



**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.MO PROF.SSA CINZIA BALDAN**

**LAUREANDO/A: NICOLA VARAGNOLO**

**MATRICOLA N. 1136105**

**ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019**

# INDICE

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>2</b>
<b>1. LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE: DISAMINA DELLE PRINCIPALI TEORIE .....</b>	<b>3</b>
1.1 INTRODUZIONE.....	3
1.2 LE TEORIE DEL TRADE-OFF.....	3
1.3 LA PECKING ORDER THEORY .....	5
1.4 IL FINANCIAL GROWTH CYCLE.....	6
1.5 LA VALIDITÀ DELLE TEORIE SULLA STRUTTURA FINANZIARIA NELLE PMI ....	7
<b>2. IL RICORSO AL CAPITALE DI DEBITO .....</b>	<b>9</b>
2.1 I MOTIVI DEL RICORSO AL DEBITO E LE PRINCIPALI PROBLEMATICHE .....	9
2.2 IL RELATIONSHIP LENDING .....	11
2.3 IL TRANSACTION LENDING .....	13
2.4 I FATTORI CHE INFLUENZANO L'UTILIZZO DELLE LENDING TECHNOLOGIES..	16
<b>3. LE PMI ITALIANE .....</b>	<b>18</b>
3.1 IL CONTESTO NAZIONALE E LA STRUTTURA PROPRIETARIA.....	18
3.2 LA STRUTTURA FINANZIARIA .....	18
3.3 ALTERNATIVE ALL'INDEBITAMENTO BANCARIO .....	20
3.4 UN CASO CONCRETO.....	22
<b>CONCLUSIONE.....</b>	<b>23</b>
<b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI .....</b>	<b>24</b>

## INTRODUZIONE

Con la raccomandazione del maggio 2003 l'Unione Europea ha individuato i parametri quantitativi (numero di lavoratori e fatturato) in base ai quali un'impresa può essere definita PMI. Le PMI sono quelle imprese che:

- a) occupano meno di 250 lavoratori;
- b) hanno un fatturato annuale non superiore a 50 milioni;
- c) hanno un totale di bilancio non superiore a 43 milioni.

Esse sono un fenomeno fondamentale dell'economia perché rappresentano una quota molto rilevante dei sistemi produttivi di tutti i paesi industrializzati, compresi quei paesi nei quali sono presenti molte imprese di grandi dimensioni. In Italia, ad esempio le PMI rappresentano il 99.9% del totale delle imprese del territorio. Questa loro enorme rilevanza ha fatto aumentare l'interesse nei confronti delle tematiche sul funzionamento delle stesse, con particolare attenzione alla loro struttura finanziaria e al loro finanziamento da parte di soggetti interni ed esterni. Le PMI sono, nella maggior parte dei casi, possedute da singoli imprenditori o da un numero ristretto di individui. Per questo motivo esse sono fortemente dipendenti da fonti di risorse finanziarie esterne all'impresa, perché le risorse della proprietà sono scarse e limitate. Tuttavia, nel ricorrere ai finanziamenti esterni le PMI subiscono un vero e proprio razionamento del credito, cioè riscontrano difficoltà nell'accedere ai finanziamenti. Le cause di questo razionamento sono riconducibili alle caratteristiche tipiche delle PMI. Innanzitutto esse hanno a disposizione una limitata quantità di capitale da offrire come garanzia. Inoltre, esse sono per natura ritenute opache dal punto di vista informativo e ciò rende il finanziamento più rischioso. Il presente lavoro, che si propone l'obiettivo di analizzare la struttura finanziaria delle PMI e i meccanismi di finanziamento, si articola in tre capitoli nella maniera seguente: Il primo capitolo presenta una disamina delle principali teorie sulla struttura finanziaria, le quali cercano di descrivere i motivi che giustificano le scelte delle PMI tra le varie tipologie di finanziamenti; nel capitolo si valuta anche l'applicabilità di queste teorie nelle PMI. Il secondo capitolo tratta il finanziamento attraverso il capitale di debito. In particolare, prende in considerazione i motivi che spingono le PMI a preferire l'indebitamento bancario come forma di finanziamento, le principali problematiche e gli strumenti a disposizione delle banche per risolverle. Il terzo capitolo, infine, analizza con maggiore dettaglio la struttura finanziaria delle PMI italiane, ponendo attenzione all'influenza della tipica struttura proprietaria chiusa e alle alternative all'indebitamento bancario disponibili nel paese. Nell'ultimo paragrafo, in particolare, viene analizzata la struttura finanziaria di una PMI italiana utilizzando i dati di bilancio ricavati dalla banca dati AIDA.

## CAPITOLO 1

# **1. LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE: DISAMINA DELLE PRINCIPALI TEORIE**

## **1.1 Introduzione**

Le scelte che un'impresa fa in merito al finanziamento della stessa determinano la sua struttura finanziaria, definita da Myers (1984) "capital structure puzzle". Così definita perché la struttura finanziaria di un'impresa è un mix tra capitale di debito, che consiste nei finanziamenti concessi dai soggetti terzi esterni, e capitale proprio, cioè i mezzi finanziari immessi nell'impresa dalla proprietà o da soggetti che vogliono entrare a far parte della proprietà. La composizione di questo puzzle è un tema sul quale gli studiosi si sono soffermati per molto tempo, elaborando diverse teorie alla ricerca della composizione ottimale.

## **1.2 Le teorie del Trade-off**

Tra le diverse teorie elaborate, fondamentale è il contributo offerto dalla Trade-off Theory (Kraus e Litzenberger, 1973). Questa teoria parte da quanto stabilito da Modigliani e Miller (1958), lavoro che pone le fondamenta della letteratura riguardante la struttura finanziaria. Modigliani e Miller arrivarono alla conclusione che, in presenza di un mercato dei capitali completo e perfetto cioè caratterizzato da informazione perfetta e assenza di costi di transazione e di default, il valore di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria. Tuttavia, Kraus e Litzenberger non concordano con il presupposto secondo il quale si è in presenza di un mercato dei capitali perfetto. Essi tengono in considerazione il fatto che il mercato presenta delle frizioni, come fatto notare da Hirshleifer, Myers e Robichek (1965), frizioni che sono date dalla tassazione dei profitti aziendali e dalle sanzioni/costi di insolvenza. Dunque, il ricorso al debito comporta sia dei benefici sia dei costi. Per quanto riguarda i benefici, essi sono benefici fiscali in quanto gli interessi sono deducibili. Grazie a questo meccanismo, chiamato scudo fiscale, le imprese saranno incoraggiate a ricorrere al debito perché in questo modo potranno ridurre il reddito imponibile e pagare meno tasse. I costi di insolvenza, invece, sono quei costi che un'impresa deve sostenere nel caso in cui essa non sia in grado di ripagare i debiti contratti dovendo quindi dichiarare la bancarotta. Tali costi aumentano all'aumentare del livello di indebitamento dell'impresa perché più essa è indebitata maggiore è la possibilità che essa non sia in grado di far fronte a tutte le sue obbligazioni.

Questa teoria stabilisce che la struttura finanziaria ottimale richiede un trade-off tra i benefici e costi derivanti dal debito e che essa corrisponde al livello di indebitamento che eguaglia i

benefici marginali ai costi marginali dell'indebitamento. Kraus e Litzenberger, attraverso il loro modello, sono arrivati alla conclusione che, proprio per effetto dei costi e dei benefici, il valore di un'impresa levered (cioè indebitata) è uguale al valore di mercato unlevered dell'impresa (cioè il valore di mercato nell'ipotesi che essa non sia indebitata) più il valore attuale della differenza tra i vantaggi fiscali derivanti dall'indebitamento e i costi di dissesto.

Nella letteratura troviamo delle teorie che possono essere incluse nel filone delle teorie del trade-off ma che non si limitano a considerare i benefici fiscali e i costi d'insolvenza, bensì prendono in considerazione altri tipi di costi e altre problematiche.

