

Università di Genova
DISEFIN - Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie
16124 Genova - Largo Zecca 8/14 - Fax +39 010 209 5223



Ricerca promossa dalla
Associazione Nazionale fra le Banche Popolari:
«Le banche popolari nel localismo dell'economia italiana»

LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE
MINORI:
TEORIE E ANALISI DEL CASO ITALIANO

A.Di Majo, M.G. Pazienza, B. Triberti

Working Paper n. 7/2005
Gennaio 2005

Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano¹

A. Di Majo*, M.G. Paziienza**, B. Triberti

Abstract

Standard theories of corporate financial structure and of firm's size (reviewed in the first part of this paper) offer only a general framework for understanding the working of small firms. As a consequence, theoretical models should take into account empirical findings to explain SME's financial choices in different institutional contexts.

Unfortunately, data on Italian small firms (which represent 2/3 of all Italian businesses) are neither easily available (mainly due to the informational opacity of these firms) nor suitable to a thorough investigation of the bank-firm relationship. In an attempt to overcome this lack of information, we used different data sources: from Eurostat and Anagrafe Tributaria (paragraph 2) we obtained information on the relevance of the small business sector in Italy (compared with other EU countries) and of the lack of disclosure of reliable information which characterizes this sector; from Centrale dei Bilanci (paragraph 3.1) we analyzed (using balance sheets' figures from 1982 to 2000 of a sample of companies) the evolution of the capital structure in the small "corporate" sector; from Istat (paragraph 3.2) we got data for unincorporated firms. As it was not possible to gain information about bank-firm relationships and credit-rationing from balance sheets' figures, Isae-ANBP conducted a specific survey on a sample of 4000 firms.

Main results can be summarized as follows :

- *In 1982-2000, small firms showed a rather stable capital structure, although short-term debt financing increased. Bank loans covered more than 50% of overall financial requirements and traditional bank services were preferred to other financial services. The evolution of the D/E ratio also showed an increase in debt finance for small companies and a decrease for big ones. This was probably mainly due to Italian tax policy, but the increase of D/E ratio in small firms can also be the consequence of a change in the utilization of trade credit: empirical evidence suggests that larger firms were able to get better trade credit terms at a disadvantage of small businesses, which presumably reacted increasing their overall leverage ratio.*
- *Internal funds were a much more important source of finance in small firms (less than 10 employees) than in large companies (more than 1000 employees): retained earnings amounted to more than 33% of the sales of small firms and 7% of the sales of large ones (data ISAE-ANBP).*
- *Severance pay (TFR) represented about 20% of total assets of small firms. This proportion decreases as firm size increases.*
- *Small firms belonging to a group showed a D/E ratio smaller than other SMEs.*
- *Credit rationing indicators (ISAE-ANBP's survey) revealed that only 12% of the sample declared themselves unsatisfied with bank lending practice (this percentage is smaller among*

¹ Studio svolto nell'ambito del gruppo di ricerca su "Le Banche Popolari nel localismo dell'economia italiana" costituito presso l'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari nell'autunno del 2002. Le idee espone nel presente lavoro riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, che rimangono gli unici responsabili di eventuali errori o imprecisioni.

* Università di Roma Tre.

** Università di Firenze.

firms which borrow from Banche Popolari); only few of the firms which felt rationed changed their investment strategies. As a whole, the survey showed that credit-rationing problems were felt only by 1.5% of the sample. Over the period it seems that no relevant obstacles to firms' investment stemmed from the observed financial structure and especially because of the lack of preferred financial sources (among which leasing showed a strong increase).

Introduzione²

La teoria economica degli ultimi decenni ha fatto notevoli sforzi per avvicinare l'ideale di impresa, unità produttiva perfetta e soprattutto indifferenziata, utilizzata per i modelli di equilibrio generale, alle realtà produttive istituzionali.

La teoria economica tradizionale non è riuscita, per molto tempo, a fornire spiegazioni esaurienti delle esistenti strutture dimensionali delle imprese industriali (in particolare manifatturiere) e della loro dinamica, relegando le imprese minori a rappresentare una situazione temporanea e marginale. L'osservazione della dinamica dei distretti industriali aveva da tempo consentito di constatare la possibilità di separare lo sfruttamento delle economie di scala dalla crescita delle dimensioni delle singole imprese e dunque permesso di esaminare con maggiore interesse le potenzialità delle imprese minori. Più recentemente, l'ampio ricorso alla delocalizzazione produttiva e la crescente diffusione dei gruppi hanno reso necessario un ulteriore ripensamento sulle definizioni e sulle relazioni tra dimensioni della singola impresa e crescita economica, riflessione che è comunque ostacolata dalla grave carenza informativa sulla situazione economica e sulle scelte delle imprese minori.

Una evoluzione simile è riscontrabile anche per le scelte finanziarie delle imprese, dove sono state via via abbandonate le ipotesi che rendevano prima irrilevanti (nel mondo ideale di Modigliani e Miller) e poi univoche (nel caso di predominanza assoluta delle convenienze fiscali) le scelte di finanziamento dell'impresa; si è dunque sviluppata la ricerca di spiegazioni teoriche degli esistenti assetti di finanziamento (in mercati di capitali necessariamente "imperfetti") che consideravano gli effetti delle varie imperfezioni per trovare spiegazioni (ad esempio, dei livelli osser-

² Anche se frutto di un lavoro congiunto, ad A. Di Majo possono essere attribuiti i paragrafi 1.1 e 2.2, a M.G. Pazienza i paragrafi 1.2, 2.1,2.3, 3.2 e 3.3, e a B. Triberti i paragrafi 1.3 e 3.1. Introduzione e conclusioni sono frutto del lavoro comune.

vati di *leverage*) diverse dagli effetti della tassazione, e arrivare alla formulazione di teorie di “gerarchia” delle fonti di finanziamento che possono rispondere ad esigenze ed obiettivi differenti nelle scelte di impresa.

Dopo una breve ricognizione dell’evoluzione di questi filoni teorici, in questo lavoro l’attenzione è rivolta alle scelte finanziarie delle imprese minori italiane e al loro rapporto con le banche.

Se da un lato la teoria economica non prevede modelli chiaramente differenziati per le imprese minori, dall’altro, le indagini empiriche si scontrano con la poca trasparenza con cui queste si mostrano all’esterno. Basti pensare che su 4 milioni di imprese, l’Anagrafe Tributaria rileva che ben due terzi sono ditte individuali in contabilità semplificata. Per offrire una visione più completa e realistica della finanza delle imprese minori in Italia si è reso dunque necessario fare riferimento a diverse fonti ufficiali. I dati sulla rilevanza del fenomeno delle piccole e medie imprese e sul grado di trasparenza con cui queste si mostrano al mercato sono stati estrapolati da dati Eurostat e dell’Anagrafe Tributaria (paragrafo 2). Le indicazioni sull’evoluzione della struttura finanziaria (paragrafo 3) delle piccole e medie imprese sono state derivate dalla banca dati della Centrale dei Bilanci per gli anni dal 1982 al 2000 (paragrafo 3.1), mentre per le imprese minori dall’Istat (paragrafo 3.2). Al fine di indagare con maggiore profondità il rapporto banca-impresa, si è reso inoltre indispensabile integrare le informazioni derivanti dalle fonti ufficiali già esistenti (tra cui l’indagine Capitalia) con una rilevazione diretta operata da ISAE-ANBP (paragrafo 3.3). La rilevazione diretta ha infatti permesso di mettere in luce specifici aspetti non usualmente estrapolabili dalle analisi di bilancio con particolare riguardo ai fenomeni di razionamento visti dal lato delle imprese (e alle possibili conseguenze sui programmi di investimento), alla soddisfazione nei rapporti con le banche e all’importanza assegnata alle varie fonti di copertura del fabbisogno.

1. La varietà dei modelli di impresa e la teoria economica

1.1. Teoria economica tradizionale e dimensioni di impresa

Le dimensioni e la struttura organizzativa delle imprese sono nella realtà molto varie e la microeconomia tradizionale non offre strumenti in grado di fornire spiegazioni soddisfacenti di questa varietà, né della sua dinamica. La teoria neoclassica colloca le scelte produttive in un contesto tec-

nologico (quello sintetizzato dalle funzioni di produzione) che, in presenza di indivisibilità nei fattori di produzione e sulla base del paradigma di ottimizzazione, consente di sfruttare le possibili economie di scala e di diversificazione per convergere “*to some optimal size and scope, depending on technical conditions and resulting cost curves*”³.

Secondo un’applicazione rigida di questa teoria, la modifica delle dimensioni di impresa può avvenire semplicemente a causa dell’espansione dei mercati (anche a livello internazionale), ma come può invece variare la *struttura* dimensionale del sistema produttivo?

La spiegazione principale è ricercata nelle modifiche e nelle innovazioni tecnologiche; in assenza di queste si può pensare ad aggregazioni della produzione (con integrazioni orizzontali che consentono lo sfruttamento di maggiori economie di scala, possibilmente fino alla minimizzazione dei costi), a integrazioni “conglomerati” connesse con la scoperta di complementarità tecnologiche ed economie di diversificazione⁴, a integrazioni verticali tra imprese, conseguenti alle convenienze derivanti dalle “*close technical connections between one stage of production and the next*”⁵.

Naturalmente in questo approccio nessun ruolo specifico può essere attribuito all’imprenditore, che è invece considerato da altre teorie il protagonista e il motore del cambiamento e, quindi, di tutte le dinamiche dei processi produttivi.

La teoria neoclassica della “funzione di produzione” sembra avvalorare, in presenza di innovazioni (tecnologiche o di altro tipo) che aumentino il grado di indivisibilità dei fattori, un’espansione dei confini dell’impresa (confini che staticamente sono determinati dalle caratteristiche della particolare funzione di produzione) in grado di spiegare “tecnologicamente” le diverse dimensioni delle varie imprese.

Le teorie più moderne (contrattuali e dei diritti di proprietà) cercano altre spiegazioni della definizione dei “confini” dell’impresa e della loro dinamica, giungendo nel complesso a conclusioni meno univoche, teoricamente più ricche e articolate, che però richiedono il ricorso all’analisi empirica per spiegare l’importanza effettiva dello “*small business sector*”.

³ Ricketts (2002), p. 258.

⁴ Idem p. 232-233.

⁵ Idem.

1.1.1 Gli approcci “contrattuali” alla dimensione di impresa

In una ricerca sulla “questione dimensionale” dell’industria italiana⁶ si fa notare, a proposito delle spiegazioni concernenti la dinamica dell’integrazione verticale tra imprese, che “meno nota e scarsamente indagata appare un’ipotesi parzialmente alternativa che collega l’originalità del modello industriale italiano alla elevata propensione delle imprese a ricorrere a transazioni di mercato – e non alla produzione interna – per l’acquisizione di input intermedi”⁷. L’approccio dà risalto, oltre che alle determinanti tradizionali (tecnologie, ecc..), ai costi di transazione di diverse alternative in contesti di informazione “imperfetta”, in particolare di quelle connesse con la scelta tra relazioni interne (“gerarchiche”) e relazioni esterne (“di mercato”). Le scelte di impresa sono caratterizzate dall’esigenza di utilizzare informazioni in condizioni di incertezza (o, equivalente secondo alcuni, di complessità), in un contesto di continuo cambiamento⁸. Per quanto concerne, però, la definizione dei “confini” dell’impresa, mentre l’approccio tradizionale, come si è visto, fa riferimento a elementi “tecnici” (economie di scala e di diversificazione), l’approccio contrattuale è di più difficile utilizzazione (la stessa definizione di impresa non può che essere imprecisa) e ricorre alla distinzione tra contratti “*firm like*” (caratterizzati da incompletezza) e “*market like*” (completamente definiti). In prima approssimazione, se le scelte sono da prendere in condizioni di “razionalità limitata”, sembrerebbero preferibili contratti “*firm like*”, mentre quelli di mercato dovrebbero essere limitati alla breve durata delle transazioni più semplici. In altre parole, i confini dell’impresa e la loro dinamica (integrazione) dipendono da come meglio (in maniera più conveniente) si possono affrontare i problemi dell’informazione in un contesto di incertezza.

Per semplificare e mettere in luce questo condizionamento, può essere utile seguire lo schema di Ricketts (2002, p. 231) che analizza la scelta dei confini dell’impresa rispetto a tre diverse tipologie di esigenze:

- a) fronteggiare i continui cambiamenti del contesto ambientale;

⁶ Traù (1999).

⁷ Arrighetti in Traù (1999), p.113.

⁸ “The requirements of a continuing association able to respond flexibly to new circumstances, and capable of providing incentives leading to cooperation instead of opportunism, gives rise to the firm”. Ricketts (2002), p. 227.

- b) governare le transazioni caratterizzate da comportamenti opportunistici;
- c) produrre nuove conoscenze.

Ci si può quindi porre di fronte a questi diversi tipi di problemi osservando come differenti “*contractual mechanisms*” possono consentire di trovare risposte “corrette”, con conseguenti implicazioni per i confini dell’impresa.

