatori esterni.

Per risolvere il problema di opacità informativa gli intermediari finanziari attuano attività di controllo e monitoraggio. Spesso vengono offerti alle imprese dei contratti personalizzati in grado di sviare i problemi di asimmetria informativa. Un esempio di ciò sono i *venture capitalist* che con contratti specifici entrano nel merito delle decisioni dell'impresa in area della pianificazione strategica e decisioni operative. Le banche invece usano altri metodi tra cui chiedere delle garanzie materiali,

patti che limitano la discrezionalità dell'imprenditore e cercano di allineare gli interessi banca-impresa. Le banche formano anche con le imprese relazioni di lungo periodo attraverso le quali forniscono all'impresa una vasta gamma di servizi finanziari. Esse usano le informazioni raccolte nel corso della relazione per effettuare altre attività di monitoraggio e controllo, in questo modo le asimmetrie informative sono molto ridotte.

Nel mercato italiano le banche sembrano una delle istituzioni finanziarie più adatte a interfacciarsi con le PMI, al fine di promuovere lo sviluppo del tessuto imprenditoriale e la crescita delle imprese esistenti. Nel sistema italiano *bank-based*, potrebbero essere le stesse banche a proporre alle imprese strumenti finanziari più evoluti, che fanno parte di quelli strumenti che impiegano il capitale azionario, in modo da aprire la gamma di opzioni disponibili per le PMI e riuscire a proporre un metodo di finanziamento che va incontro alle esigenze dell'impresa in tutte le fasi dello sviluppo. In Italia tuttavia sembra che le banche non siano ancora riuscite a soddisfare la domanda di finanziamento delle imprese più rischiose, come quelle più giovani e quelle innovative, ciò è dovuto forse anche alla mancanza di specializzazione nella valutazione dei rischi per queste tipologie (Chiesa *et al.*, 2009). Contrariamente nei paesi anglosassoni, le PMI anche se rischiose riescono a trovare finanziamento anche attraverso l'accesso diretto alla quotazione in borsa.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Berger A. N. – Klapper L.F. – Udell G.F. (2001), *The ability of banks to lend to informationally opaque small businesses*, in Journal of Banking & Finance, n. 25.

Berger A. N. - Udell G. F. (1995), *Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance*, in Journal of Business, n. 68(3).

Berger A. N. - Udell G. F. (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, n. 22(6-8).

Berger A. N. - Udell G. F. (2006), *A more complete conceptual framework for SME finance*, in Journal of Banking & Finance, n. 30(11).

Boot A. W. A. - Thakor A. V. (1997), *Financial system architecture*, in Review of Financial Studies, n. 10(3)

Caruso A. – Palmucci F. (2008), *scelte di finanziamento della crescita: un'indagine sulle PMI italiane*, in Banca Impresa Società (ISSN 1120-9453), Fascicolo 3.

Cesarini F. (2003), *Il rapporto banca-impresa tra relationship lending e ricorso al mercato finanziario*, in Bancaria, n. 12

Chiesa G. – Palmucci F. – Pirocchi I. (2009), *la struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà*, Bologna: Asterisco, p. 34

De La Torre A. – Martínez Pería M.S. – Schmukler S.L. (2010), *Bank involvement with SMEs: Beyond relationship lending*, in Journal of Banking & Finance, n. 34.

Detragiache E. - Garella P. - Guiso L. (2000), *Multiple versus single banking relationships: Theory and evidence*, in Journal of Finance, n. 55(3).

Diamond D. W. (1984), *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in Review of Economic Studies, n. 51.

Fama F. – Kenneth R. French (2002), *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*, in *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, n. 1.

Frank M. Z. - Goyal V. K. (2003), *Testing the pecking order theory of capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 67(2).

Harris M. – Raviv A. (1991), *The Theory of Capital Structure*, in *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, n. 1.

Kraus A. - Litzenberger R. H. (1973), *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, in *Journal of Finance*, n. 28(4).

Leland H. E. - Pyle D. H. (1977), *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, in *The Journal of Finance*, n. Vol. XXXII(2).

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*, n. 13(2).

Milani S. – Bono P. – Mantovani R. (2016), *special report: struttura finanziaria delle PMI italiane*, Crif Ratings,

<https://www.crifratings.com/lista-ricerche/special-report-struttura-finanziaria-delle-pmi-italiane/>

Ministero dello Sviluppo Economico, Direzione Generale per le PMI e gli Enti Cooperativi (2011), *Small Business Act*.

Ongena S. - Smith D. C. (2000), *What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence*, in *Journal of Financial Intermediation*, n. 9(1).

Petersen, M.A., Rajan, R.G., 1994. *The benefits of firm-creditor relationships: Evidence from small business data*, in *Journal of Finance*, n. 49.

Petersen, M.A., Rajan, R.G., 1995. *The effect of credit market competition on lending relationship*, in *Journal of Economics*, n. 110

Rajan R. G. (1992), *Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt*, in *The Journal of Finance*, n. 47(4).

Titman S. - Wessels R. (1988), *The Determinants of Capital Structure Choice*, in *The Journal of Finance*, n. 43(1).