In particolare, Jensen e Meckling (1976) prendono in considerazione i costi d'agenzia. I costi di agenzia sono causati dalla separazione tra proprietà e controllo all'interno di un'impresa. Tale separazione rende difficile controllare il comportamento dei manager deputati alla gestione e al controllo dell'impresa, aumentando la possibilità che questi agiscano principalmente in funzione dei propri interessi, subordinando quelli dell'azienda. Essi partono considerando i costi d'agenzia dell'equity. Nel caso in cui il capitale dell'impresa sia interamente posseduto dai manager quest'ultimi avranno degli obiettivi che sono allineati con il bene dell'impresa. Essi saranno focalizzati a massimizzare il valore dell'impresa impiegando le risorse a disposizione nel miglior modo possibile. Questo cambia nel momento in cui la quota di proprietà del capitale dei manager scende. Questi saranno meno propensi ad intraprendere strategie creative ed innovative, ingaggiando la cosiddetta "quite life". Inoltre, la presenza del fenomeno dell'azzardo morale implica che i manager sono focalizzati a persuadere i propri interessi che potrebbero essere contrastanti con quelli degli altri soggetti che partecipano al capitale. Quest'ultimi saranno dunque obbligati a impiegare delle risorse, economiche e finanziarie, per controllare l'operato dei manager. Successivamente gli autori si focalizzano sui costi d'agenzia del debito, per i quali gioca un ruolo fondamentale la responsabilità limitata. Responsabilità limitata significa che i titolari del capitale sono responsabili e rispondono solamente nei limiti dell'investimento apportato nell'impresa. Il management sarà dunque propenso ad intraprendere investimenti maggiormente rischiosi facendo leva sul fatto che la proprietà non si troverebbe a fronteggiare i costi di un eventuale fallimento. Attraverso questo comportamento il management dà vita al fenomeno del "risk shifting", in quanto il rischio è spostato in capo ai titolari del credito (debtholder): se l'investimento avrà successo l'impresa tratterrà la maggior parte dei guadagni; se l'investimento avrà esito negativo i creditori sopporteranno la maggior parte della perdita. Tale maggiore propensione al rischio può condurre anche al fenomeno della sostituzione delle attività ("Asset substitution"). Questo fenomeno si verifica nel caso in cui un'impresa sia fortemente indebitata e consapevole del fatto che non sarà in grado di adempiere alle proprie obbligazioni. In questa situazione il management potrebbe

decidere di procurarsi le risorse finanziarie necessarie sostituendo gli investimenti attuali con altri più rischiosi che hanno un rendimento maggiore. Nel modello elaborato da Kraus e Litzenberger il trade-off consiste nel fatto che più l'impresa intraprende investimenti rischiosi più essa è percepita come rischiosa e maggiore sarà il costo del debito. Il modello arriva alla conclusione che la struttura finanziaria ottimale è quella che rende minimi i costi totali d'agenzia, formati da quelli relativi all'equity e quelli relativi al debito

Myers (1977) introduce invece il problema del "debt overhang" ("eccesso del debito"), o del sotto-investimento, prendendo anch'esso in considerazione costi e benefici alternativi rispetto a quelli presi in considerazione da Kraus e Litzenberger. Nella sua trattazione Myers spiega che il valore di mercato di un'impresa è dato anche dal valore attuale delle opportunità future di crescita; ma le decisioni in merito all'avvio o meno di tali opportunità dipendono dalla struttura finanziaria dell'impresa. In presenza di un'impresa abbondantemente indebitata, un ulteriore ricorso al debito può far insorgere un costo d'agenzia. Il management che opera nell'interesse della proprietà dunque intraprenderà gli investimenti che permettano a quest'ultimi di guadagnare. Tuttavia, se un'impresa è eccessivamente indebitata può succedere che i guadagni di un investimento siano interamente dedicati al rimborso del debito. In questo caso l'investimento soddisferebbe gli interessi dei creditori ma non porterebbe alcun beneficio agli azionisti. Di conseguenza, il management, nell'adempiere al suo contratto d'agenzia, si trova nella condizione di dover rifiutare opportunità di investimento con un valore attuale netto (VAN) positivo, riducendo il valore dell'impresa.

### **1.3 La Pecking order theory**

La POT (pecking order theory) è un lavoro sviluppato da Myers e Majluf (1984) nel quale si viene a creare un ordine di preferenza per le fonti di finanziamento. I due condividono quanto enunciato nel lavoro di Donaldson (1961), il quale aveva teorizzato che il management preferisce fare ricorso a risorse interne, ricorrendo a risorse esterne solo nel caso in cui l'impresa non sia in grado di generare autonomamente le risorse necessarie per l'investimento. In questa situazione i manager preferirebbero ricorrere al debito, considerando il ricorso al mercato dei capitali come ultima scelta. Per motivare il loro pensiero essi partono dalla convinzione che il mercato dei capitali sia caratterizzato da un'imperfezione: l'asimmetria informativa. Tale asimmetria è dovuta dal fatto che il management è dotato di maggiori informazioni rispetto a quelle presenti nel bagaglio conoscitivo dei possibili investitori futuri e del mercato nel suo complesso. Essa risulta un problema nel momento in cui l'impresa individua un'opportunità d'investimento e deve decidere il modo con il quale intende finanziarlo. In questa fase l'opzione

di aprire il capitale proprio a nuovi investitori esterni, emettendo nuove azioni, ad esempio, viene scelta solo nel caso in cui non sia possibile finanziare l'investimento in un'altra maniera (autofinanziamento o debito). Questo per diversi motivi. Innanzitutto, se viene emesso nuovo capitale proprio nuovi soggetti entrano a far parte della proprietà dell'impresa. Di conseguenza, i profitti che scaturiscono dagli investimenti devono essere divisi tra più soggetti, riducendo quindi l'ammontare spettante a ciascun azionista. Ciò non accadrebbe nel caso in cui l'investimento venisse finanziato attraverso il debito. In questo caso, una volta ripagato il debito, il profitto spetterebbe di diritto interamente agli azionisti originari, che Myers e Majluf chiamano "old shareholders". A ciò si aggiunge una problematica legata all'asimmetria informativa sopra menzionata. L'esistenza di tale asimmetria fa sì che l'emissione di nuove azioni influenzi le valutazioni e le percezioni degli investitori che, appunto, non sono nella condizione di conoscere con precisione il valore delle attività e dell'investimento che finanzieranno. Questi ritengono che l'emissione di azioni possa essere sintomo:

- a) del fatto che l'impresa non sia ritenuta meritevole di credito da parte del mercato del capitale di debito (ad esempio dalle banche);
- b) del fatto che le azioni della società già in circolazione siano sopravvalutate e che la scelta di emettere nuovo capitale sia una strategia finalizzata a trasferire ricchezza dagli investitori alla vecchia proprietà (Myers, 2001).

Per questo motivo gli investitori saranno disposti ad acquistare le azioni della società ad un prezzo inferiore al loro valore di mercato con una conseguente diminuzione del valore di mercato dell'impresa, e dunque della ricchezza della vecchia proprietà.

## **1.4 Il Financial growth cycle**

Il modello del Financial growth cycle è stato sviluppato da Berger e Udell (1998). Il loro modello si basa sull'idea già espressa nella Pecking order theory, vale a dire la presenza di asimmetrie informative, arrivando alla conclusione che tali asimmetrie variano al variare della fase del ciclo di vita nella quale si trova l'impresa. Questo "ciclo di vita", definito dalla grandezza e dall'età dell'impresa, determina diverse esigenze finanziarie e le diverse modalità con le quali si soddisfano tali esigenze. Il percorso di crescita ipotizzato da Berger e Udell prevede che un'impresa parta, nel momento in cui sorge, da una piccola dimensione per crescere fino ad essere considerata una impresa di grandi dimensioni. Nella prima fase (impresa neo-nata) l'impresa cerca di introdurre il proprio prodotto nel mercato sostenendo dei costi senza la garanzia che questi generino dei flussi in entrata. Inoltre, l'impresa è sconosciuta al mercato, è dotata del più alto grado di opacità dal punto di vista informativo e non presenta

attività da offrire in garanzia. In questa situazione è determinante e indispensabile l'apporto di risorse da parte dei fondatori, con l'eventuale aiuto da parte di persone a loro vicine (familiari e amici). Nella fase successiva l'impresa è ancora di piccole dimensioni ma inizia ad essere operativa. Registra i primi flussi in entrata e presenta nello stato patrimoniale attività da offrire come garanzia. Tuttavia, questa è anche la fase che richiede una quantità maggiori di risorse per lo sviluppo. L'impresa può ora fare uso dell'autofinanziamento ma ciò potrebbe non bastare, con l'obbligo quindi di ricorrere a fonti di finanziamento esterne. L'impresa può a questo punto ricorrere al debito ma bisogna fare una distinzione: le imprese con una crescita caratterizzata da un maggior tasso di rischio hanno più difficoltà a raccogliere risorse finanziarie rispetto a quelle con una crescita meno rischiosa. Questo perché i loro asset sono ritenuti più intangibili perché sono rappresentanti da know-how e da altre risorse immateriali. In questa fase la figura dell'intermediario finanziario può svolgere un ruolo molto importante, valutando l'impresa e rendendola meno opaca dal punto di vista informativo attraverso le attività di screening, contracting e monitoring. Le prime due fasi del ciclo hanno in comune la possibilità dell'impresa di ricorrere al venture capital. Il venture capital consiste nell'apporto di capitale da parte di soggetti esterni i quali focalizzano i propri investimenti in imprese giovani di piccole dimensioni con elevati potenziali di sviluppo. La fase successiva è quella nella quale l'impresa, che ha continuato il suo sviluppo dimensionale, viene considerata di medie dimensioni (medium-sized). È dotata di una maggiore quantità di asset da offrire come garanzia ed è più trasparente. In queste condizioni essa può puntare ad un maggior livello di indebitamento, grazie ad un maggior potere contrattuale nei rapporti con i creditori, ed è pronta a ricorrere al capitale di rischio nella forma di private equity (capitale di rischio apportato da investitori istituzionali e/o di grandi dimensioni). Il ciclo di vita (e di crescita finanziaria) si conclude con la maturità dell'impresa che ormai ha raggiunto la grande dimensione. L'impresa è nella condizione di poter diversificare ampiamente le sue fonti di finanziamento e di fare il suo ingresso in borsa, attraverso la quotazione.