Dal primo punto di vista (incertezza e complessità delle modifiche del contesto ambientale), in linea teorica si possono immaginare “casi” in cui solo specificando dettagliatamente sia possibile giungere a conclusioni sulla preferenza per le piccole ovvero per le grandi dimensioni; dovendo assumere decisioni in condizioni di razionalità limitata, si possono ipotizzare esempi in cui, anche in presenza di evidenti economie di scala, non sia necessariamente preferibile la soluzione di fusione (integrazione orizzontale) tra imprese, a meno che i costi di transazione della soluzione “di mercato” non siano talmente elevati da rendere scarsamente conveniente la prima soluzione. Considerazioni analoghe possono essere applicate a esempi di integrazione verticale contrapposti a soluzioni di mercato, nel senso che strette connessioni nelle innovazioni tecnologiche possono alternativamente condurre a fusioni (integrazioni verticali) ovvero a transazioni di mercato.

Ad esempio, se le connessioni sono estremamente *specifiche* (non appropriabili da altri) l’utilizzo della relazione di mercato (con il fornitore attento alla difesa della propria reputazione) può essere preferita; viceversa, per evitare che della modifica tecnologica vengano avvantaggiati concorrenti (mantenendo l’informazione riservata), si può preferire l’integrazione verticale tra impresa fornitrice e impresa cliente. E di esempi “astratti” se ne potrebbero costruire tanti; la conclusione generale è che non esiste una “teoria” in grado di stabilire una corrispondenza univoca tra dimensioni e scelte “convenienti” dell’impresa in condizioni di incertezza o complessità, ovvero in contesto di cambiamento (condizioni normalmente indicate come caratterizzate da “razionalità limitata”).

Neanche rispetto ai problemi posti dai comportamenti opportunistici connessi con l’informazione imperfetta (“*moral hazard*” e “*adverse selection*”) è possibile giungere a conclusioni sulla dinamica delle dimensioni di impresa. Come si è accennato, l’acuirsi di problemi di *moral ha-*

zard e di selezione avversa potrebbe far propendere per la preferenza di meccanismi “*firm like*” e, quindi, per l’internalizzazione di rapporti, con conseguente espansione dei confini dell’impresa; tuttavia, non si giunge sempre a questa conclusione, anzi in certe ipotesi si può rivelare conveniente la scelta opposta⁹. La teoria consente di analizzare tanti “casi” in cui la soluzione più conveniente oscilla tra integrazione (orizzontale e verticale) in un’unica impresa e soluzione di mercato. In particolare, l’espansione del potere di controllo di un mercato può essere affidato a fusioni, incorporazioni ecc., ma anche a “patti” tra imprese, che mantengono così dimensioni individuali ridotte.

L’impresa va considerata anche nella sua funzione di innovatrice¹⁰. In questo ruolo, le dimensioni vantaggiose sono, di nuovo, un argomento controverso. Esistono settori in cui l’entità delle economie di scala e l’ammontare del capitale richiesto sono tali da escludere la presenza della piccola impresa (si pensi all’industria aerospaziale, a certe centrali energetiche...), anche perché le grandi dimensioni, oltre a consentire lo sfruttamento delle economie di scala associate alle spese in ricerca e sviluppo, consentono un potere di mercato che assicura un ambiente favorevole di lunga durata alla ricerca di innovazioni. D’altro canto, invece, in molti dei settori industriali è possibile che l’innovazione proceda inizialmente con esperimenti a basso costo e a basso rischio realizzati in imprese di piccola dimensione, poco burocratizzate e molto flessibili. Inoltre, se l’innovazione (di processo o di prodotto, tecnologica o organizzativa) richiede l’iniziativa dell’imprenditore (schumpeteriano) non è detto che essa si associ preferibilmente alle grandi dimensioni.

1.1.2 I distretti industriali

L’analisi teorica che pone particolare enfasi sui nessi contrattuali e sulla possibilità che le transazioni possano venir regolate all’interno o all’esterno dell’impresa è probabilmente la più indicata per studiare il fenomeno dei distretti industriali¹¹, dove l’esistenza di molte imprese di

⁹ Ad esempio, “*continuing use of a particular supplier with a good reputation to protect is a possible response to adverse selection*” Ricketts (2002), p. 239

¹⁰ “*A device for initiating change*”, idem p. 251.

¹¹ Secondo la definizione più nota “il distretto industriale è un’entità socio-territoriale caratterizzata dalla compresenza attiva, in un’area territorialmente circoscritta, naturalisticamente e storicamente determinata, di una comunità di persone e di una popolazione di

piccole dimensioni si afferma come modello vincente. Da un punto di vista economico l'aspetto caratterizzante i distretti è la rilevanza delle intense relazioni tra le imprese, che diventano motivo di efficienza e, attraverso la divisione del lavoro, di sfruttamento di economie di scala. Questo aspetto era stato già sottolineato da Marshall in uno scritto giovanile: " i vantaggi della produzione su larga scala possono in generale essere conseguiti sia raggruppando in uno stesso distretto un gran numero di piccoli produttori, sia costruendo poche grandi officine"¹².

Nel funzionamento del distretto si crea dunque una rete di relazioni tra imprese che si specializzano in piccole fasi della produzione e creano economie esterne all'impresa ma interne al distretto. Il fenomeno della specializzazione si crea solitamente con l'uscita di parte dei lavoratori dipendenti dall'impresa; questi si mettono in proprio per svolgere specifiche fasi della lavorazione, determinando dunque una certa fluidità sociale e una particolare solidità nei legami di subfornitura.

Un'ulteriore implicazione economica dell'intensità delle relazioni tra le imprese e della particolare coesione sociale dei distretti è ravvisabile in una diminuzione dei costi di transazione ricollegabile ad un innalzamento del *trust* (grado di fiducia reciproca tra tutti i soggetti) del sistema locale¹³. Nel momento in cui le relazioni sono intense e gli scambi ripetuti e si innestano meccanismi di regolazione dei rapporti basati sulle reputazioni personali e delle imprese, i costi di assicurazione nei confronti di comportamenti di *free-riding* e di monitoraggio da parte dei contraenti o dei fornitori di capitali diminuiranno in modo consistente. A questi elementi, positivi per il contrasto ai tipici fattori di *adverse selection* incontrati dalle imprese di minori dimensioni nell'accesso al credito (di cui si discuterà nei paragrafi successivi), si devono però contrapporre alcuni elementi "negativi" nella valutazione dell'intermediario creditizio: se è vero che è più facile raccogliere informazioni sulle imprese (e ritenere poco probabili comportamenti opportunistici) è indubbio che i rischi per le imprese del distretto sono fortemente correlati tra loro e, inoltre, proprio la presenza di forti relazioni tra imprese impedisce una chiara valutazione

imprese industriali. Nel distretto, a differenza di quanto avviene in altri ambienti (ad esempio, la città manifatturiera) la comunità e le imprese tendono, per così dire, ad interpretarsi a vicenda". Becattini (1991), pp. 52-53.

¹²Marshall (1972).

¹³ Cfr. Dei Ottati (1993).

dei rischi del caso singolo. Negli anni più recenti, la letteratura empirica¹⁴ ha fatto molti tentativi per capire se prevalessero i fattori positivi o negativi nel rapporto tra imprese distrettuali e banche locali, ma le stime appaiono ancora contraddittorie: se da un lato viene rilevato un “effetto distretto” che sembra contenere il costo medio del debito e lenire i problemi di razionamento, ciò non appare direttamente ricollegabile a una specificità dei rapporti tra banche e imprese distrettuali, almeno in termini di ruolo della banca locale e concentrazione dei finanziamenti chiesti dalle imprese¹⁵.

1.1.3 L'organizzazione in gruppo

Un gruppo di imprese può essere definito come un'insieme di società, giuridicamente distinte, che, attraverso legami giuridici o contrattuali, fanno capo ad un unico vertice (persona fisica o giuridica) che ne indirizza la gestione. Il gruppo costituisce quindi una forma organizzativa che va inquadrata nelle forme di concentrazione e nei processi di crescita. L'organizzazione in gruppo può rispondere a diverse finalità, tra cui si possono ricordare il perseguimento dell'efficienza organizzativa, la diversificazione del rischio, le potenzialità di elusione fiscale¹⁶ e non ultima la possibilità di una crescita flessibile e “mimetica”. E' proprio quest'ultimo aspetto che sembra particolarmente interessante per capire quali motivazioni siano alla base della rilevante diffusione di gruppi tra le piccole e medie imprese.

Tra le opportunità offerte dall'organizzazione in gruppo che più rispondono agli obiettivi sopraelencati va segnalata innanzitutto l'elasticità dei rapporti con l'esterno: l'impresa può presentarsi sotto l'ombrello del gruppo o come soggetto autonomo (dato che giuridicamente lo è), ovvero la singola impresa può essere vista sia come impresa *economica* (se se ne considera una certa autonomia), sia come impresa *giuridica*, ovvero strumento formale del gruppo. Nell'analizzare questi fenomeni si deve

¹⁴ Si vedano i lavori contenuti in Signorini (1999), Conti e Ferri (1997) e Finaldi Russo e Rossi (1999).

¹⁵ Si veda quanto ricordato in Finaldi Russo e Rossi (1999).

¹⁶ In assenza di una tassazione sui profitti con consolidato di gruppo (introdotto in Italia per la prima volta a partire dal 1 gennaio 2004, ma come opzione), l'elusione è legata a manovre di *profit shifting*, attuata in modo più o meno sofisticato, anche a seconda del raggio di azione, interno o multinazionale del gruppo.

considerare sia la capacità decisionale relativa all'allocazione delle risorse, tipica dell'approccio tradizionale alla teoria dell'impresa, sia la capacità di decisione contrattuale, ovvero la capacità di stabilire relazioni autonome con terzi, più vicina a impostazioni di teoria dei contratti. Pensando all'attività economica come processo di allocazione di risorse per la produzione, viene spontaneo assegnare il centro dell'attenzione al gruppo di imprese. Se si pone invece maggiore enfasi sull'impresa come *nexus of contracts* l'attenzione rimane focalizzata sulle singole unità che compongono il gruppo, pur rimanendo rilevante l'influenza determinata dall'attività di coordinamento globale. Tra i vantaggi di tipo prettamente *industriale* può essere ricordato quello di un maggiore controllo degli approvvigionamenti materiali e delle catene di distribuzione e la maggior facilità di raccolta di capitali, anche a causa della eventuale gestione centralizzata.

Inoltre, nell'ambito delle motivazioni di tipo organizzativo¹⁷, in via generale più adatte alle grandi imprese, va compresa la possibilità di utilizzare schemi di incentivazione della dirigenza. Se l'articolazione in gruppo può aumentare il rischio di asimmetrie informative tra il centro decisionale e gli agenti interni alle singole imprese e rendere il monitoraggio più costoso, può consentire d'altra parte una maggiore articolazione delle carriere e degli incentivi (contrattuali), che potrebbero motivare meglio gli agenti, superando dunque gli stessi problemi informativi. Questa opzione assume rilevanza anche nel contesto delle imprese minori dove le possibilità di carriera interna, comunque limitate, potrebbero essere sviluppate assegnando la direzione di entità autonome. La costituzione di un gruppo può poi consentire di raggiungere *soluzioni cooperative*, diminuendo il rischio di conflitti interni, anche in relazione ai passaggi generazionali che rappresentano notoriamente un punto delicato per il sistema "familiare"¹⁸.

Per quanto concerne la tradizionale opzione per la limitazione delle responsabilità patrimoniali che vengono suddivise tra i diversi soggetti giuridici, va sottolineato che la *diminuzione del rischio* di impresa può valere a maggior ragione per le piccole imprese familiari. La costituzione in gruppo può poi *modificare la trasparenza* ovvero consentire di au-

¹⁷ Si veda su questi aspetti Carone e Iacobucci (1999).

¹⁸ Il gruppo Benetton può costituire un interessante esempio di struttura organizzativa improntata anche al mantenimento degli equilibri familiari.

mentare o diminuire le informazioni fornite all'esterno. Questo aspetto potrebbe essere di grande rilevanza in relazione alla possibilità di aumentare il ricorso al credito bancario.

Nei rapporti con lo Stato la costituzione in gruppo può avere anche obiettivi di tipo tributario (spostare perdite e profitti) o di *ottenimento di sussidi* legati a soglie dimensionali particolari, a cui si dovrebbe rinunciare con una crescita interna.

La formazione in gruppo sembra adattarsi particolarmente bene alle caratteristiche del capitalismo familiare italiano, proprio perché alla crescita mimetica si accompagna una forte flessibilità. Inoltre l'autonomia giuridica delle singole imprese consente di avere vantaggi anche nella varietà di relazioni con clienti e fornitori, continuando a utilizzare relazioni informali e contratti poco completi, impensabili nei rapporti con una grande impresa (in cui il responsabile di divisione non potrebbe assumere pari responsabilità in contratti incompleti).