## **1.5 La validità delle teorie sulla struttura finanziaria nelle PMI**

Tra le teorie precedentemente discusse, l'unica a prendere in considerazione le piccole e medie imprese è la teoria del financial growth cycle, la quale colloca le PMI alla stregua delle imprese nelle prime fasi del ciclo. Invece le altre teorie sono state formulate con riferimento alle imprese di grandi dimensioni e quotate in borsa. Per colmare la lacuna evidenziata, la letteratura nel corso degli anni ha presentato diversi lavori focalizzati a implementare le teorie succitate nel contesto delle PMI.

Lopez-Garcia e Sogorb-Mira (2008) hanno testato l'applicabilità della Trade-off theory (TOT) e della Pecking-order theory (POT) studiando il comportamento di un elevato numero di piccole e medie imprese spagnole nell'arco di 10 anni, dal 1995 al 2004. Per quanto concerne la TOT la verifica empirica svolta da Lopez-Garcia e Sogorb-Mira conferma ciò che la teoria dice. Le PMI, ricorrendo al debito, sopportano dei costi e traggono benefici e arrivano a raggiungere un livello di indebitamento ottimale. Tuttavia, esse raggiungono tale livello ottimale in un arco temporale più lungo e con maggiori difficoltà rispetto alle grandi imprese. Questo perché la loro ristretta dimensione comporta maggiori costi di transazione e maggiori restrizioni finanziarie che rendono appunto più lento il raggiungimento del livello ottimale di indebitamento. Anche per quanto riguarda la POT i due confermano quanto affermato dal modello di Myers e Majluf. Nel mercato finanziario esiste un'asimmetria informativa e per questo motivo anche le PMI seguono una gerarchia delle fonti di finanziamento, con una maggiore propensione all'utilizzo delle risorse interne che generano minori costi d'informazione. I due arrivano alla conclusione che entrambe le teorie sono utili e aiutano a spiegare il comportamento finanziario delle PMI, specificando che la TOT è più affidabile rispetto alla POT.

Un altro lavoro diretto a svolgere una verifica empirica sulle due teorie è stato svolto da Cole (2013) il quale si basa sui dati forniti dai sondaggi nazionali svolti tra il 1987 e il 2003 negli Stati Uniti sulle PMI statunitensi. Esso cerca di capire quale delle due teorie riesca a spiegare nel modo più fedele possibile il comportamento delle PMI. Analizza i dati di alcune variabili chiave dei due modelli come età, grandezza, redditività, prospettive di crescita, livello di indebitamento e arriva alla conclusione che entrambe le teorie sono valide per spiegare il comportamento finanziario delle PMI, anche se i dati ritengono che la POT sia più precisa rispetto alla TOT.

Infine, una verifica empirica sulle due teorie è stata svolta anche in riferimento al contesto delle PMI italiane. Tale verifica è stata svolta da Brighi e Torlucchio (2008), i quali hanno fatto uso dei dati dell'indagine sulle imprese italiane realizzata da Capitalia. Il risultato della loro analisi è che il comportamento finanziario delle PMI italiane può essere spiegato con precisione dalla POT, in quanto le PMI italiane seguono una vera e propria scala gerarchica: in primis fanno affidamento alle risorse interne e solo in caso di necessità ricorrono a fonti esterne, con prevalenza del debito bancario.

## CAPITOLO 2

### 2. IL RICORSO AL CAPITALE DI DEBITO

#### 2.1 I motivi del ricorso al debito e le principali problematiche

Le PMI sono una categoria di imprese che presentano delle proprie caratteristiche e peculiarità. Non è corretto affermare che esse funzionano come delle grandi imprese in scala ridotta, anzi esse hanno delle specificità che le distinguono dall'impresе di maggiori dimensioni. In particolare, come riscontrato da Cressy e Olofsson (1997), le PMI si caratterizzano perché presentano:

- a) Una minor percentuale di investimenti fissi nel totale delle attività;
- b) Un maggior ricorso all'autofinanziamento per finanziare i propri investimenti, attraverso la ritenzione degli utili;
- c) Una maggior presenza di debiti commerciali;
- d) Una prevalenza delle passività correnti nel totale delle passività, in particolare delle passività correnti bancarie (debito bancario)
- e) Prevalenza del debito sull'equity, che le rende più rischiose presentando infatti i più elevati tassi di fallimento.

A quanto appena detto, si aggiunge il fatto che le PMI ricevono gran parte, e in molti casi il totale, delle risorse addizionali necessarie per gli investimenti dalle banche. Di conseguenza le altre fonti sono meno importanti e meno usate. L'equity, in accordo con quanto riscontrato dalla POT è la risorsa alla quale le PMI fanno meno ricorso. Ciò succede perché le PMI sono possedute da pochi individui, in molti casi da famiglie, i quali sono contrari e riluttanti all'apertura della proprietà a terzi investitori. Tuttavia, lo scarso ricorso all'equity non dipende soltanto dalla volontà delle PMI ma anche dalla limitata disponibilità di capitale offerto dagli investitori. Dunque, sono presenti dei vincoli sia nel lato della domanda (le PMI) sia dal lato dell'offerta (gli investitori).

I vincoli presenti nel lato dell'offerta danno vita al fenomeno del cosiddetto "equity gap" (Gualandri e Schwizer, 2008). Equity gap è la condizione nella quale PMI meritevoli non riescono ad ottenere quelle risorse che in un mercato perfetto ed efficiente avrebbero ottenuto. Alla base di tale fenomeno esistono sostanzialmente due motivi. *In primis*, le PMI non sono in grado di fornire un'adeguata informazione al mercato e non possono fare leva su una reputazione consolidata. *In secundis*, gli investitori non sono in grado di compiere un'affidabile e corretta valutazione delle iniziative d'investimento. Tale fenomeno è maggiormente marcato quando sono le PMI "innovative" a cercare risorse nel mercato del capitale di rischio.

Tali problematiche determinano quella che Cressy e Olofsson (1997) chiamano “debt preference”. Tuttavia, il finanziamento attraverso il ricorso al debito, principalmente debito bancario, non è a sua volta privo di criticità e di ostacoli relativi all’accessibilità dei fondi da parte delle PMI. Questo perché le PMI presentano caratteristiche che rendono più difficile la raccolta di risorse finanziarie.

Le imprese di dimensioni più piccole sono caratterizzate da un maggior livello di opacità informativa: esse, cioè, non forniscono all’ambiente esterno sufficienti informazioni. Di conseguenza chi deve decidere in merito all’erogazione di fondi all’impresa non è in grado di valutare la capacità dell’impresa di restituire il finanziamento. L’opacità informativa rende difficile per i soggetti esterni capire anche il modo nel quale le imprese utilizzeranno i fondi e la loro volontà nel restituirli. Oltre all’opacità informativa, anche caratteristiche strutturali delle PMI contribuiscono a rendere difficoltoso l’accesso al credito: ad esempio, la scarsa disponibilità di asset da fornire come garanzia del credito e una modesta struttura societaria che comporta carenza di meccanismi di controllo.

Per questi motivi, nel ricorrere al debito bancario, le piccole e medie imprese sono soggette a quello che Stiglitz e Weiss (1981) chiamano “credit rationing” (razionamento del credito). Il razionamento del credito è una condizione nella quale ci sono diversi soggetti con caratteristiche simili che richiedono finanziamenti, ma solo alcuni di essi riescono ad ottenere il finanziamento. I soggetti respinti rimangono esclusi dal circuito del credito nonostante dimostrino disponibilità a pagare un maggiore tasso d’interesse e/o fornire maggiori garanzie come collaterali. Secondo Stiglitz e Weiss (1981) al tasso d’interesse  $r^*$  ottimale, che massimizza i profitti della banca, è presente una domanda di finanziamenti maggiore rispetto all’offerta. Questo perché le banche non sono disponibili a erogare finanziamenti a tassi maggiori a  $r^*$  ottimale perché ciò significherebbe finanziare soggetti più rischiosi e più propensi ad intraprendere investimenti maggiormente rischiosi. Quindi le banche, nonostante abbiano la disponibilità di risorse da prestare, limitano la disponibilità di credito.

Il problema dell’opacità informativa può tuttavia essere in gran parte risolto, con una conseguente riduzione del razionamento del credito e dunque un più facile accesso per le PMI al debito bancario. La soluzione del problema è data dall’utilizzo da parte delle banche delle cosiddette “lending technologies” (Berger e Udell, 2006). Si tratta di una combinazione unica di fonti primarie di informazioni, politiche di screening e di sottoscrizioni, strutture dei contratti di prestito e meccanismi di controllo e monitoraggio. Le *lending technologies* si collocano in quella che viene definita *informed finance*, la quale sta agli antipodi dell’*arm’s lenght finance*. L’*arm’s lenght finance* è il canale di finanziamento nel quale gli investitori hanno a disposizione solo quelle informazioni rese pubbliche dalle imprese, che nel caso delle PMI sono

poche. Esso riguarda sostanzialmente l'erogazione di fondi attraverso i mercati azionari e obbligazionari. L'*informed finance* è invece quel canale nel quale le risorse finanziarie sono erogate tramite il canale bancario ed è caratterizzato da un livello d'informazione più elevato. Questo perché vengono rese disponibili alle banche informazioni esclusive che non sono disponibili al pubblico e al mercato (Rajan, 1992).

Berger e Udell (2006) dividono le *lending technologies* usate dalle banche in due tipi: Il *relationship lending* e il *transaction lending*, dove quest'ultimo non è una singola tecnologia ma una categoria che comprende molteplici tecnologie. Queste due categorie di *lending technologies* si distinguono in base al tipo di informazioni che vengono scambiate tra la banca e l'impresa-cliente. Informazioni sulle quali la banca finanziatrice svolge le sue valutazioni e in base alle quali fissa i termini del contratto di prestito, come ad esempio il tasso di interesse e/o le garanzie richieste.

## **2.2 Il Relationship lending**

Per ridurre i problemi legati all'opacità informativa una delle tecnologie di credito più utilizzate è rappresentata dal *relationship lending*. Il *relationship lending* prevede l'instaurazione e il consolidamento di un rapporto banca-cliente di lungo periodo attraverso il quale la banca acquisisce informazioni relative all'impresa, permettendo alla banca di essere in grado di conoscere dettagliatamente l'impresa, le sue attività e le sue potenzialità di crescita. Le informazioni che la banca acquisisce rientrano nella categoria delle "soft information", che si distinguono dalle "hard information" le quali sono invece usate nel *transaction lending*.

Le soft information sono informazioni qualitative e private che vengono accumulate dalla banca lungo il proseguimento del rapporto con l'impresa, con la proprietà e con la comunità locale. Tali informazioni riguardano di norma le caratteristiche e l'affidabilità dell'impresa e della proprietà ed esse non possono essere facilmente osservate, verificate e trasmesse lungo i diversi strati del management di una banca e ad altre banche (Berger e Udell, 2002). Le informazioni riguardano anche l'ambiente in cui l'impresa-cliente opera. Per questo motivo, la comunità locale rappresenta una fonte d'informazione molto importante, in quanto essa è formata dai clienti e dai fornitori che interagiscono con l'impresa.

La banca acquisisce tali informazioni dal loro cliente non solo fornendo prestiti, ma attraverso una lunga serie di prodotti. Petersen e Rajan (1994) hanno individuato una serie di servizi finanziari che la banca può fornire al cliente permettendole di acquisire ulteriori informazioni. Ad esempio tra questi servizi sono stati individuati depositi, conti correnti, conti di risparmio, accettazioni bancarie, carte di credito e gestione dei fondi pensione.

Dunque il relationship lending è un contesto nel quale (Boot, 2000):

- a) La banca acquisisce ulteriori informazioni private sull'impresa (soft) le quali vanno ad aggiungersi e ad integrare quelle pubbliche già disponibili (hard);
- b) Le informazioni vengono collezionate attraverso un rapporto stabile, continuativo e durativo, il quale si sviluppa con la fornitura di prestiti e altri servizi finanziari;
- c) Il rapporto è esclusivo e per questo motivo le informazioni sono di tipo confidenziali, e tali rimangono.

Il relationship lending, per operare al meglio, richiede che la banca sia strutturata in maniera adeguata. In particolare, Berger e Udell (2002) hanno rilevato la fondamentale importanza del "loan officer" (direttore di filiale). Il direttore di filiale è quel soggetto facente parte della struttura della banca che intrattiene il maggior numero di contatti con le PMI e i proprietari ed inoltre esso vive nella comunità locale dove è localizzata l'impresa, il che gli permette di disporre di rilevanti informazioni riguardanti le condizioni economiche del mercato locale. Dunque, esso dispone della maggior parte delle soft information accessibili e dal momento che queste sono difficilmente trasferibili agli altri decisori della banca, quest'ultima dovrebbe delegare al loan officer una maggiore autonomia decisionale. Tuttavia, tale maggior autonomia delegata al loan officer potrebbe avere come conseguenza l'insorgere di problemi di agenzia tra la banca e il suo dipendente, perché quest'ultimo, nel cercare di centrare gli obiettivi di breve termine, potrebbe erogare un numero eccessivo di prestiti (*overlending*). Ciò obbliga la banca a investire una quantità più elevata di risorse per attività di monitoring (Udell, 1989) e spiega in parte perché le banche di dimensioni inferiori con un minor numero di livelli gerarchici sono avvantaggiate rispetto alle banche di maggiori dimensioni nell'utilizzo del relationship lending. La capacità del relationship lending di ridurre il vuoto informativo caratteristico delle PMI comporta una serie di condizioni vantaggiose e più favorevoli per le stesse imprese. I benefici riguardano principalmente il costo del debito, la richiesta di garanzie e la disponibilità di credito (Berger e Udell, 1995; Petersen e Rajan, 1994). Nello studiare gli effetti del relationship lending sul costo del debito (tasso d'interesse) e sul livello di garanzie richieste, Berger e Udell pongono la loro attenzione sulla durata della relazione tra banca e cliente. Il loro studio si basa su dati del 1988-89 relativi alle aperture di credito concesse alle piccole e medio imprese statunitensi e dimostra che il consolidamento della relazione crea valore per l'impresa perché diminuisce sia il tasso d'interesse praticato dalla banca sia la richiesta di garanzie collaterali.

Petersen e Rajan hanno studiato invece l'effetto del relationship banking sul costo del debito e sulla disponibilità da parte delle banche a concedere credito. Per quanto riguarda il costo del debito essi confermano quanto detto da Berger e Udell, cioè che una maggior durata della relazione comporta una riduzione del tasso applicato. Però essi prendono in considerazione altre

due variabili: la fornitura di servizi finanziari diversi dai prestiti e la concentrazione delle fonti usate dall'impresa. Essi affermano che l'uso da parte dell'impresa di ulteriori servizi finanziari diversi dai prestiti ("nonloan services") riducono il tasso d'interesse applicato dalla banca perché quest'ultima, attraverso la fornitura di questi servizi, è in grado di monitorare l'impresa sostenendo costi minori. Affermano anche che se l'impresa instaura una lending relationship con una sola banca (concentrazione delle fonti) quest'ultima è in grado di esercitare un maggior controllo sull'impresa-cliente e di conseguenza applicherà un minor tasso d'interesse. Sebbene il tasso d'interesse sia, come già detto, influenzato dall'instaurazione di una relazione, quest'ultima ha un maggior effetto sulla disponibilità di credito. In particolare il consolidamento del rapporto con la banca lungo le tre variabili prese in considerazione da Petersen e Rajan (durata, fornitura di altri strumenti finanziari e concentrazione) aumentano la disponibilità di credito, riducendo quindi il razionamento a cui le PMI sono soggette.

Ciò nonostante, il relationship lending presenta anche un punto debole che può essere svantaggioso per le imprese che decidono ricorrervi. Tale punto debole è legato al fatto che il relationship lending richiede come presupposto la creazione di relazioni stabili, durature nelle quali vengono trasmesse informazioni esclusive che non siano state comunicate ad altri finanziatori. Questo può portare al fenomeno dell'hold-up, cioè di cattura da parte della banca, in quanto una banca che ha accesso esclusivo alle informazioni private di un'impresa può esercitare un potere monopolistico che può tradursi nell'applicazione di condizioni sfavorevoli all'impresa (Sharpe 1990; Rajan, 1992). La banca potrebbe dunque applicare un maggiore tasso d'interesse, imporre all'impresa la sottoscrizione di ulteriori finanziamenti o minacciare di interrompere la relazione.

Quanto appena detto è uno dei motivi per i quali nella realtà è difficile trovare PMI che instaurano rapporti con una singola banca. Nella realtà le PMI in media intrattengono rapporti con più di una banca e ciò è più frequente nei paesi caratterizzati da un sistema giudiziario inefficiente e da una scarsa tutela dei diritti dei creditori (Ongena e Smith, 1998).