Data la molteplicità delle variabili in gioco, per arrivare a una schematizzazione delle tipologie di gruppi può essere importante analizzare¹⁹:

- 1) il grado di diversificazione delle attività svolte dalle singole società;
- 2) il grado di autonomia decisionale e l'accentramento di funzioni comuni;
- 3) la concentrazione della proprietà e la presenza di amministratori comuni.

Tanto maggiore è il grado di diversificazione delle attività, tanto più il gruppo può essere assimilato ad un meccanismo puramente finanziario.

Secondo la letteratura empirica²⁰, ci si può attendere una relazione tra questi fattori e le dimensioni del gruppo (e delle imprese che compongono il gruppo): all'aumentare della dimensione aumenta il grado di diversificazione e dunque la prevalenza delle singole imprese sul gruppo. Per le dimensioni piccole, invece, il gruppo dovrebbe essere assimilabile a un'unica impresa economica.

¹⁹ Si veda Lorenzoni (1990) e Carone e Iacobucci (1999).

²⁰ Monferrà (2000) e Carone e Iacobucci (1999).

1.2 Il finanziamento dell'impresa

Parallelamente alla teoria sulla natura economica dell'impresa (cui si è fatto riferimento limitatamente al problema della dimensione), si è evoluta quella sulla sua struttura finanziaria (connessa in particolare con l'attività di investimento).

Se si vuole delinearne sinteticamente questa evoluzione, si può osservare che muovendo dall'irrelevanza della tipologia di finanziamento dell'attività, sancita dal teorema di Modigliani- Miller (1958), che comporta l'invarianza, sotto certe condizioni, del valore complessivo dell'impresa rispetto alla composizione del finanziamento (debito, azioni, autofinanziamento), gli sviluppi successivi hanno evidenziato diverse ragioni che fanno dipendere il valore dell'impresa (e, quindi, il costo del capitale finanziario) dalla struttura del finanziamento (dell'attività complessiva ovvero del singolo progetto di investimento).

Il teorema di Modigliani-Miller dimostra che il *cash flow* complessivo dell'impresa, in definite condizioni di rischio, è dato dalle attese di rendimento sull'orizzonte temporale rilevante, e non importa come esso venga distribuito, semplificando, tra profitti (al capitale proprio) e interessi (al debito)²¹.

L'evoluzione successiva, principalmente basata sull'abbandono delle ipotesi di mercato perfetto dei capitali, con diffusa e identica informazione per tutti gli operatori, si è soffermata in un primo momento sulla asimmetria informativa (*moral hazard* e *adverse selection*), giungendo alla conclusione che diverse strutture finanziarie influenzano diversamente gli incentivi avvertiti dai managers e, quindi, la profittabilità attesa e il valore dell'impresa.

In seguito la letteratura ha considerato le conseguenze finanziarie dell'allocazione dei diritti di proprietà mostrando che il valore dell'impresa (e il suo rendimento) sono influenzati dalla diversa allocazione dei diritti di decisione e di controllo sull'uso delle risorse disponibili nell'impresa stessa.

²¹“Il teorema di Modigliani – Miller rappresenta un *benchmark* nella finanza simile a quello del lavoro di Coase nella teoria dell'organizzazione. Senza costi di transazione e piena informazione per tutti, la struttura organizzativa risulta indeterminata ...; con mercati in cui le transazioni non sono costose e comunque perfetti, i mezzi di finanziamento sono irrilevanti ...e non esiste una particolare struttura finanziaria ottimale” (Ricketts 2002, p. 322).

Infine, l'osservazione che le decisioni finanziarie possono essere prese in condizioni di razionalità limitata ha ampliato ulteriormente l'ambito della teoria economica della struttura del finanziamento di impresa.

1.2.1 Finanza e asimmetrie informative (modelli di agency)

Nei modelli di *agency* la struttura finanziaria scelta dall'impresa ha un'influenza sul suo valore in conseguenza dell'insorgere di conflitti tra diversi portatori di interessi (in questo contesto: azionisti-proprietari, *managers*, creditori, nuovi azionisti); più precisamente, una certa struttura del capitale può mitigare conflitti di interesse i cui costi si possono manifestare anche come scelta "non ottimale" degli investimenti; se si rimuove la simmetria nelle posizioni degli agenti, si inserisce la possibilità di fallimento e si assume che il comportamento degli uni non sia osservabile senza costi dall'altro gruppo di agenti, si possono distinguere i modelli in base al tipo di conflitto che li caratterizza. In presenza di un conflitto *azionisti - managers* si suppone che questi ultimi perseguano obiettivi potenzialmente in contrasto con quelli dei proprietari attraverso spese per investimento superiori a quelle ottimali (Jensen, 1986): la struttura ottima (per i proprietari) del capitale dell'impresa sarà determinata da quel grado di indebitamento per cui i benefici (riduzione del *free cash-flow*²² a disposizione dei *managers*) siano esattamente compensati dai costi (*underinvestment* o aumento della probabilità di bancarotta)²³.

Questo approccio, originato da un lavoro di Jensen e Meckling (1976), è basato sul *moral hazard*, per cui i *managers* possono avere comportamenti non controllabili dai proprietari. In queste condizioni, in cui i *managers* sono interessati ai propri benefici privati (oltre che al valore dell'impresa sul mercato), il ricorso al finanziamento azionario esterno può annacquare i rischi sopportati dai *managers*, mentre il debito può rappresentare un elemento di disciplina; l' "*optimal debt-equity ratio is determined at the point where the marginal benefit of keeping the mana-*

²²Nell'accezione di Jensen (1986), per *free cash-flow* si intende l'ammontare di *cash flow* in eccesso rispetto a quello che può essere profittevolmente impiegato in progetti di investimento.

²³ Ovviamente questo tipo di conflitto può essere eliminato provvedendo a forme di incentivazione per i *managers* (ad esempio partecipazioni azionarie) che portino la loro funzione obiettivo più vicina a quella degli azionisti senza appesantire la struttura finanziaria dell'impresa.

ger from taking perks is offset by the marginal cost of causing risky behaviour” (Hart 2001, p. 1082).

In realtà, non sembra molto razionale trasferire sulla struttura finanziaria la soluzione di un classico problema di incentivi in presenza di problemi di *agency*: la soluzione andrebbe preferibilmente cercata non in una adeguata struttura finanziaria, ma in un adeguato schema di incentivi.

Per il rapporto tra *proprietari e finanziatori esterni*, se si suppone che l'esito di un certo progetto di investimento sia incerto, si possono distinguere due casi a seconda della situazione post-realizzazione: 1) se i risultati dell'investimento sono osservabili da tutti gli agenti (e verificabili da una eventuale parte giudicante) sarà sempre possibile trovare un contratto di finanziamento; 2) nel caso in cui solo i gestori dell'impresa possono osservare l'andamento dei profitti, ovvero per i creditori sia estremamente costoso monitorare la realizzazione dell'investimento, il contratto ottimale potrebbe essere l'indebitamento standard (senza cioè partecipazione a utili che i proprietari avrebbero tutto l'interesse ad occultare). In un'impresa altamente indebitata potrebbe sorgere però l'incentivo per i proprietari a realizzare progetti di investimento altamente rischiosi, tali da presentare un valore attuale netto negativo a causa dell'elevatissimo tasso a cui dovrebbero essere scontati i rendimenti futuri, proprio perché la potenziale perdita degli azionisti in caso di fallimento è "annacquata" dall'elevato livello di indebitamento. D'altra parte, i finanziatori possono tutelarsi da questa possibilità razionando il credito erogato o aumentando il premio per il rischio. Diventa dunque importante valutare la *reputazione* di un'impresa sul mercato dei capitali, reputazione che può mitigare questi costi di agenzia contenendo il costo dell'indebitamento. E' questa un'altra razionalizzazione, dovuta al modello di Diamond (1989), per cui le imprese più anziane (e per analogia anche quelle di maggiori dimensioni) hanno a disposizione fondi per l'investimento in maggiori quantità e ad un minor costo.

L'altro filone dei modelli di agenzia è quello della *selezione avversa*; in questi modelli si determinano le condizioni di una inefficiente allocazione perché c'è un'asimmetrica distribuzione delle informazioni *ex ante*; solo i proprietari o i *managers* conoscono l'attuale valore dell'impresa (se è di *High value* o *Low value*) e gli agenti meno informati, se non ricevono adeguate segnalazioni, tendono a intraprendere azioni che influiscono negativamente sulla qualità media dei beni scambiati o, più specificamente,

si proteggono da questo tipo di incertezza con il prezzo. Ad esempio, il modello di Myers-Majluf (1984) illustra un caso in cui il vantaggio informativo interno è tale che un'emissione di nuove azioni sul mercato comporterebbe necessariamente una sottovalutazione del loro prezzo. La perdita per gli azionisti esistenti potrebbe essere tale da superare il surplus (valore attuale netto) dell'investimento e dunque portare a rinunciare all'opportunità (*underinvestment*). Dunque il risultato di questa asimmetria informativa è inizialmente la rinuncia dell'impresa a progetti teoricamente profittevoli e successivamente la ricomposizione della struttura del capitale per trovarsi nel futuro liberi da questa sorta di *financing trap*: la ricomposizione dovrà dunque essere tale da aumentare le attività liquide che possono essere usate direttamente per gli esborsi per investimento²⁴. Gli autori tuttavia enunciano alcune proposizioni indicative di comportamenti razionali in un modello caratterizzato da questo problema informativo che portano ad una vera e propria gerarchia tra le fonti di finanziamento dell'investimento, nota come *pecking order theory*²⁵. La gerarchia prevede che le fonti interne siano, nel caso dei problemi informativi discussi, sempre preferite a quelle esterne e, nell'ambito di queste, il debito sia preferito all'emissione di nuove azioni; in considerazione di queste preferenze le imprese dovrebbero aumentare la finanza interna innanzi tutto trattenendo gli utili, arrivando così a modificare il *dividend pay-out* normale. La prescrizione sul blocco dei dividendi erogati per aumentare l'ammontare di fondi interni è quella più soggetta a critiche, in quanto contraddetta in gran parte dall'evidenza empirica che arriva a presentare anche erogazioni di dividendi in anni di perdite di bilancio²⁶, e anche dalla possibilità (teorica) che i dividendi possano costituire un veicolo di segnalazione per il mercato e dunque mitigare i costi dell'asimmetria informativa.

²⁴ Anche l'approccio di Myers Majluf sembra trovare nella struttura finanziaria la soluzione di problemi che possono altrimenti (e più semplicemente) essere risolti, almeno teoricamente, con adeguati schemi di incentivazione (Hart 2001, p. 1083).

²⁵ Myers (1984) puntualizza correttamente che l'idea di una gerarchia tra le fonti di finanziamento era già presente nella letteratura empirica dai primi anni sessanta.

²⁶ Una conferma di questa evidenza può essere fornita, per l'Italia, da una semplice ispezione dei dati Mediobanca in periodi di recessione. Le società ivi registrate sono quelle di maggiori dimensioni, con azionariato diffuso e che hanno indubbiamente più bisogno di non scontentare il mercato. Per imprese più piccole, a proprietà strettamente familiare, ovviamente lasciare tutti i redditi all'interno dell'impresa è un'ipotesi molto più plausibile.

Il problema della selezione avversa è poi affrontato da Gertler e Hubbard (1990) con la definizione di un contratto ottimale per la raccolta di fondi in cui si suggerisce una partecipazione agli utili del creditore in modo che l'impresa non debba sopportare interamente sia il suo rischio specifico, sia il rischio congiunturale (o sistemico) che invece dovrebbe in parte essere addossato al prestatore di fondi. Questa impostazione teorica è stata di supporto alla sperimentazione in Italia di quelli che si definiscono “prestiti partecipativi”.