### **2.3 Il Transaction lending**

Nel transaction lending la banca non mira ad instaurare un rapporto di lungo periodo con l'impresa-cliente ma gestisce disgiuntamente ciascuna operazione che pone in essere esso. Dunque non si viene a creare quel flusso continuo d'informazioni dal cliente alla banca tipico del relationship lending. In questo caso, la "qualità" del cliente viene, in termini di merito creditizio, valutata volta per volta e la banca è focalizzata a massimizzare il rendimento di ciascuna singola operazione rifiutando anche quelle operazioni che, se inserite in un portafoglio

di operazioni articolate secondo le esigenze del cliente, porterebbero a realizzare delle sinergie positive (Dabrassi Prandi, 2006).

Il transaction lending si basa sulle hard information, cioè delle informazioni di tipo quantitativo come dati di bilancio, statistiche e indici/quotienti, le quali sono di pubblico dominio e facilmente ottenibili nel momento in cui si vuole dare origine ad una operazione. Queste informazioni non permettono di risolvere il problema dell'opacità informativa delle PMI e non danno nessun vantaggio monopolistico alla banca, come avviene con le soft information, perché la loro conoscenza non è esclusiva.

Il transaction lending non è un'unica omogenea tecnologia, ma esistono diverse transaction technologies che vengono usate dalle istituzioni finanziarie. Queste sono:

- ❖ **FINANCIAL STATEMENT LENDING:** è una transaction technology che si basa sulle hard information ed è indirizzata alle imprese che sono trasparenti dal punto di vista informativo. Infatti essa richiede che l'impresa sia dotata di un bilancio d'esercizio che deve essere redatto nel rispetto degli accounting standard e deve essere stato revisionato ed approvato da un'apposita società di revisione. Questa tecnologia richiede inoltre che l'impresa sia dotata di una solida condizione finanziaria che viene verificata attraverso il calcolo di appositi indici finanziari. Questa tecnologia conduce alla stipula di contratti i quali potrebbero includere garanzie personali e non e i quali prevedono come principale fonte di rimborso i flussi di cassa futuri che ci si attende che l'impresa realizzi (Berger e Udell, 2006).
- ❖ **SMALL BUSINESS CREDIT SCORING (SBCS):** si tratta di una forma di transaction technology che si basa sulle hard information e viene utilizzata per le operazioni con le imprese che presentano un elevato grado di opacità informativa. È un approccio statistico che utilizza informazioni che riguardano l'impresa e la sua proprietà con lo scopo di prevedere la probabilità che il creditore fallisca e/o non rimborsi il finanziamento. Le informazioni vengono raccolte dagli uffici di credito ("credit bureaus") e altri istituti finanziari e l'interesse è posto nello scoprire l'eventuale presenza nel passato di problemi nel rimborso di finanziamenti ottenuti da altre istituzioni. Questa tecnologia può essere utilizzata secondo due diverse modalità: con la prima modalità, che è quella meno costosa, la banca ottiene lo score da un soggetto esterno specializzato e utilizza tale punteggio per compiere una decisione automatica di accettazione o rifiuto e per fissare i termini del contratto; in alternativa la banca può utilizzare il SBCS congiuntamente con un'altra lending technology con lo scopo di fissare i termini del contratto con più accuratezza in modo da ridurre al minimo la probabilità di futuri inadempimenti. Il SBCS aumenta la disponibilità di credito nei

confronti delle PMI e viene utilizzato per finanziamenti di somme fino ad un massimo di 250.000\$. Aumentando la disponibilità ad erogare finanziamenti alle PMI opache dal punto di vista informativo, il SBCS è associato a finanziamenti con un tasso di interesse più elevato e ciò è dovuto alla loro maggiore rischiosità. (Berger *et al.*, 2005)

- ❖ **ASSET-BASED LENDING**: è una transaction technology che si basa sulle hard information relative ad attività correnti dell'impresa, come i crediti verso clienti e l'inventario delle rimanenze. L'asset-based lending richiede che l'impresa si doti di questo tipo di attività e che esse siano caratterizzate da un elevato livello qualitativo. Queste attività dell'impresa vengono date in garanzia come collaterali e sul loro valore si basa l'estensione del credito che la banca è disposta a concedere. Tuttavia, l'ammontare di credito erogato dalle banche risulta essere sempre inferiore al valore delle attività (Udell, 2004). Il valore delle attività fornite in garanzia viene misurato molto frequentemente e per questo motivo questa tecnologia risulta essere costosa per le banche (Berger e Udell, 2006).
- ❖ **FACTORING**: il factoring è una forma di transaction technology perché si basa sulle hard information relative al valore dei crediti che l'impresa ha verso i propri clienti, focalizzandosi non sulle qualità dell'impresa ma sulla qualità dei suoi creditori (Berger e Udell, 2006). Il factoring è un'operazione mediante la quale l'impresa cede i propri crediti ad un altro soggetto denominato factor, il quale in cambio fornisce all'impresa servizi come contabilità e servizi di gestione e riscossione dei crediti. In alcuni casi l'istituto o la banca che acquista i crediti dell'impresa eroga a quest'ultima un finanziamento che consiste in un anticipo del corrispettivo pattuito per la cessione dei crediti.
- ❖ **FIXED-ASSET LENDING**: è una tecnologia simile all'asset-based lending ma si differenzia da questa perché le attività che vengono date in garanzia sono composte dai beni pluriennali a disposizione dell'azienda o che fanno parte del patrimonio personale dell'imprenditore. Questo tipo di asset, a differenza di quelli dati in garanzia nell'asset-based, non richiedono uno sforzo eccessivo per il loro monitoraggio perché essi sono individuati dettagliatamente nel contratto e possono essere trasferiti solo se la banca acconsente (Berger e Udell, 2006). Inoltre esse portano ad una tipica struttura del contratto che prevede un rapporto debito-valore del bene ("loan-to-value ratio") inferiore ad uno e una durata del finanziamento inferiore alla vita utile del bene.
- ❖ **LEASING**: il leasing è un contratto attraverso il quale un soggetto chiamato locatore (lessor) concede in godimento ad un altro soggetto chiamato locatario (lessee) un bene in cambio del pagamento di un corrispettivo. Il locatore acquista il bene oggetto

dell'operazione e nello stesso momento lo concede in prestito al locatario. Il contratto di leasing può includere una clausola per la quale alla scadenza del contratto il locatario può riscattare il bene acquisendone la proprietà (Berger e Udell, 2006). Il leasing è una transaction technology in quanto si basa sul valore del bene che viene dato in prestito. Dunque basandosi su un'informazione hard permette di realizzare operazioni con imprese caratterizzate da un'elevata opacità informativa.

Berger e Udell (2006) considerano una lending technology anche il credito commerciale (trade credit), nonostante esso non sia erogato da un'istituzione finanziaria. Il trade credit è un finanziamento di breve periodo attraverso i quali i fornitori vendono i propri beni e servizi (Petersen e Rajan, 1994). Esso è molto simile al relationship banking in quanto è fondamentale l'instaurazione di una relazione duratura tra l'impresa e i suoi fornitori. In questo modo i fornitori accumulano informazioni private sull'impresa e ciò genera dei benefici per entrambe le parti. I fornitori sono in grado di valutare la solvibilità dell'impresa-cliente e quest'ultima riesce ad ottenere una maggiore dilazione dei pagamenti.

## **2.4 I fattori che influenzano l'utilizzo delle lending technologies**

Fattibilità e redditività delle diverse lending technologies sono influenzate da diversi fattori. Innanzitutto, il loro utilizzo è influenzato dalla struttura delle istituzioni finanziarie, cioè dalla grandezza, dal tipo di proprietà, dallo stato di salute delle banche e dalla concorrenza del mercato.

Per quanto riguarda la dimensione, le istituzioni di maggiori dimensioni sono svantaggiate nell'utilizzo del relationship lending e quindi servono le PMI attraverso il transaction lending. Ciò deriva dal fatto che esse presentano diversi livelli gerarchici manageriali, il che rende difficile la comunicazione delle soft information (Stein, 2001). A ciò si aggiunge il fatto che le loro direzioni centrali sono spesso localizzate in zone distanti da quelle nelle quali si trovano le PMI, rendendo difficile la comprensione dei meccanismi e delle necessità del mercato locale. Viceversa, le istituzioni di minori dimensioni sono avvantaggiate nell'utilizzo del relationship lending per il fatto che la loro struttura organizzativa le rende adatte a relazionarsi con le PMI. Per gli stessi motivi, le istituzioni con proprietà straniera sono meno propense a erogare finanziamenti alle PMI opache rispetto alle istituzioni nazionali, sia perché esse sono di dimensioni maggiori sia perché sono distanti dalla realtà delle PMI.

Le banche in difficoltà finanziarie riducono la disponibilità di finanziamenti alle PMI, limitando l'utilizzo sia del relationship lending sia del transaction lending. Ciò avviene perché una banca in difficoltà cerca di ridurre il suo profilo di rischio e i finanziamenti alle PMI opache dal punto di vista informativo sono ritenuti più rischiosi. A ciò si aggiunge il fatto che le imprese stesse

preferiscono evitare di instaurare relazioni con una banca in difficoltà perché, nel caso in cui questa fallisse, esse dovrebbe cercare nuove fonti riscontrando tutte le difficoltà già evidenziate (Berger *et al.*, 2001).

La competizione all'interno del mercato finanziario sfavorisce l'utilizzo delle *lending technologies*, in particolare del *relationship lending*. In un mercato concentrato le PMI riescono ad ottenere con più facilità risorse finanziarie in quanto le banche sono nella posizione di poter instaurare relazioni più stabili e durature. In questo tipo di relazioni le banche sono disposte a chiedere un tasso d'interesse più basso quando l'impresa è giovane e in difficoltà, per poi aumentarlo nel futuro (Petersen e Rajan, 1995).

L'utilizzo delle diverse *lending technologies* è influenzato anche da quella che Berger e Udell (2006) chiamano *lending infrastructure*, che include l'ambiente informativo, l'ambiente fiscale e normativo e l'ambiente legale, giudiziario e fallimentare.

L'ambiente informativo è determinante nell'utilizzo delle *transaction technologies*, soprattutto in quelle che si basano sul valore delle attività iscritte nel bilancio, ad esempio il *financial statement lending* e il *small business credit scoring*. Esso facilita l'utilizzo di tali tecnologie se è caratterizzato da principi contabili affidabili e se le informazioni vengono condivise tra i soggetti attraverso canali formali e con l'ausilio di terze parti esterne all'operazione di finanziamenti, come gli uffici di credito.

L'ambiente fiscale e normativo può favorire l'utilizzo di una tecnologia piuttosto che un'altra se prevede specifiche tasse o specifici requisiti per le diverse tecnologie. Oltre a ciò, influenza la disponibilità di credito per le PMI attraverso la regolamentazione della struttura delle istituzioni finanziarie. Ad esempio lo stato può favorire o vietare l'ingresso nel paese di istituzioni straniere, può richiedere una determinata struttura organizzativa e può stabilire il livello di competizione all'interno del mercato finanziario.

L'ambiente legale, giudiziario e fallimentare consiste negli istituti che sono individuati dal diritto commerciale e nella loro applicazione nelle controversie commerciali e fallimentari. In un paese dove non sono stabiliti con precisione diritti, come quelli di proprietà, le PMI incontrano maggiori difficoltà nell'accedere alle *transaction technologies* in quanto ciò rende difficile l'implementazione di specifici elementi contrattuali come garanzie collaterali e impegni personali che erano finalizzati a limitare i problemi derivanti dalle scarse informazioni disponibili. L'utilizzo delle *transaction technologies* è reso più difficile anche nel caso in cui il paese sia caratterizzato da un sistema giudiziario e da una procedura fallimentare inefficace.

Concludendo, una debole "*lending infrastructure*" rende più difficile l'utilizzo delle *transaction technologies* riducendo la disponibilità di credito per le PMI. Inoltre spinge le banche a utilizzare il *relationship lending* piuttosto che il *transaction lending*.

## CAPITOLO 3

### 3. LE PMI ITALIANE

#### 3.1 Il contesto nazionale e la struttura proprietaria

Il sistema produttivo italiano è dominato dalla presenza delle piccole e medie imprese che costituiscono la “spina dorsale” dell’economia italiana. Le PMI costituiscono il 99.9% del totale delle imprese. Di queste il 94.6% è costituito da micro-imprese mentre è poco rilevante la presenza di imprese di medie dimensioni. Le PMI occupano l’80.4% del totale dei lavoratori e realizzano il 67% del valore aggiunto dell’economia nazionale. Rilevante è anche il loro contributo al volume delle esportazioni e al volume degli investimenti in ricerca e sviluppo incidendo rispettivamente per il 50% e il 22% (OECD, 2014). Questa elevata incidenza delle PMI sul totale delle imprese è principalmente dovuta al fatto che il sistema produttivo italiano è caratterizzato dai distretti industriali, grazie ai quali le imprese italiane sono sempre state in grado di combinare crescita e innovazione. Nei distretti industriali le imprese collaborano e si specializzano ciascuna in una determinata fase del processo produttivo. In questo modo le imprese possono sfruttare le economie di agglomerazione che hanno come conseguenza la riduzione della dimensione delle imprese (Signorini, 2015).

Per poter comprendere le scelte da parte delle PMI italiane per quanto riguarda la struttura finanziaria bisogna preliminarmente analizzare la loro struttura proprietaria. Essa è infatti determinante nella scelta tra fonti di finanziamento interne o esterne, e in quest’ultimo caso tra debito ed equity. Si tratta principalmente ditte individuali e/o società di persone possedute da un numero ristretto di individui che sono tra loro legati da vincoli di parentela o da solide alleanze tra famiglie. Dunque, le PMI italiane sono imprese familiari dove quest’ultime detengono la maggior parte del capitale sociale e, di conseguenza, ne condizionano lo sviluppo e la struttura finanziaria. Dal punto di vista organizzativo rimane centrale la figura della famiglia o del singolo imprenditore, i quali non sono disposti ad affidare la gestione dell’impresa a manager professionisti esterni. Infatti esse sono gestite in modo diretto e autonomo dall’imprenditore e presentano una struttura organizzativa semplice caratterizzata dalla sovrapposizione tra proprietà e controllo (Pagliacci, 2007).

#### 3.2 La struttura finanziaria

Nel primo capitolo sono state trattate le teorie che cercano di spiegare i comportamenti finanziari delle PMI e si è fatto riferimento al lavoro di Brighi e Torluccio (2008) i quali sono arrivati alla conclusione che le piccole e medie imprese italiane seguono la *pecking order theory*, cioè esse seguono una scala gerarchica delle fonti di finanziamento.

Tuttavia, la struttura finanziaria delle PMI italiane può essere descritta in modo più accurato dalla teoria della “pecking order modificata” (MPO), che tiene conto delle caratteristiche del sistema finanziario italiano. Questa teoria elaborata da Bontempi (2002) unisce in un approccio dinamico la trade off theory e la pecking order theory. In particolare, nel breve periodo le PMI italiane preferiscono ricorrere all’autofinanziamento per intraprendere le opportunità di investimento coerentemente con quanto formulato dalla pecking order theory. Nel lungo periodo invece, a causa delle politiche fiscali e dei costi di agenzia e di fallimento, le imprese mirano a raggiungere un livello di indebitamento ottimale, in coerenza con quanto enunciato dalla trade off theory (Bontempi, 2002).

Il sistema finanziario italiano è un sistema *bank based* (banco-centrico), che si differenzia da uno *market based* per il ruolo centrale svolto dalle banche nel finanziare le imprese. Viceversa, in un sistema finanziario market based le imprese si finanziano principalmente ricorrendo al mercato dei capitali. Infatti, la struttura finanziaria delle PMI italiane è caratterizzata dalla prevalenza di debiti bancari e da una ridotta capitalizzazione, mentre il ricorso al mercato dei capitali risulta marginale. Per questo motivo il nostro Paese è considerato tra quelli *high leverage* (Chiesa *et al.*, 2009). Il motivo di questa preferenza nei confronti del debito è innanzitutto attribuibile all’elevata imposizione fiscale alla quale le imprese italiane sono sottoposte. In presenza di un’elevata imposizione fiscale, la deducibilità degli interessi passivi ha reso il ricorso al debito la fonte di risorse finanziarie meno onerosa, incentivando appunto gli imprenditori a preferire il debito piuttosto che il capitale di rischio (Signorini, 2015).

Il debito bancario al quale le PMI italiane ricorrono è principalmente debito a breve termine con durata inferiore ai 12-18 mesi e che richiede un rinnovo annuale. Il dover rinnovare continuamente il finanziamento espone le imprese a rischi in termini di disponibilità di risorse e in termini di tassi richiesti. A questa situazione si aggiunge il fatto che esse sono dotate di ridotte disponibilità liquide e che non possono contare su aperture di credito di medio-lungo periodo (Mirani *et al.*, 2016).