1.2.2 Finanza, costi di transazione e diritti di proprietà

Un ulteriore filone di analisi della finanza di impresa si sta sviluppando come applicazione dell'impostazione teorica dell'incompletezza contrattuale e della distribuzione dei diritti di proprietà. Le teorie basate sull'asimmetrica distribuzione delle informazioni assumono che i contratti tra gli agenti (in questo caso di finanziamento) siano comunque estensibili senza costi rilevanti e completi, ovvero, una volta trovata la formula che minimizza gli eventuali costi di agenzia, il contratto tra le parti prevede i comportamenti in relazione a tutti gli eventi che si potranno presentare. I costi di redazione di un contratto possono invece rivelarsi così elevati da individuare un vero e proprio fallimento: l'incompletezza contrattuale che risulta dall'eccessivo costo della specificazione di tutti i possibili stati del mondo genera una particolare forma di *underinvestment*, ossia la rinuncia a forme di investimento specifiche²⁷. Se è vero che il mutamento delle condizioni ambientali potrebbe essere affrontato da una rinegoziazione, va anche sottolineato che ogni contraente temerà un *tradimento (hold-up)* dell'altra parte al momento della scadenza del primo contratto e tenderà quindi a limitare la pur ottimale specificità dell'investimento. L'approccio dei *property rights*, invece, assumendo l'incompletezza contrattuale, pone l'accento sui rapporti di potere che influiscono sulle relazioni tra due agenti e cerca di individuare la distribuzione più efficiente dei diritti di proprietà tra le parti. In particolare la decisione di investimento e di raccolta di finanziamento di un'impresa può essere letta in quest'ottica: il contratto di debito con un finanziatore esterno o la sua partecipazione al capitale di rischio dipenderanno anche dalla

²⁷La specificità può essere intesa sia come *asset-specificity* sia come *relationship-specific-investment*.

distribuzione dei diritti residuali sull'attività oggetto della spesa. Il contratto di debito è visto come un accordo in base al quale il debitore diventa proprietario dei beni acquistati e garantisce un flusso costante (e indipendente dai rendimenti del progetto) di pagamenti, sapendo che se contravviene agli accordi dovrà cedere al creditore - attraverso la procedura di fallimento - i diritti residuali sui beni. Il debito è dunque un mezzo attraverso cui i diritti di proprietà (definiti in termini di decisione e controllo) passano da un soggetto ad un altro in certi stati del mondo²⁸. La contrattazione tra impresa e banca, e dunque i costi e le caratteristiche del debito, saranno in quest'ottica notevolmente influenzati, oltre che dalle attese sul rendimento del progetto, anche dal tipo di bene che l'imprenditore intende acquistare e che può fungere anche da garanzia reale. Ad esempio, per un impianto caratterizzato da rapida obsolescenza il fornitore di fondi sarà indotto a proporre un contratto a breve termine, mentre un'elevata specificità dello stesso renderà certamente l'indebitamento più oneroso poiché, anche con il passaggio dei diritti reali sull'impianto, la possibilità di rivalsa per la banca sarebbe limitata²⁹.

Anche se la teoria economica della struttura finanziaria di impresa è in continua evoluzione e non perviene a risultati facilmente generalizzabili, si può tentare di sintetizzarne le linee essenziali, seguendo un recente lavoro di Hart (2001):

²⁸E' questa l'interpretazione proposta da Aghion-Bolton. Per un'esposizione sintetica si veda Hart (1995).

²⁹Da parte di alcuni si è inteso estendere il concetto di specificità anche alle caratteristiche del settore di appartenenza, in relazione sia alla numerosità delle imprese sia al momento congiunturale attraversato. Un impianto molto specifico potrebbe indurre preoccupazioni per una banca se una crisi di settore rendesse improbabile il ricollocamento dell'impianto presso altre imprese. Un modello di Hart-Moore (1995) estende invece il caso classico di agenzia con conflitto azionisti-managers per spiegare l'esistenza, e soprattutto la composizione per scadenze e priorità (seniority), dei contratti di debito. La presenza di debito a breve termine e con elevato grado di seniority (cioè non posponibile) si giustifica proprio con l'intento di evitare che il management intraprenda investimenti non profittevoli ma che rispondono alla sua personale soddisfazione (*empire-building*). La composizione ottimale del passivo sarà dunque il risultato di un trade-off tra l'incentivo *all'overinvestment*, indotto dalla possibilità di raccogliere fondi a lungo termine nel caso nel bilancio non sia presente già una consistente quota di debito a lungo termine senior, e *l'underinvestment* indotto invece dalla difficoltà di raccogliere fondi per progetti profittevoli se la quota dell'esposizione senior risulta troppo elevata.

- a) In condizioni stilizzate e astratte la struttura finanziaria dell'impresa è irrilevante, secondo Modigliani Miller, per il valore della stessa impresa e, quindi, per il costo del finanziamento (in particolare degli investimenti); i rendimenti (*cash flows*) dell'impresa sono dati e la ripartizione tra capitale proprio e debito caratterizza solamente le diverse "pretese" su tali *cash-flows*: fisse per i creditori, residuali per gli azionisti.
- b) La teoria dell'agenzia mantiene le stesse premesse, salvo che per gli incentivi per i managers, che possono essere influenzati dalla struttura finanziaria e, quindi, questa può così condizionare il valore dell'impresa (e il costo del capitale)
- c) L'allocazione dei diritti di proprietà (nella versione dei *decisions and control rights*) influenza la struttura finanziaria: il modello di Aghion e Bolton (1992) mostra che differenti strutture del finanziamento (tra *insider* – l'imprenditore – e *outsiders* – i finanziatori), in presenza di conflitti di interesse, sono necessarie per massimizzare il valore dell'impresa rilevante per la società nel suo complesso³⁰, sulla base di considerazioni cui sono estranee le problematiche degli incentivi. Connesso invece con questi ultimi è l'approccio di Dewatripont e Tirole (1994)³¹, tra gli altri, secondo cui la distribuzione dei diritti di proprietà (sia in termini di *claims* sui *cash flows* sia in termini di decisione e controllo) influenza profondamente gli incentivi ad operare da parte dei managers di impresa (diversamente in diverse condizioni): "*diversity is good ...because diversity changes incentives*" e "*heterogeneous claimants can put more pressure on management than homogeneous claimants*"³². Naturalmente l'approccio dei diritti di proprietà si basa sull'ipotesi cruciale, ricordata più indietro, dell'incompletezza dei contratti anche nel campo finanziario, mentre comune a questo, ma anche ad altri approcci, può essere l'ipotesi di razionalità limitata³³.

1.2.3 Il ruolo della tassazione nelle scelte finanziarie di impresa

Il sistema tributario può influenzare molti aspetti delle decisioni di impresa: tra i principali possono essere ricordati la scelta della forma giuridica

³⁰ Hart (2001), pp.1085-1090

³¹ idem, p. 1091

³² Idem pag. 1092. Per una rassegna della letteratura rilevante si vedano le pagine 1092 e seguenti.

³³ Ricketts (2002), p.331

e dell'assetto organizzativo (ad esempio la costituzione in gruppo, la scelta di internazionalizzazione), gli investimenti, la struttura finanziaria, le modalità di distribuzione dei guadagni di impresa, la gestione del management.

Le relazioni tra variabili fiscali e scelte di finanziamento sono probabilmente quelle più studiate e facilmente schematizzabili³⁴: l'assetto della *corporation tax* che ha prevalso tra i paesi sviluppati prevede infatti in linea generale³⁵ la piena deducibilità della remunerazione del capitale di credito, ma non del capitale proprio, con la conseguente creazione di un "vantaggio fiscale" per il debito (o, con altra terminologia, di un cuneo fiscale per l'utilizzo del capitale proprio)³⁶. Queste considerazioni hanno avuto notevoli conseguenze anche nei modelli teorici: a partire dalla già citata proposizione di irrilevanza della struttura finanziaria di Modigliani Miller, il riconoscimento di una tale asimmetria nei sistemi fiscali ha portato prima all'idea di un finanziamento "obbligato" e totalizzante con debito (tendente a sfruttare al massimo il vantaggio fiscale), poi una visione di *trade off*, dove i vantaggi fiscali del debito (quando possono essere sfruttati) devono essere confrontati con i costi di un possibile fallimento e con le interazioni delle aliquote personali per arrivare alla determinazione del rapporto di indebitamento "ottimale".

Le verifiche empiriche sulle scelte finanziarie di impresa tendono a ridimensionare l'idea di un rapporto di indebitamento ottimo, regolato anche da elementi fiscali, perché troppi sono gli elementi istituzionali che vi concorrono, non ultimo la possibilità di razionamento³⁷.

Nel sistema italiano, ad esempio, la complessità della normativa ha creato dei veri e propri ordinamenti di convenienza fiscale delle fonti di

³⁴ Per una rassegna recente si veda Graham (2003)

³⁵ Nell'ultimo decennio i sistemi fiscali hanno tuttavia modificato questo vantaggio per il debito inserendo limiti alla deducibilità degli interessi passivi o, per l'esperienza italiana del periodo 1998-2003, con un sistema combinato DIT-Irap che riduceva notevolmente il vantaggio fiscale del debito.

³⁶ Naturalmente il peso dei fattori tributari è principalmente connesso alle elevate aliquote nominali della tassazione del reddito di impresa che, negli ultimi decenni, si sono aggirate nei principali paesi europei tra il 30 e il 50 per cento.

³⁷ Tra i contributi più recenti, il lavoro di Alworth e Arachi (2001) mostra alcune evidenze dell'impatto della variazione della normativa tributaria sulle modifiche della composizione del debito; tuttavia un legame specifico tra variabile fiscale e un valore ottimo di leverage non è identificato.

finanziamento che, unite ad elementi specifici di *governance* (la tradizionale avversione all'allargamento della compagine azionaria), rendono il modello della *pecking order theory* discusso nei paragrafi precedenti il più adatto a sintetizzare le scelte finanziarie delle imprese di dimensioni medio piccole³⁸. Infatti guardando al trattamento fiscale delle varie fonti si può notare che il debito ha sempre costituito la modalità di finanziamento meno onerosa, grazie alla piena deducibilità degli interessi passivi e aliquote legali che fino alla metà degli anni novanta erano molto elevate; l'autofinanziamento e l'apporto di capitale azionario sono invece sempre state penalizzate in termini di prelievo fiscale (con la breve parentesi del sistema DIT), ma tuttavia l'autofinanziamento è comunque sempre stata la fonte privilegiata, proprio per le caratteristiche di "autonomia" che lo contrappongono al rapporto creditizio o all'allargamento della partecipazione azionaria. E' importante sottolineare che la preferenza per l'autofinanziamento può essere difficile da rilevare attraverso l'analisi economica dei bilanci aggregati (da cui si nota comunque una netta stabilità delle scelte), anche se emerge costantemente dalle indagini dirette (si veda a questo proposito il paragrafo 3.3).

Diverso invece il caso delle imprese maggiori che possono fare arbitraggi fiscali su larga scala e hanno accesso a strumenti finanziari più evoluti³⁹. In questo caso la gerarchia delle fonti di finanziamento ha meno rilevanza e le strutture finanziarie sono invece a pronte a sfruttare nuove possibilità: la costituzione in gruppo multinazionale, ad esempio, può essere fatta anche sulla spinta del *tax planning*. In questo caso si assisterà ad un elevato indebitamento nei paesi ad alta fiscalità nei confronti di consociate residenti in paesi a bassa fiscalità per far "spostare" i profitti verso una destinazione più favorevole per il carico fiscale complessivo.

Inoltre, anche il recente forte sviluppo del leasing – che ha riguardato tutte le tipologie di impresa - può essere letto sia come una possibilità di utilizzare una fonte di finanziamento flessibile e con minori barriere all'entrata, sia con motivazioni puramente fiscali: con un contratto di leasing si sposta reddito imponibile dal *lessor* (che acquista un macchinario,

³⁸ Si veda a questo proposito il modello sviluppato da Bontempi Giannini e Golinelli (2003).

³⁹ Si pone inoltre il problema della determinazione di una tassazione neutrale dei nuovi strumenti finanziari che le Amministrazioni dei vari paesi tardano ad inseguire. Si veda Auerbach (2001) per alcuni esempi in proposito.

indebitandosi, per cederlo in leasing deducendosi però interessi e ammortamenti) al *lessee* (che può dedursi i canoni ma non usufruire di crediti di imposta e ammortamenti accelerati).

Nell'analizzare le scelte finanziarie nel contesto italiano non si possono poi trascurare le spinte legate alla volontà di eludere o evadere le imposte. L'utilizzo del debito può infatti essere sinonimo dell'impiego della fonte di finanziamento meno onerosa ma anche di un vero e proprio comportamento elusivo se la flessibilità delle relazioni tra gli *stakeholders* (nel caso delle imprese minori) e la mancanza del vincolo del mercato borsistico mascherano l'apporto di capitale di rischio del socio imprenditore con un fittizio apporto di capitale di credito⁴⁰. E' chiaro che considerando questi aspetti la lettura dei bilanci diviene più difficile se non completamente falsata: l'indebitamento può risultare in alcuni casi sovradimensionato e completamente fittizio, mentre l'ammontare effettivo degli utili – e dunque dell'autofinanziamento - o del capitale proprio presente nell'impresa molto inferiore a quello effettivo, con un conseguente aumento apparente dei livelli del *leverage*.

1.3 La struttura finanziaria delle imprese minori

Sebbene la letteratura sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese sia piuttosto ampia e abbia prodotto una serie di risultati (verificati empiricamente in prevalenza su dati di imprese statunitensi⁴¹), essa si è concentrata quasi esclusivamente sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese di grandi dimensioni, con azionariato diffuso e con una struttura proprietaria caratterizzata da separazione tra proprietà e controllo.

La tabella che segue (tabella 1) vuole fornire una sintesi dei principali risultati offerti dalla letteratura sull'argomento. Nella prima colonna viene riportata la correlazione presa in esame nei diversi contributi teorici ed empirici, nella seconda i risultati di tali studi (in termini di segno, positi-

⁴⁰ Si vedano a questo proposito Di Majo (1996) e Di Majo e Pazienza (2000). Val la pena di ricordare che l'emissione delle obbligazioni da parte delle imprese societarie di minori dimensioni è stato a lungo uno strumento di apporto mascherato di capitale di rischio: le obbligazioni venivano infatti sottoscritte dallo stesso imprenditore che con il relativo rendimento riusciva a incamerare gli utili dell'impresa con un'aliquota molto più favorevole rispetto a quella prevista dall'Irpef.