L’eccessivo affidamento al debito a breve termine è conseguenza del fatto che in Italia non si riesce a sfruttare a pieno i vantaggi del relationship lending. Questo succede perché le PMI non instaurano un rapporto consolidato con unica banca ma in media instaurano rapporti con 5 diverse banche contemporaneamente con l’obiettivo di ridurre il rischio di vincoli di liquidità. In questo modo le banche sono in grado di diversificare il rischio dovuto ai finanziamenti concessi e le imprese sono in grado di ottenere maggiori finanziamenti nelle fasi di espansione economica. Nelle fasi in cui l’economia è in difficoltà queste relazioni bancarie più deboli riducono la disponibilità di credito (Accetturo *et al.*, 2013). Questa situazione è ancora più marcata nei rapporti tra banca e PMI nel sud Italia. Nel meridione le PMI intrattengono rapporti

con un numero inferiori di banche non perché mirano ad usufruire dei vantaggi del relationship lending ma a causa della frammentazione del settore bancario. Per questi motivi esse sono sottoposte a condizioni di fornitura del credito più svantaggiose rispetto alle PMI del resto del paese. In particolare, le banche forniscono alle PMI credito di breve periodo nelle forme meno sofisticate, come ad esempio lo scoperto di conto corrente, a condizioni più onerose dovute anche dalle inefficienze del sistema giudiziario e dalle diseconomie esterne che caratterizzano l'Italia meridionale (Costa e Costagli, 2004).

### **3.3 Alternative all'indebitamento bancario**

Secondo un'indagine svolta da Pace (2013) le PMI fanno ricorso al finanziamento bancario per soddisfare il fabbisogno finanziario generato dall'attivo corrente in quanto la ridotta dimensione dell'impresa comporta minori investimenti in capitale immobilizzato. Quindi la struttura finanziaria delle PMI italiane non presenta criticità dal punto di vista dell'equilibrio patrimoniale, in quanto ci deve essere coerenza temporale tra impieghi e fonti utilizzate per finanziare tali impieghi.

Tuttavia, questo modello italiano banco-centrico dominato dal debito bancario di breve periodo porta con sé dei forti punti deboli. Innanzitutto le imprese sono caratterizzate da una maggiore fragilità finanziaria in quanto sono più vulnerabili, riscontrano più difficoltà nell'ottenere finanziamenti e risultano essere vincolate nelle scelte di investimento. Inoltre tale struttura finanziaria risulta essere inadatta a fornire alla PMI risorse finanziarie adeguate e in maniera continuativa per sostenere la crescita e i progetti d'innovazione (Accetturo *et al.*, 2013).

Per questi motivi, l'idea comune è quella della necessità di ricorrere a strumenti diversi dal debito bancario di breve periodo.

Una prima alternativa è fornita dai servizi di *corporate banking* che negli ultimi anni gli intermediari (banche e non) hanno iniziato a offrire alle imprese. Questi servizi variano dagli strumenti più tradizionali come l'internet banking, riscossioni automatiche, sconti, anticipazioni, fidi, polizze assicurative a quelli più evolutivi come l'asset management, factoring, coperture dei rischi finanziari, ristrutturazioni del debito e project finance. Sebbene l'offerta non manchi, le PMI italiane fanno un uso ristretto di questi servizi e si affidano principalmente a quelli tradizionali e meno complessi (Caruso *et al.*, 2006).

L'altra alternativa è data dal ricorso al capitale di rischio che può avvenire principalmente secondo due modalità: *venture capital* o *private equity*. Il *venture capital* consiste nell'apporto di capitale da parte di un soggetto esterno per finanziare lo sviluppo di una nuova idea innovativa in fase di start-up o la crescita di un'impresa nelle prime fasi del suo ciclo di vita. Il

private equity consiste invece nella rilevazione di quote di una società per coprire i fabbisogni finanziari dovuti da operazioni di consolidamento e di ristrutturazione oppure legati a problematiche come il passaggio generazionale o la liquidazione di un socio uscente. Questi ultimi due casi sono tipici del panorama italiano, caratterizzato da imprese di tipo familiare nelle quali potrebbe essere necessario effettuare un'operazione di family buy-out (Pagliacci, 2007). Queste forme di finanziamento tramite capitale di rischio sono però scarsamente utilizzate dalle PMI italiane e ciò è una conseguenza della loro struttura proprietaria. Il singolo imprenditore o la famiglia che controlla l'impresa non è disponibile ad aprire il capitale a soggetti esterni perché essi hanno il timore di perdere il controllo della stessa o di subire delle limitazioni nella gestione. A questa avversità nei confronti dei soggetti esterni si aggiunge la scarsa conoscenza da parte dell'imprenditore degli strumenti finanziari alternativi al debito bancario. Come ultima osservazione, l'ostacolo all'apertura del capitale potrebbe avere origine nel lato dell'offerta perché i potenziali investitori potrebbero essere ostili nell'investire in una PMI, in quanto rappresenterebbe un investimento più rischioso rispetto ad uno in un'impresa di maggiori dimensioni e più trasparente dal punto di vista informativo (Chiesa *et al.*, 2009). Gli stessi motivi legati alla struttura proprietaria limitano anche la quotazione in borsa, tanto che un numero elevato di PMI italiane idonee alla quotazione hanno deciso di non quotarsi (Forestieri, 2014), e lo sviluppo del mercato obbligazionario. Le obbligazioni incidono infatti circa per il 3,4% sul totale dei debiti finanziari (Mirani *et al.*, 2016). Tuttavia, negli ultimi anni sono stati fatti degli interventi mirati a favorire l'accesso al mercato dei capitali di debito per le PMI. In quest'ottica sono stati introdotti nuovi strumenti finanziari come i *mini-bond* ed è stato istituito un mercato obbligazionario denominato EXTRAMOT-PRO, dedicato appunto alle PMI. Con i mini-bond:

- a) sono stati attenuati i vincoli normativi all'emissione, in particolare è stato eliminato il limite quantitativo per il quale non potevano essere emesse obbligazioni per un importo eccedente il doppio del capitale sociale dell'emittente (Forestieri, 2014).
- b) sono stati introdotti incentivi fiscali sia per gli investitori sia per gli emittenti prevedendo una maggiore deducibilità degli interessi obbligazionari (Forestieri, 2014).

Il segmento EXTRAMOT-PRO è accessibile solo agli investitori professionali e permette alle PMI un accesso ai capitali semplice ed economico.

### 3.4 Un caso concreto

In questo paragrafo si analizza un caso concreto riguardante un'impresa, costituita con la forma giuridica di S.P.A. non quotata, con sede legale nel comune di Chioggia. I dati di bilancio utili all'analisi della struttura finanziaria sono stati forniti dalla banca dati AIDA.

L'impresa presa in considerazione rispetta i parametri per essere considerata una PMI, infatti impiega 17 dipendenti, presenta un fatturato di 14 milioni e un totale di bilancio di 22 milioni. Per quanto riguarda la struttura proprietaria essa è coerente con quanto detto precedentemente: è posseduta da un numero ristretto di membri della stessa famiglia, i quali sono anche titolari del potere di gestione della stessa e non sono presenti azionisti esterni (proprietà chiusa).

La struttura finanziaria dell'impresa in questione è stata analizzata mediante l'utilizzo di alcuni indici di bilancio relativi all'equilibrio finanziario, i quali, per poter essere calcolati, richiedono una preliminare riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario, cioè secondo la liquidità degli impieghi e l'esigibilità delle fonti (Sòstero *et al.*, 2018).

Anche la struttura finanziaria, come quella proprietaria, rispetta le caratteristiche tipiche delle PMI italiane evidenziate nei precedenti paragrafi. L'impresa è sottocapitalizzata, infatti dal bilancio si nota subito una marcata prevalenza delle fonti di finanziamento esterne (debito) al capitale di rischio apportato dagli azionisti (patrimonio netto). Ciò viene confermato dal calcolo dell'*indice di indebitamento* (mezzi di terzi/patrimonio netto) che è pari a 5,8. I debiti contratti dall'impresa sono prevalentemente passività di breve periodo (debiti a breve/mezzi di terzi = 0,84) e debiti di funzionamento, cioè debiti commerciali che sono di natura non finanziaria (debiti di funzionamento/mezzi di terzi = 0,68). I debiti bancari rappresentano una quota poco rilevante del totale delle passività dell'impresa. Per questo motivo ho ritenuto opportuno calcolare anche l'*indice di indebitamento finanziario* (debiti finanziari/patrimonio netto), il quale presenta un valore pari a 1,78. Entrambi gli indici di indebitamento presentano dei valori superiori alla soglia, in quanto essi dovrebbero assestarsi su valori rispettivamente inferiori a 3 e 1,5 (Sòstero *et al.*, 2018). L'impresa, dunque, è eccessivamente indebitata e presenta un rischio finanziario medio/alto. Il profilo di rischio dell'impresa è ulteriormente aggravato dall'incongruità tra fonti e impieghi. L'impresa presenta infatti un *capitale circolante netto* (attivo corrente – passivo corrente) negativo. Ciò significa che l'impresa non è in grado di far fronte con le attività prontamente liquide alle passività correnti, le quali finanziano parte dell'attivo immobilizzato.

Dai dati di bilancio è possibile vedere che l'impresa negli anni ha trattenuto quote di utili attuando politiche di autofinanziamento, seppur in forma ridotta.

Infine, l'impresa non ha utilizzato forme di finanziamento alternative al debito bancario come il ricorso al mercato obbligazionario.

## CONCLUSIONE

Il presente lavoro è finalizzato a descrivere la struttura finanziaria delle PMI e ad analizzare i motivi e le problematiche derivanti dal ricorso ad una fonte di finanziamento in particolare: il debito.

Il comportamento finanziario delle PMI può essere spiegato dalle teorie della *pecking-order* e dalla *theory trade-off theory*. Esse, infatti, nell'effettuare le scelte di finanziamento, seguono una vera e propria scala gerarchica: autofinanziamento, capitale di debito e capitale di rischio solo in caso di necessità. Inoltre, con tempi più lunghi rispetto alle imprese di maggiori dimensioni, tendono a raggiungere un livello di indebitamento ottimale che bilancia i costi e i benefici derivanti dall'utilizzo di tale fonte di finanziamento. Il ricorso al capitale di debito rappresenta per le PMI la principale fonte di finanziamento. Le risorse necessarie per lo svolgimento dell'attività di impresa vengono prevalentemente erogate dalle banche, non senza problematiche tanto è vero che esse subiscono un vero e proprio razionamento del credito. Il motivo di questa limitazione della disponibilità di risorse è dovuta da una delle caratteristiche tipiche delle PMI: esse risultano all'esterno opache dal punto vista informativo. Tuttavia, tale problematica può essere attenuata dalle banche attraverso l'utilizzo di meccanismi/strumenti chiamati *lending technologies*. Tra queste, fondamentale importanza viene attribuita al *relationship lending*, che consiste nell'istaurazione di una relazione banca-cliente di lungo periodo permettendo alla banca di conoscere più profondamente l'impresa attraverso la raccolta di informazioni ritenute soft. Dal *relationship lending* si differenziano il *transaction lending*, con il quale le banche gestiscono disgiuntamente ogni singola operazione basandosi questa volta su informazioni di tipo hard. L'utilizzo di uno o l'altro strumento è influenzato dall'ambiente in cui operano il cliente e la banca, in particolare da fattori come la dimensione delle banche, il livello di concentrazione del settore bancario, l'ambiente informativo, fiscale e giudiziario. La situazione delle PMI italiane è caratterizzata da un livello di indebitamento più elevato rispetto alle PMI degli altri paesi, composto prevalentemente da debito bancario di breve periodo. Fattori culturali e psicologici, come la volontà di mantenere chiuso l'assetto proprietario e la scarsa conoscenza finanziaria da parte degli imprenditori proprietari, rendono molto limitato il ricorso al capitale di rischio. Ciò rappresenta un freno per lo sviluppo dimensionale delle imprese in quanto la disponibilità di risorse messe a disposizione delle banche è più limitata e meno continuativa. Per questo motivo sono stati fatti degli interventi, sia da parte delle banche con la fornitura di servizi di *corporate banking* sia dal legislatore con la creazione dei mini-bond e l'istituzione del segmento EXTRAMOT-PRO, indirizzati a incentivare le PMI italiane a ricorrere a forme di finanziamento alternative all'indebitamento bancario.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ACCETTURO A., BASSANETTI A., BUGAMELLI M., FAIELLA I., FINALDI RUSSO P., FRANCO D., GIACOMELLI S., OMICCIOLI M., 2013. Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi. *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 13.
- 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. *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, 613-673.
- BERGER A. N., KLAPPER L. F., UDELL G. F., 2001. The ability of banks to lend to informationally opaque small business. *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, 2127-2167.
- BERGER A. N., UDELL G. F., 2002. Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organisational structure. *The Economic Journal*, vol. 112, 32-53.
- BERGER A. N., UDELL G. F., 2006. A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, 2945-2966.
- BERGER A. N., UDELL G. F., 1995. Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *The Journal of Business*, vol. 68 (3), 351-381.
- BERGER A. N., FRAME S. W., 2005. Small business credit scoring and credit availability. Federal reserve bank of Atlanta, working paper n.10, 1-24.
- BONTEMPI M. E., 2002. The dynamic specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy. *Empirical Economics*, vol. 27, 1-22.
- BOOT A.W.A., (2000). Relationship Banking: What do We Know? *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, 7-25.
- BRIGHI P., TORLUCCIO G., 2008. Selezione e specificazione delle fonti di finanziamento nelle PMI in Italia. *Banca Impresa Società*, vol. 1, 71-112
- CARUSO A., PALMUCCI F., ZAMBELLI S., 2006. Lo sviluppo e la crescita delle PMI in Italia: apertura del capitale di rischio e servizi di corporate banking. *Convegno AIDEA 2006 – Finanza e industria in Italia*.
- CARUSO A., PALMUCCI F., 2008. Scelte di finanziamento della crescita: un'indagine sulle PMI italiane. *Banca Impresa Società*, vol. 3, 453-476.
- CHIESA G., PALMUCCI F., PIROCCHI I., 2009. La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà. *Note e ricerche*, Asterisco, Bologna.

- COSTA S., COSTAGLI S., 2004. I rapporti banca-PMI in Italia: considerazioni a margine del dibattito. Siep, XVI conferenza, Siena.
- COLE R. A., 2013. What do we know about the Capital structure of privately held US firms? Evidence from the Surveys of small business finance. *Financial Management*, vol. 4, 777-813.
- CRESSY R., OLOFSSON C., 1997. European SME financing: an overview. *Small Business Economics*, vol. 9, 87-96.
- DABRASSI PRANDI, 2006. Relationship e transactional banking models. Paper n. 52, Università di Brescia.
- FORESTIERI G., 2014. I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitali di rischio. *Bancaria*, vol. 6, 3-15.
- GAVISH B., KALAY A., 1983. On the asset substitution problem. *The Journal of Financial and Quantitative analysis*, vol. 18 (1), 21-30.
- GUALANDRI E., SCHWIZER P., 2008. Bridging the Equity gap: il caso delle PMI innovative. *Studi e Note di Economia*, vol. 1, 101-138.
- JENSEN M. C., MECKLING W. H., 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 305-360.
- LOPEZ-GARCIA J., SOGORB-MIRA F., 2008. Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, vol. 31, 117-136
- KRAUS A., LITZENBERGER R. H., 1973. A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, vol. 28 (4), 911-922.
- MIRANI S., BONO P., MANTOVANI R., 2016. Special report: struttura finanziaria delle PMI italiane. CRIF ratings. Disponibile su [https://www.crifratings.com/media/1421/special-report\\_-pmi\\_struttura-finanziaria-delle-pmi-italiane\\_ita\\_15122016\\_final.pdf](https://www.crifratings.com/media/1421/special-report_-pmi_struttura-finanziaria-delle-pmi-italiane_ita_15122016_final.pdf) [data di accesso: 6 luglio 2019].
- MODIGLIANI F., MILLER M., 1958. The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, vol. 3 (48), 261-297
- MYERS S. C., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, vol. 5, 147-175.
- MYERS S. C., 1984. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, vol. 39 (3), 575-592.
- MYERS S. C., MAJLUF N. S., 1984. Corporate financing and investment decisions when the firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 187-221.

- OECD 2014. Italy, key issues and policies. OECD studies on SMEs and entrepreneurship.
- PACE R., 2013. Piccole e micro imprese italiane tra crisi e vincoli finanziari: un'indagine empirica. *Rivista Piccola Impresa*, vol. 1, 57-83.
- PAGLIACCI M. R. G., 2007. Il capitale di rischio delle PMI italiane. *IPSOA – finanziamenti su misura news*, n. 5, 14-24.
- PETERSEN M. A., RAJAN G. R., 1994. The benefits of lending relationship: evidence from small business data. *The Journal of Finance*, vol. 49 (1), 3-37.
- PETERSEN M. A., RAJAN G. R., 1995. The effect of credit market competition on lending relationship. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 110 (2), 407-443.
- RAJAN G. R., 1992. Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt. *The Journal of Finance*, vol. 47 (4), 1367-1400.
- SIGNORINI L. F., 2015. Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza. Intervento del Vice Direttore generala della Banca d'Italia. Trento, 4 novembre.
- SMITH D. C., ONGENA S., 2000. What determines the number of bank relationship? Cross-country evidence. *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, 26-56.
- SOSTERO U., FERRARESE P., MANCIN M., MARCON C., 2018. *L'analisi economico - finanziaria di bilancio*. Terza edizione. Milano: Giuffrè editore.
- STIGLITZ J. E., WEISS A., 1981. Credit rationing in market with imperfect information. *The American Economic Review*, vol. 71 (3), 393-410.