⁴¹ Per una rassegna sulle teorie della struttura finanziaria delle imprese e dei principali lavori di verifica empirica effettuati, si veda Harris e Raviv A. (1991), Zingales (2000).

Tabella 1. Le determinanti del finanziamento con debito

correlazione			Modelli di riferimento
tra finanziamento con debito e	Tipo	Motivazione	teorici ed empirici di maggiore rilevanza
Asimmetrie Informative	+	Il debito "non rischioso" è visto come una forma di finanziamento che non implica una sottovalutazione del valore dell'impresa da parte del mercato. Il debito è un modo per evitare di segnalare informazioni.	Ross 1977 Leland e Pyle 1977 Myers e Majluf 1984
	-	Problemi di <i>adverse selection</i> e <i>moral hazard</i> nel rapporto con i finanziatori possono rendere difficoltoso l'accesso al credito da parte delle imprese.	Townsend 1979 Stiglitz e Weiss 1981 Diamond 1984
Profittabilità	+	In presenza di una elevata profittabilità degli investimenti, il finanziamento con debito consente di non modificare gli assetti proprietari e quindi la destinazione dei profitti	Long e Malitz 1985
	-	L'elevata profittabilità dell'investimento rende disponibili maggiori fondi interni che, in accordo con la <i>pecking order theory</i> , è la fonte di finanziamento preferita al debito e all'emissione di nuove azioni.	Myers 1984 Kester 1986
cash-flow disponibile	+	L'indebitamento è visto come un elemento di disciplina in presenza di problemi di <i>agency</i> nelle imprese con separazione tra proprietà e controllo.	Jensen 1986 Stulz 1990
	-	La disponibilità di fondi generati dalla gestione rende non necessario il ricorso all'indebitamento di breve periodo.	Myers e Majluf 1984 Chang 1987
rischio di acquisizione da parte di altre imprese	+	E' stato osservato che in risposta ad una minaccia di takeover, la società target incrementa il finanziamento con debito e questo si riflette in un innalzamento del prezzo delle azioni ⁴² .	De Angelo e De Angelo 1985 Harris e Raviv 1988 Stulz 1988; 1990
opportunità di crescita	-	Questo tipo di correlazione osservata non è stata interpretata in modo univoco.	Jensen e Meckling 1976; Stulz 1990
	+	Per attività rischiose, l'indebitamento consente di condividere il rischio del progetto. Inoltre l'indebitamento ha il vantaggio per l'impresa virtuosa di appropriarsi degli utili che residuano dopo il pagamento degli interessi passivi.	Kester (1986)

⁴² Le teorie sulla struttura finanziaria sviluppatesi nell'ambito della letteratura sul "corporate control" danno indicazioni sulla evoluzione della struttura finanziaria nel breve periodo e in risposta a minacce imminenti. Esse non dicono quindi nulla sulla struttura finanziaria delle imprese nel lungo periodo.

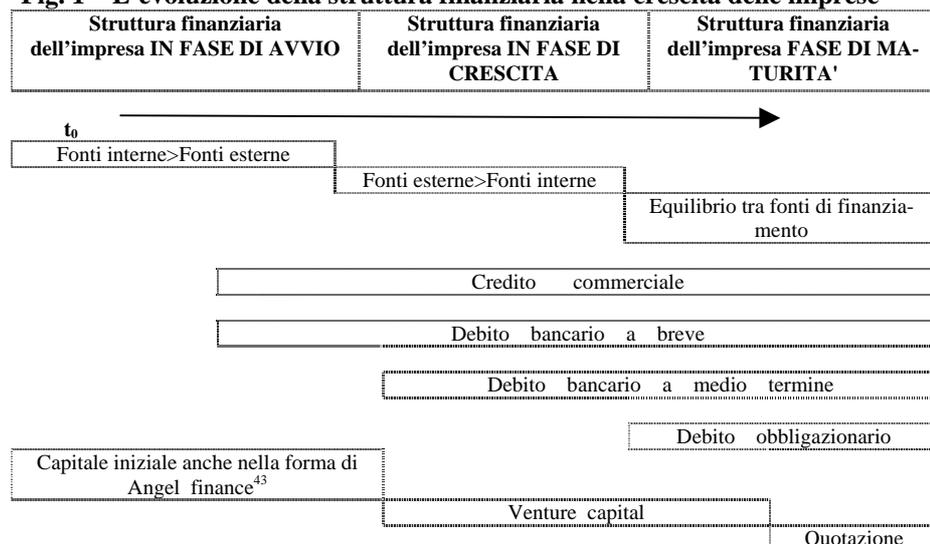
<i>(Continua Tabella 1)</i>			
CARATTERISTICHE DELL'INDUSTRIA			
Presenza di elevati livelli di immobilizzazioni materiali	+	E' stata osservata una correlazione positiva tra il livello di indebitamento e la presenza di immobilizzazioni materiali.	Fama e French 2000 Rajan e Zingales 1995
Livello di competizione	+	L'incremento del livello di indebitamento consente all'impresa di intraprendere attività e realizzare strategie più rischiose.	Brander e Lewis 1986
Produzione di beni specifici/di elevata qualità	-	L'indebitamento tende a crescere con il crescere dell'elasticità della domanda e con il ridursi del livello di qualità del prodotto. La produzione di beni di qualità elevata e di lunga durata si accompagna a bassi livelli di indebitamento.	Titman 1984 Titman e Wessels 1988
DIMENSIONI/ETA'	-	Al crescere dell'età e della dimensione l'impresa tende a far affidamento su modalità di finanziamento differenziate	Carey et al. 1993 Berger e Udell 1998
	+	Al ridursi delle asimmetrie informative e all'aumentare della reputazione, la capacità dell'impresa di ottenere credito aumenta.	Hirshleifer e Thakor 1992
SISTEMA DI TASSAZIONE DEL REDDITO DI IMPRESA	+	Il sistema di tassazione dei redditi d'impresa, consentendo la deducibilità degli interessi passivi, ma non anche quella della distribuzione degli utili, riduce di fatto il costo del finanziamento con debito.	Vasta letteratura: per una rassegna recente si veda Graham 2003.

vo o negativo, della relazione tra le variabili) e nella terza le motivazioni addotte. Emerge chiaramente come la letteratura teorica ed empirica abbia prodotto in diverse ipotesi risultati contrastanti. Indicazioni univoche si hanno sostanzialmente solo per quanto riguarda gli effetti della tassazione.

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

In verità, tali vincoli giocano un ruolo differente a seconda che si considerino la fase di avvio, la fase di crescita ovvero la fase di maturità/stabilità delle imprese. Nella figura che segue viene riportato il *ciclo di crescita finanziaria delle imprese* come generalmente stilizzato nella letteratura sulla struttura finanziaria delle imprese minori (Carey et al.(1993) e Berger e Udell (1998)).

Fig. 1 – L'evoluzione della struttura finanziaria nella crescita delle imprese



Fonte: Riadattamento da Berger e Udell (1998)

La figura offre un'idea di come le diverse fonti di finanziamento assumano rilevanza nei diversi stadi del ciclo dell'impresa con la crescita della dimensione e dell'età. La presenza di vincoli finanziari che variano nelle diverse fasi spiegherebbe l'evoluzione della struttura finanziaria.

Dal punto di vista del rapporto con i finanziatori esterni, nella *fase di avvio* i vincoli finanziari sono stringenti: la capacità di raccolta dei fondi esterni è scarsa e dovuta alla presenza di forti asimmetrie informative, in quanto l'impresa appena costituita non ha una reputazione affermata presso i finanziatori, né risorse accumulate sufficienti a dare opportune garanzie. *L'autofinanziamento* (nella forma di capitale iniziale di dotazione e di flussi di cassa generati dalla gestione) dovrebbe quindi coprire

⁴³ *L'Angel finance* è una fonte di finanziamento con capitale rischio rappresentata da fondi apportati da ex-imprenditori o manager con una discreta propensione al rischio ed una preferenza per imprese nelle fase di start up. E' una presenza informale sul mercato. Negli Stati Uniti il finanziamento "angel" pesa per circa un 4% sulla struttura finanziaria delle piccole imprese (National Survey of Small Business Finance 1993), mentre in Italia è una fonte di finanziamento trascurabile.

la quasi totalità del finanziamento (Berger Udell 1998; Bianco Ferri Finaldi Russo 1999; Elston 2002).⁴⁴

Gli stessi problemi informativi dovrebbero spiegare il ruolo importante che svolge il *credito commerciale* nella fase di vita iniziale dell'azienda. La letteratura (Ferris 1981, Biais e Gollier 1997) ha evidenziato infatti come i fornitori abbiano di fatto vantaggi informativi rispetto agli intermediari finanziari nel valutare la solvibilità dell'impresa. Essi sono in grado di risolvere più facilmente problemi di incentivazione e hanno un potere di controllo maggiore rispetto agli altri intermediari in termini di minaccia alle forniture future. Il credito commerciale agirebbe inoltre come un cuscino durante le fasi di restrizione del credito (Nilsen 1994; Biais e Gollier 1997). Esso è tuttavia una fonte di finanziamento piuttosto costosa (Smith 1987; Marotta 2002) e studi empirici di fonte statunitense hanno mostrato come le imprese tendano, quando con gli anni le relazioni con gli istituti di credito diventano più mature, a ridurre la dipendenza dai fornitori (Petersen e Rajan 1994,1995). Un recente studio (Cook 1997) ha mostrato inoltre che la fonte di finanziamento rappresentata dal credito commerciale è molto importante per un campione di imprese russe: questo suggerisce che negli ambienti in cui il sistema bancario è poco sviluppato e i problemi informativi sono rilevanti, il credito commerciale acquisisce un ruolo importante nel risolvere i problemi informativi.

I problemi informativi sono anche alla base della tendenza delle piccole imprese a un uso intenso *dell'indebitamento di breve periodo* che consente agli istituti bancari un più efficace monitoraggio.

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

⁴⁴ In verità, non è frequente che la gestione nei primi anni generi consistenti flussi di cassa e d'altra parte non sembra realistico pensare che il patrimonio dei soci fondatori sia sufficiente a finanziare gli investimenti, ancorché iniziali. La fase di avvio si presenta tuttavia estremamente critica anche qualora l'impresa potesse contare su fonti interne: la scarsa capacità di raccolta dei fondi esterni dovuta a problemi informativi porrebbe alle imprese neocostituite vincoli alla struttura finanziaria che si tradurrebbero in un più elevato costo del capitale che queste sosterebbero rispetto alle imprese già mature e quindi in un sotto-dimensionamento dell'attività di investimento. Questo è un risultato centrale della letteratura sviluppatasi nell'ambito del filone degli effetti della tassazione sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese.

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

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

Superate le fasi critiche dell'avvio e della crescita, durante la fase della stabilità si riconosce che le imprese tendono a diversificare le fonti di finanziamento e indirizzarsi verso strumenti finanziari più complessi come il debito obbligazionario e l'emissione di azioni, ciò in quanto le asimmetrie informative si riducono e l'impresa ha guadagnato una reputazione soddisfacente sui mercati finanziari.

L'evidenza empirica tuttavia non offre una conferma univoca del ciclo di crescita finanziaria evidenziato nella figura 1. Stime su un campione di imprese minori americane, analizzato per età e per dimensione (Berger Udell 1998), mostrano che l'indebitamento tende a ridursi al crescere dell'età dell'impresa e che le imprese più vecchie tendono a finanziarsi maggiormente con capitale di rischio. Sembra che le imprese tendano a prediligere il finanziamento con debito nella fase di vita in cui il loro accesso al credito è più difficoltoso. Uno studio empirico di Fulck et al. (1997) mostra che nella fase di avvio per un campione di imprese americane il finanziamento esterno risulta superiore a quello interno. Questo potrebbe trovare una spiegazione nel fatto che i prestatori di fondi fanno fronte ai problemi informativi ottenendo garanzie anche dal patrimonio personale dell'imprenditore⁴⁵.

La letteratura economica è lungi dall'aver trovato risposta al *capital structure puzzle* e ogni considerazione in merito alla struttura finanziaria dell'impresa non può prescindere dall'analisi dell'impresa stessa. In altre parole, l'impresa minore deve essere considerata una realtà differente

45 Per una attenta analisi delle interconnessioni tra patrimonio personale dell'imprenditore e patrimonio dell'azienda si veda Ang (1992) e Ang et al. (1995).

dalla grande impresa (e non una grande impresa in embrione) per poterne analizzare le scelte finanziarie e di investimento. Per comprendere quindi la struttura finanziaria delle imprese minori e dei rapporti di queste con i finanziatori esterni non si può prescindere dagli elementi che le caratterizzano rispetto alle grandi imprese. Queste peculiarità, che si riflettono sulla struttura della domanda e dell'offerta delle fonti di finanziamento, sono essenzialmente tre:

1. la centralità della figura dell'imprenditore (le sue capacità, la sua cultura, la sua propensione al rischio, le sue scelte, il suo patrimonio personale);
2. la scarsa trasparenza informativa;
3. la diversa incidenza dei costi di transazione.

2. Rilevazioni empiriche sulle caratteristiche delle imprese minori italiane

2.1 La reperibilità di informazioni quantitative

La particolare incidenza delle unità produttive minori nel sistema economico italiano, per quanto costituisca un fenomeno studiato e ampiamente documentato, non è semplice da inquadrare e quantificare. Per quanto concerne la quantificazione, persino le rilevazioni dell'Istituto Nazionale di Statistica sembrano incontrare difficoltà a determinare con esattezza il numero totale di imprese - anche limitandoci a quelle unità che operano nella sfera pienamente legale, come ad esempio le società per azioni - e il ricorso a confronti e integrazioni con fonti amministrative è diventata una esigenza crescente. Ma anche il semplice inquadramento del problema non è scontato: le recenti trasformazioni organizzative, con la crescente incidenza di reti di accordi e relazioni (informali o di proprietà) fanno perdere consistenza alla lettura puramente "dimensionale" dell'assetto industriale; le profonde trasformazioni del mercato del lavoro, nel contempo, con l'ampio ricorso a forme di lavoro "atipiche" rendono debole la stessa lettura dimensionale attraverso i tradizionali indicatori di occupazione dipendente⁴⁶. Gli sviluppi delle analisi teoriche mettono poi in evidenza la cru-

⁴⁶ Nelle rilevazioni dell'Istat sulle imprese, ad esempio, fino all'anno 2001 venivano rilevate le varie figure professionali degli occupati dipendenti ma non il numero e la tipologia dei "collaboratori".

ziale rilevanza di alcune caratteristiche strutturali nella valutazione degli obiettivi e delle scelte dell'impresa: l'assetto proprietario (intendendo l'ampia accezione di appartenenza a gruppo, forma giuridica, caratteristiche degli eventuali soci, concentrazione della proprietà), la presenza di accordi industriali che inducono investimenti di tipo "specifico", le modalità di internazionalizzazione, l'appartenenza ad un distretto, sono solo alcune delle lenti attraverso cui si può leggere la struttura industriale.

Le fonti informative esistenti si scontrano con l'eterogeneità delle definizioni di impresa e tendono semmai a rappresentare particolari aspetti concentrandosi su sottoinsiemi definiti.

La fonte più completa è la rilevazione annuale Istat sui conti delle imprese di piccole e grandi dimensioni in cui vengono raccolte informazioni sulla struttura (settore, anno di costituzione, forma giuridica, appartenenza a un gruppo), sulle principali voci del bilancio, sulle caratteristiche e il costo dell'occupazione dipendente, sugli investimenti. Non è tuttavia possibile ricostruire da questa fonte, in via generale, l'assetto proprietario delle imprese e le architetture di gruppo, né l'effettiva rilevanza degli investimenti diretti esteri in entrata e in uscita⁴⁷. Le altre rilevazioni che interessano elementi essenziali della vita di impresa, come il commercio estero, le caratteristiche delle forze di lavoro⁴⁸ o l'attività di ricerca e innovazione, sono poi indipendenti e non ordinariamente collegate all'indagine sui conti delle imprese⁴⁹.

Una fonte esaustiva e affidabile relativamente all'economia non sommersa è costituita dall'analisi delle Dichiarazioni dei Redditi pubblicate

⁴⁷ L'impossibilità di ottenere informazioni di base sulla rilevanza dei gruppi e sul semplice numero delle imprese multinazionali che hanno relazioni con il nostro paese hanno spinto l'Istituto ad approfondire queste tematiche con appositi progetti di lavoro. Recentemente è stato costruito un archivio gruppi che, nell'ambito del progetto Diecofis, è stato collegato alle indagini strutturali sulle imprese. Per le difficoltà relative ai dati sugli IDE si veda Acocella Pazienza Reganati (2002).

⁴⁸ L'Inps rileva, attraverso le segnalazioni amministrative, molti dettagli sulle caratteristiche dell'occupazione dipendente e, per questa via, anche sul numero e sulla localizzazione delle imprese con occupati dipendenti, che costituiscono comunque un sottoinsieme pari a circa un quarto del totale. In questo momento, tuttavia, sussistono problemi sulla disponibilità per la ricerca della banca dati sull'occupazione dipendente e non sono pubblici i dati che legano caratteristiche di impresa e occupazione atipica.

⁴⁹ Se il quadro delle rilevazioni Istat, per quanto segmentato, appare piuttosto ricco, va sottolineato che al momento i dati che riguardano le imprese, e in particolare quelle di dimensioni minori, sono pubblicati solo in forma aggregata e con considerevole ritardo.

dall'Anagrafe Tributaria che forniscono indicazioni preziose relative alla numerosità delle imprese, alla loro distribuzione per natura giuridica, settore e area geografica; oltre ai dati puramente tributari sono forniti anche alcuni dati economici ma, al contrario di quanto avviene negli Stati Uniti, i dati sono disponibili per gli studiosi solo in forma aggregata.

Tra le fonti informative ad ampia copertura va ricordato l'archivio INPS che registra dati sulla distribuzione delle imprese che hanno almeno un occupato dipendente (indipendentemente dalla forma giuridica) e i dati strutturali sull'occupazione.

I bilanci delle società di capitali sono inoltre regolarmente rilevati e resi disponibili⁵⁰ sia da strutture private (come risultato di rilevazioni campionarie) sia dalle Camere di Commercio, ma solo in tempi molto recenti si è iniziato ad arricchire il dato di bilancio con informazioni sulla struttura proprietaria e le relazioni di gruppo.

I dati sulla situazione economica, limitatamente alla rappresentazione che ne dà il bilancio, appaiono dunque soddisfacenti solo per l'insieme delle medie e grandi imprese o, ancor meglio, per le imprese costituite con personalità giuridica, che peraltro rappresentano circa il 15% del totale delle imprese non agricole. La possibilità di conoscere lo stato e le caratteristiche delle imprese societarie è dunque relativamente ampia e alla portata degli studiosi, ma il mondo delle imprese minori (minori per dimensione, per forma giuridica, ma non per numerosità) rimane oscuro. Inoltre dati che analizzano aspetti specifici (come ad esempio le nuove forme contrattuali per il lavoro, il commercio con l'estero) non sono soddisfacentemente collegati fra loro.

In questo quadro, i dati sulle scelte finanziarie delle imprese e sui rapporti con il sistema bancario sono necessariamente poco informativi, almeno se considerati dal lato dell'impresa: i bilanci presentati dalle società, che sono diffusi spesso in forma non dettagliata, non distinguono le varie forme di indebitamento e le tipologie di oneri finanziari. Le altre informazioni, circa la presenza di razionamento, il numero e la tipologia di banche utilizzate o la presenza di altri finanziatori sono invece affidate a indagini campionarie (come l'indagine Capitalia o l'indagine ISAE-ANBP) che, pur preziosissime, non hanno le risorse per una soddisfacente copertura in ter-

⁵⁰ La disponibilità per gli studiosi dei microdati è relativa e comunque quasi sempre vincolata a notevoli costi economici. Più facile l'accesso per i dati in forma aggregata.

mini di numerosità e arco temporale (si veda a questo proposito il paragrafo 3.3).

Le informazioni sulle imprese minori: un panorama insoddisfacente

Dal rapido excursus sulle principali fonti statistiche sulle imprese emerge con chiarezza che si possono ottenere informazioni soddisfacenti solo per le imprese costituite come società di capitali per le quali c'è ormai una copertura capillare relativamente ai bilanci e ai principali legami societari. Per le imprese minori senza personalità giuridica che costituiscono comunque oltre il 90% della realtà produttiva nazionale invece la situazione informativa a disposizione di studiosi e operatori è molto carente e, soprattutto, a causa della limitazione delle risorse disponibili⁵¹ non si vede una tendenza di sviluppo e investimento ma piuttosto di ridimensionamento delle rilevazioni da parte delle istituzioni.

Riassumendo alcuni elementi già discussi, attualmente le fonti informative principali sulle imprese minori sono:

- La rilevazione sulle imprese con meno di 99 addetti dell'Istat, su base campionaria, che fornisce molte informazioni sulla situazione dei conti economici e sull'occupazione con cadenza annuale. Si tratta dell'unica fonte ufficiale, insieme al censimento, che fornisce informazioni specifiche ed esaustive sul mondo delle imprese minori. Si consideri tuttavia che, a partire dal 1999, non viene più rilevata alcuna voce dello Stato Patrimoniale con una perdita informativa incommensurabile: tale indagine era infatti l'unica fonte a quantificare i debiti, le immobilizzazioni e i fondi rettificativi per imprese minori non societarie.
- Le rilevazioni dell'INPS che forniscono dati sulla distribuzione e sull'occupazione delle imprese che hanno almeno un occupato dipendente e sui relativi monti retributivi (si tratta dunque di un sottoinsieme dell'universo Istat), ma senza alcuna indicazione sull'occupazione "non

⁵¹ La volontà di ridurre i costi di rilevazione e i costi di adempimento per le imprese porta a limitare le voci rilevate e a massimizzare l'integrazione con le altre fonti esistenti. E' chiaro che se da un lato questa strategia appare una auspicabile razionalizzazione delle risorse, per la conoscenza del mondo delle imprese minori si tratta di una perdita considerevole, tanto più che per queste imprese, a stretto contatto con il sommerso, più rilevazioni consentono stime più accurate.

dipendente". Le Banche Dati accessibili sul sito web (ordinariamente in forma aggregata) sono inspiegabilmente ferme al 1998.

- I dati dell'Anagrafe Tributaria che forniscono indicazioni sulla numerosità e distribuzione delle imprese (per tutte le forme giuridiche) e su alcuni dati economici (con affidabilità minore rispetto alle voci strettamente fiscali) ma non hanno indicazioni sull'occupazione; tali informazioni sono comunque disponibili solo in forma aggregata.

- I bilanci raccolti dall'archivio Cerved per le sole società di capitali che hanno indicazioni anche sulla struttura proprietaria ma che sono disponibili solo a costi considerevoli. Come già rilevato si tratta di una porzione limitata delle imprese minori.

- Le indagini campionarie. L'indagine Capitalia, che aveva nel passato una cadenza biennale, rileva, oltre ai bilanci, anche molti dati sulla struttura proprietaria, sulle scelte di finanziamento, le modalità di investimento e sui rapporti con il sistema bancario. L'indagine, che è limitata alle imprese con oltre 10 addetti, è accessibile su richiesta ma la sua cadenza è divenuta più incerta e anche in questo caso si tratta di una considerevole perdita vista la ricchezza delle informazioni rilevate. La recente indagine ISAE-ANBP cerca di colmare il vuoto informativo che caratterizza i rapporti tra imprese e sistema bancario.

- I dati di origine bancaria sul credito fornito dalle banche alle imprese che però non sono esaustivi e non sono collegati con altri dati strutturali (ad eccezione della localizzazione e del settore di attività) o economici. L'ammontare del credito concesso alle imprese minori può solo essere desunto dai dati sull'entità dell'"accordato".

2.1.1 La definizione operativa di piccola impresa

Per quanto detto in precedenza, appare chiaro che sussistono incertezze su quali siano i parametri più appropriati per definire la dimensione di impresa e "catturare" la *piccola unità produttiva*.

I parametri di riferimento per la distribuzione dimensionale delle unità produttive sono solitamente il *giro d'affari* e il numero di *occupati*⁵². Le

⁵² Il fatturato è una variabile relativamente facile da rilevare, ma può subire notevoli oscillazioni e essere fonte di difficoltà nelle comparazioni fra periodi distanti o caratterizzati da elevata inflazione; il numero di occupati è una variabile relativamente stabile, ma non sempre facile da reperire (non è presente nei bilanci), soprattutto se si includono le forme di lavoro atipico.

soglie per la classificazione dimensionale possono variare in connessione con le esigenze di rilevazione e con la necessità di classificare le unità di osservazione secondo i dettami di particolari provvedimenti normativi, ma è evidente che qualunque soglia è poco utile se non tiene conto di differenziazioni settoriali o di evoluzioni di lungo periodo dei processi produttivi.

Tra le definizioni più usate c'è quella della Commissione Europea⁵³ che classifica le imprese in base ad entrambi gli indicatori, ma aggiunge (rispetto alle definizioni dei primi anni Novanta) un riferimento all'*indipendenza*, ovvero la piccola impresa non deve far parte di un gruppo con unità produttive di elevate dimensioni. Si definiscono microimprese, piccole e medie imprese rispettivamente quelle entità produttive in cui gli occupati non superano le 10, 50 e 250 unità. Per la classificazione di piccole e medie imprese, inoltre, il fatturato deve essere inferiore rispettivamente a 7 e 40 milioni di euro⁵⁴ e il capitale non deve essere posseduto per più del 25% da una o più imprese che superino questi stessi limiti.

Se dunque il centro dell'analisi continua ad essere l'impresa, le aggregazioni tra imprese in gruppi formali o informali stanno guadagnando un interesse crescente sia nell'analisi economica, sia nei provvedimenti di *policy*, mettendo alla fine in discussione la rilevanza, o almeno la decisi-
vità, delle soglie dimensionali tradizionali. Come è stato messo in evidenza nel paragrafo 1.1.4, la costituzione di un gruppo può rappresentare anche per le imprese di minori dimensioni una valida alternativa alla tradizionale crescita dimensionale, nascondendo dunque alle rilevazioni statistiche tradizionali una realtà in rapido mutamento. La particolare carenza di informazioni sugli assetti proprietari e sulle relazioni tra imprese, anche presso gli istituti nazionali di Statistica, costringe tuttavia a basarsi sulle tradizionali chiavi di lettura.

⁵³ Raccomandazione della Commissione del 3 aprile 1996, GU L 107 del 30.4.1996, pag. 4.

⁵⁴ Sempre per le piccole e medie imprese c'è una soglia anche sul totale di bilancio che deve essere inferiore rispettivamente ai 5 e ai 27 milioni di euro.

2.2 La rilevanza dell'impresa minore: un fenomeno diffuso e di lungo periodo

La fine della *Golden Age* dell'organizzazione capitalistica⁵⁵ della produzione ha riproposto in termini problematici la questione della dimensione di impresa. La stessa teoria economica dell'impresa, che ha subito innovazioni rilevanti negli ultimi trenta anni, ne ha risentito e non si può più giustificare teoricamente né verificare empiricamente una tendenza precisa nella dinamica delle dimensioni. Se qualche tendenza si osserva, almeno negli ultimi due decenni del Novecento, è verso una riduzione delle dimensioni di impresa nei paesi sviluppati, che si caratterizza variamente nei suoi aspetti organizzativi, tecnologici, contrattuali, ma che ci consente di respingere l'idea che la prevalenza della piccola impresa sia necessariamente un segno di arretratezza o un'indicazione di un sistema produttivo debole attestato in aree marginali.

La crescente rilevanza dell'impresa minore è dunque un fenomeno che, pur con una forte specificità "nazionale", risulta inscritto in una tendenza di lungo periodo che accomuna le economie sviluppate. Come ampiamente dimostrato in Traù (1999 e 2002), la progressiva caduta della dimensione media delle imprese inizia a partire da metà degli anni Settanta e interessa, sia pure con intensità molto diverse, anche Germania, Francia, Regno Unito e Stati Uniti. Se l'importanza relativa di un insieme di imprese può essere segnalata dalla quota di occupazione che assorbe, la specificità del caso italiano emerge con chiarezza dai dati di confronto internazionale sui censimenti presentati in Traù (2002): a metà degli anni Novanta le imprese manifatturiere con meno di 100 addetti assorbivano oltre il 70 per cento dell'occupazione in Italia, contro valori intorno al 30 per cento per Francia e Regno Unito, e intorno al 20 per cento per Germania e Stati Uniti⁵⁶.

⁵⁵ Il periodo in cui le integrazioni orizzontali, verticali, internazionali (anche multinazionali) delle imprese sembravano sempre più convenienti è stato definito da parte della letteratura (cfr. Glyn (1990)) come "Golden Age" delle economie industrializzate " [questa]...va in pezzi, alla fine degli anni sessanta, per effetto della sua stessa forza", (Traù, 1999, p.39).

⁵⁶ Diverse ragioni sono avanzate per spiegare questa evoluzione e in estrema sintesi gli studi empirici sull'argomento ricordano: il continuo sviluppo del reddito ha finito per allontanare i consumi dei paesi industrializzati dai beni tipici della "mass production"; le nuove tecnologie (specialmente IT) hanno reso minori le dimensioni "efficienti" dal punto di vista produttivo; gli shock petroliferi hanno penalizzato le produzioni "energy intensi-

Nel confronto con i partner europei l'anomalia italiana viene confermata anche dai dati più recenti (anno 2000). La tabella 2 evidenzia come oltre il 20% delle imprese residenti in Europa sia localizzata in Italia: le oltre 4 milioni di imprese⁵⁷ censite hanno però una dimensione media molto contenuta - pari a 3 addetti, la metà della dimensione media europea - superiore solo a quella della Grecia, con una prevalenza nella struttura complessiva delle cosiddette microimprese⁵⁸. Secondo le stime della Commissione, inoltre, sia la produttività sia la profittabilità relativa sembrano svantaggiare le unità produttive minori, ma va sottolineato che lo "svantaggio" in Italia è molto inferiore alla media europea, soprattutto in relazione alla profittabilità.

Più che dalla numerosità assoluta e dalla dimensione media, la particolarità della nostra struttura industriale può essere verificata nella distribuzione della numerosità delle imprese e dell'occupazione per classi dimensionali.

ve", di solito di dimensioni consistenti; La crisi del sistema finanziario internazionale e l'aumento del rischio di cambio; la crescente integrazione (anche internazionale) che produce un enorme aumento della pressione competitiva "che spinge le imprese sia a comprimere le risorse non direttamente rilevanti per lo svolgimento dell'attività, sia, di queste stesse attività, a circoscrivere l'ambito".

Tutte queste pressioni si riflettono in cambiamenti organizzativi che, in estrema sintesi, segnano il passaggio da "un'economia manageriale (il cui carattere in larga misura prevedibile degli eventi è compatibile con i criteri codificati di risposta propri dell'organizzazione gerarchica delle attività) a un'economia in cui riacquista rilevanza la funzione imprenditoriale (l'"istantaneità di risposta"rispetto ad eventi caratterizzati da incertezza)". Cfr. Traù (1999).

⁵⁷ La stima di oltre 4 milioni di imprese per il settore non agricolo contenuta nella tabella 2 include però la categoria dei *self employed*, ovvero anche i cosiddetti liberi professionisti.

⁵⁸ Sulla distribuzione geografica della dimensione media delle imprese, le analisi della Commissione tendono a contrapporre un modello "mediterraneo" (più l'Irlanda) ad un modello "nordico": alcune stime econometriche hanno trovato infatti una relazione significativa tra dimensione media delle imprese e pil procapite (si veda ad esempio Carree, van Stel, Thurik Wennekers (2000)). Se la relazione coglie un fenomeno di fondo è anche ovvio che oscura molti elementi rilevanti come la differente profittabilità relativa e i modelli organizzativi.

Tabella 2 Numero, dimensione media e produttività delle imprese non agricole in Europa (Anno 2000)

	Enterprises (1 000)	Average enterprise size	Size-class dominance*	Relative labour productivity**		Relative profitability***	
				SME	LSE	SME	LSE
Austria	225	10	SME	78	142	-9	10
Belgium	545	6	micro	94	114	16	-28
Denmark	180	9	SME	85	132	-18	25
Finland	210	6	LSE	75	136	-19	15
France	2 490	7	micro	68	164	-17	15
Germany	3 550	8	LSE	101	99	-4	5
Greece	800	2	micro	96	129	-1	3
Ireland	95	10	SME	47	220	2	-1
Italy	4 125	3	micro	89	146	-1	2
Luxembourg	20	10	SME	103	93	2	-5
Netherlands	555	10	SME	90	117	1	-1
Portugal	685	5	SME	85	157	0	0
Spain	2 700	5	micro	70	218	-6	7
Sweden	270	8	LSE	84	126	-5	5
United Kingdom	3 490	6	LSE	69	138	-11	7
EU	19 930	6	micro	78	143	-11	12
Iceland	25	4	LSE	23	186	-54	8
Liechtenstein	3	6	micro	89	133	0	0
Norway	175	6	SME	73	164	-12	13
Switzerland	320	8	SME	72	157	-10	9
Non-EU	525	7	SME	68	166	-14	12
Europe-19	20 455	6	micro	78	144	-11	12

* A country or sector of industry is said to be micro, small and medium-sized, or LSE dominated, if either micro, small and medium-sized (taken together), or large scale enterprises have the largest share in total employment.

** Labour productivity (value added per occupied person) as percentage of country average.

*** Difference between value added and labour costs (including imputed wage of self-employed) as percentage of value added; result per size-class compared with country average.

Source: Estimated by EIM Business & Policy Research; estimates based on Eurostat's SME Database. Also based on European Economy, Supplement A, June 2001 and OECD: Economic Outlook, No. 65, June 2001.

Fonte: Commissione Europea (2002)

La tabella 3, con riferimento al 1997 (ultimo dato disponibile), confronta la distribuzione di imprese e occupazione dei 15 partner europei distinguendo tra settori manifatturieri e terziari⁵⁹.

Per quanto riguarda il manifatturiero, la distribuzione delle imprese per l'Italia è solo lievemente più addensata sulle microunità (0-9 dipendenti) della media europea (83,5% a fronte dell'81,2% medio), tanto che Finlandia e Regno Unito evidenziano una quota di piccolissime unità produttive ben superiore (rispettivamente 85,5% e 87,1%); la caratteristica peculiare è invece l'occupazione che è assorbita per ben il 54,3% dalle imprese con meno di 50 addetti, contro una quota media europea del

⁵⁹ Nel caso della tabella 3, la stima Eurostat è di un totale di circa 3 milioni e mezzo di imprese del settore non agricolo (contrariamente alla tabella precedente non sono compresi i lavoratori autonomi).

34,9% e del 27,7% del Regno Unito, il paese che evidenzia la maggiore quota percentuale di microimprese. In termini di occupazione, ma non di distribuzione del numero delle attività produttive, emerge chiaramente un fronte “mediterraneo” contrapposto ad un modello nordico.

Nel caso dei servizi (seconda parte della tabella 3) si ripete lo stesso fenomeno con maggiore accentuazione: l'importanza delle microimprese, sia in termini di numerosità (97,7%) che di quota di occupazione (60,6%) è in Italia la più elevata tra i paesi considerati e comparabile per occupazione assorbita solo con Grecia e Portogallo.

2.3 Le altre lenti per l'analisi della struttura industriale

I dati esposti nei paragrafi precedenti confermano la ben nota diffusa presenza della piccola impresa nel nostro sistema produttivo. Si è già ricordato quanto l'eterogeneità delle dimensioni di impresa sia un fenomeno per molto tempo trascurato dall'analisi teorica, che relegava la piccola impresa ad uno stadio transitorio della crescita verso la dimensione ottimale o a una perenne inefficienza della struttura. Prima di fornire ulteriori indicazioni sulla *performance* relativa delle piccole e grandi imprese appare utile soffermarsi su particolari strutture organizzative dell'impresa che possono modificare, anche in modo consistente, l'idea tradizionale della distribuzione dimensionale delle imprese.

TABELLA 3: DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE E DELL'OCCUPAZIONE PER CLASSE DI ADDETTI E SETTORE IN EUROPA: Anno 1997

	EU-15	B	DK	D	EL	E	F	IRL	I	L	NL	A	P	FIN	S	UK
<i>Number of enterprises</i> (1)																
	Industry and energy (NACE Divisions 10-41)															
Very small enterprises (0-9 employees)	81.2	84.0	78.6	72.4	80.9	83.0	81.2	58.5	83.5	67.9	75.0	69.9	80.6	85.5	76.3	87.1
Small enterprises (10-49 employees)	14.9	12.1	15.8	20.8	15.7	14.3	14.4	:	14.6	:	17.5	22.2	15.3	10.6	17.2	9.6
Medium-sized enterprises (50-249 employees)	3.1	2.9	4.6	5.0	2.8	2.3	3.5	:	1.7	:	5.8	6.2	3.5	2.9	5.0	2.6
Large enterprises (250+ employees)	0.8	1.0	1.1	1.8	0.5	0.4	0.9	:	0.3	:	1.6	1.7	0.5	1.0	1.5	0.8
<i>Number of persons employed</i> (2)																
Very small enterprises (0-9 employees)	14.8	16.6	12.1	9.5	16.0	22.8	14.5	4.9	22.9	7.2	14.3	10.7	17.0	10.1	10.4	13.4
Small enterprises (10-49 employees)	20.1	18.6	20.1	14.9	29.3	28.4	18.7	:	31.4	:	16.3	18.2	28.1	14.5	14.6	14.3
Medium-sized enterprises (50-249 employees)	19.7	17.6	25.3	15.8	28.2	21.2	20.0	:	19.5	:	21.0	:	29.7	20.3	20.7	20.4
Large enterprises (250+ employees)	45.4	47.3	42.6	59.8	26.5	27.7	46.8	:	26.3	:	48.3	:	25.2	55.0	54.4	51.9
<i>Number of enterprises</i> (1)																
	Services (NACE Divisions 50-74, 85, 90, 92 and 93)															
Very small enterprises (0-9 employees)	94.9	96.1	92.5	91.0	:	96.6	94.9	86.8	97.7	89.9	92.4	90.3	95.9	95.2	:	94.3
Small enterprises (10-49 employees)	4.5	3.4	6.4	7.9	:	2.9	4.3	:	2.1	:	6.0	8.4	3.6	4.1	:	4.9
Medium-sized enterprises (50-249 employees)	0.5	0.4	0.9	0.8	:	0.4	0.7	:	0.2	:	1.3	1.2	0.4	0.6	:	0.7
Large enterprises (250+ employees)	0.1	0.1	0.2	0.2	:	0.1	0.1	:	0.0	:	0.3	0.2	0.1	0.1	:	0.2
<i>Number of persons employed</i> (2)																
Very small enterprises (0-9 employees)	40.5	49.8	34.8	36.0	:	55.0	40.6	32.0	60.6	29.6	27.5	32.0	50.9	33.8	:	29.5
Small enterprises (10-49 employees)	17.0	13.6	:	20.1	:	15.7	17.8	:	13.9	:	17.7	21.5	19.2	18.0	:	14.2
Medium-sized enterprises (50-249 employees)	10.2	8.2	14.3	8.5	:	9.6	12.4	:	6.9	:	18.1	:	10.6	13.9	:	9.5
Large enterprises (250+ employees)	32.3	28.4	:	35.4	:	19.6	29.2	:	18.6	:	36.7	:	19.2	34.4	:	46.8

[1] Estimates for all countries except B, E, FIN and UK.

[2] Estimates for all countries except FIN and UK.

Source: Eurostat, Small and medium-sized enterprises (theme4/sme)

2.3.1 La forma giuridica e la struttura proprietaria

La stima del numero complessivo di imprese, pari a circa 4 milioni, è confermata anche dai *dati di origine fiscale*, che consentono valutazioni sulle distribuzioni per natura giuridica. La natura sostanzialmente “polverizzata” del nostro sistema è confermata anche dalla scelta della veste giuridica dell’impresa: i due terzi delle unità produttive sono ditte individuali, mentre le persone giuridiche rappresentano circa il 12% del totale. Merita infine sottolineare che le società per azioni costituiscono una quota molto ridotta delle società di capitali (poco più del 6%) e dunque delle imprese complessivamente attive alla fine degli anni novanta (0,07%)⁶⁰.

Tabella 4 NUMERO DI DICHIARAZIONI PRESENTATE DALLE IMPRESE ALL’ANAGRAFE TRIBUTARIA (*)

	1998		1999		2000	
	Numero	perc.	Numero	perc.	Numero	perc.
Numero Dichiarazioni	4.756.301	100,0	4.335.974	100,0	4.331.089	100,0
Ditte Individuali	3.133.897	65,9	2.794.222	64,4	2.781.808	64,2
Società O Enti	1.622.404	34,1	1.541.752	35,6	1.549.281	35,8

(*) Esclusi esercenti arti e professioni e attività non commerciali e istituzionali.

Fonte: Ministero dell’Economia, vari anni

Un piccolo approfondimento merita anche la tipologia di contabilità e dunque la *trasparenza* con cui le imprese si presentano all’esterno. Considerando il sottoinsieme delle dichiarazioni Irap presentate nel 1998 (con l’esclusione delle categorie non definibili propriamente “imprese”⁶¹), si può notare come i tre quarti delle imprese individuali e un terzo delle società senza personalità giuridica operino in contabilità semplificata, dunque con strumenti molto limitati di comunicazione esterna della propria situazione economica.

⁶⁰ Tra il 1995 e il 1998 si può inoltre notare una diminuzione delle unità produttive di circa il 7%, più marcata tra le ditte individuali. A questo dato si arriva con una forte contrazione di quasi tutti i settori manifatturieri (16% in media, ma con una eccezione positiva per gli strumenti di precisione) e un apporto positivo per alcuni comparti dei servizi, in particolare quelli legati ai servizi alla persona.

⁶¹ Si tratta di esercenti arti e professioni, enti non commerciali, produttori agricoli....

Tabella 5 Distribuzione del tipo di contabilità per forma giuridica delle imprese (2000)

	Tipo di contabilità			Totale	%
	Forfetaria	Semplificata	Ordinaria		
Imprese individuali	73.996	1.759.494	437.645	2.271.135	60,0
Società di persone		341.368	501.246	842.614	22,3
Società di capitali			668.430	668.430	17,7
Totale	73.996	2.100.862	1.607.321	3.782.179	100,0
	Composizione percentuale per riga				
Imprese individuali	3,3	77,5	19,3	100,0	
Società di persone	0,0	40,5	59,5	100,0	
Società di capitali	0,0	0,0	100,0	100,0	
Totale	2,0	55,5	42,5	100,0	
	Peso sul totale delle imprese				
Imprese individuali	2,0	46,5	11,6	60,0	
Società di persone	0,0	9,0	13,3	22,3	
Società di capitali	0,0	0,0	17,7	17,7	
Totale	2,0	55,5	42,5	100,0	

(*) Escluse le imprese agricole e gli enti non commerciali

Fonte: Ministero dell'Economia (2003)

Se dunque la semplificazione degli oneri amministrativi corrisponde ad un razionale alleggerimento dei costi di adempimento per imprese con un giro d'affari limitato, è ovvio che questo elemento può costituire in alcuni casi un fattore di scoraggiamento alla crescita (o alla sua dichiarazione) e nello stesso tempo rendere più difficili le comunicazioni esterne dell'impresa stessa e dunque anche i rapporti con i finanziatori.

Sulla base del sistema informativo delle *Camere di Commercio*, l'Istat ha individuato nel 2001 circa 123 mila imprese attive appartenenti a 52.000 gruppi, per un totale di 4,7 milioni di addetti⁶². E' importante sottolineare che nella definizione di gruppo prevale la logica del controllo di diritto (sia diretto sia indiretto) per cui restano esclusi tutti quei legami tra imprese in cui non si configura questa situazione, con una visione molto riduttiva delle reali relazioni tra le imprese.

Tabella 6 imprese appartenenti a gruppo sul totale di strato (anno 1999)

1-19 addetti	20-49 ad.	50-99 ad.	100-249 ad.	250-499 ad.	Oltre 500 ad.	Totale
2,1	21,8	39,0	54,4	69,1	79,8	2,6

Fonte: Istat (2002)

⁶² Cfr. Istat (2004).

Nella distribuzione dimensionale, il fenomeno dei gruppi con controllo legale interessa, secondo i dati Istat, il 2,1 per cento delle piccole imprese, a cui si contrappone l'80 per cento delle imprese appartenenti alla classe di addetti superiore alle 500 unità.

Con gli stessi dati Istat si può poi rilevare come oltre un terzo dei gruppi abbia come vertice una persona fisica, mentre la distribuzione territoriale vede oltre il 40% delle unità concentrate nel Nord Ovest. La dimensione media del gruppo è pari a 2,5 unità, con oltre il 50 per cento delle unità concentrato nei gruppi di 3-4 unità⁶³. Altre indagini sul campo si affiancano ai dati ufficiali e permettono di completare il quadro. Secondo l'indagine Doxa-Confindustria⁶⁴ emerge che la partecipazione al gruppo, pari in media al 18% delle imprese intervistate è ben del 10% nel segmento 0-5 addetti e non risulta influenzata dall'anzianità delle imprese; si rileva invece una propensione maggiore all'organizzazione in gruppo per le imprese che fanno attività di esportazione. Dall'osservatorio CEDACRI – nord⁶⁵ si può invece verificare che nei gruppi di piccole imprese è frequente una numerosità molto contenuta dei partecipanti, che spesso sono solo 2 o 3 unità. Secondo l'autore dell'indagine “...i risultati ottenuti sottolineano la gradualità del processo di sviluppo anche quando questo avviene per linee esterne utilizzando la struttura del gruppo, (...) con uno schema che privilegia l'affiancamento all'impresa principale di aziende di dimensioni ridotte...”(p.97). Secondo i risultati dell'indagine infatti, la prima impresa è responsabile in media dell'80% del fatturato del gruppo, con una concentrazione che decresce al crescere della numerosità.

⁶³ Per questo aspetto i dati Istat differiscono dai dati Unioncamere, secondo cui il 70% dei gruppi è costituito da imprese di due unità. La stessa fonte sottolinea poi come oltre il 50% delle imprese appartenenti a gruppi (in tutto circa 120 mila) abbia meno di 5 addetti.

⁶⁴ Si tratta di un campione di poco più di mille imprese con meno di 250 addetti intervistato in merito agli elementi chiave della competitività che non può ovviamente costituire un tentativo di rappresentare l'universo.

⁶⁵ Cfr Monferrà (2000). Tale osservatorio, costituito da 15.000 piccole e medie imprese del centro nord, ha identificato circa 700 piccoli gruppi di imprese, con una numerosità variabile tra le due e le tredici unità. Anche in questo caso non si possono inferire dall'indagine valutazioni di copertura dell'universo, ma dalla sua lettura emergono considerazioni interessanti.

La diffusa presenza dei gruppi di impresa cambia il processo valutativo dei finanziatori. La possibilità che il vertice possa influire sulle scelte dell'impresa controllata attenua la significatività dei risultati evidenziati dalle singole imprese e nello stesso tempo può portare ad una non percepita concentrazione degli impieghi se il finanziatore non conosce caratteristiche ed estensione del gruppo (l'appartenenza a gruppo produce ovviamente correlazioni anche tra imprese appartenenti a settori differenti).

3 La finanza delle imprese italiane

3.1 La struttura finanziaria delle imprese minori societarie secondo i dati della Centrale dei Bilanci⁶⁶

I dati della Centrale dei Bilanci, disponibili solo in forma aggregata, non consentono un'analisi del ciclo di evoluzione finanziaria delle imprese nelle diverse fasi di avvio, crescita e stabilità. E' possibile tuttavia un confronto dell'evoluzione nel tempo della struttura finanziaria delle imprese di dimensioni differenti nella loro fase di maturità/stabilità.

Una prima analisi è stata condotta attraverso una serie di indici costruiti per verificare la struttura patrimoniale, l'equilibrio finanziario e monetario, la redditività, la capacità di autofinanziamento, l'efficienza di questo campione di aziende: le aziende campionate presentano una struttura patrimoniale solida che si mantiene nel tempo, caratteristica di un campione di imprese mature e tendenzialmente stabili.

La stessa analisi ha consentito di osservare i comportamenti più rappresentativi rispettivamente nelle classi di imprese con meno di 50 addetti (piccole imprese), con addetti compresi tra 200 e 500 (medie imprese) e con un numero di addetti superiore a 1000 (grandi imprese).

3.1.2 Un confronto tra le strutture patrimoniali all'interno delle diverse classi dimensionali

Un primo confronto tra le strutture patrimoniali delle imprese di diverse dimensioni (si vedano le figure 2,3 e 4) consente di rilevare che la struttu-

⁶⁶ Il campione di imprese deriva dal Sistema Informativo della Centrale dei Bilanci e copre il periodo dal 1982 al 2000. In particolare, gli aggregati riguardano un campione chiuso di società di capitali pari a 3.856 per gli anni dal 1982 al 1999 e pari a 15.721 per gli anni dal 1998 al 2000, operanti nei settori industriali e di alcuni comparti del terziario.

ra finanziaria delle imprese italiane risulta fortemente sbilanciata verso l'indebitamento, in particolare a breve termine⁶⁷.

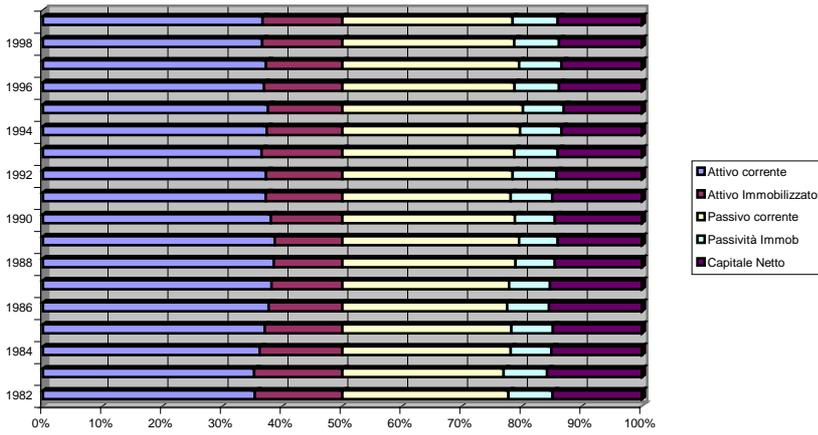
In media negli anni considerati (1982-1999), l'indebitamento delle imprese, nelle diverse classi dimensionali, supera il 70% dei finanziamenti totali e solo la distinzione tra indebitamento di lungo periodo e di breve periodo caratterizza le diverse classi dimensionali. In particolare, la preferenza verso l'indebitamento a breve tende a ridursi col crescere delle dimensioni, lasciando spazio ad un maggior indebitamento a medio/lungo, che potrebbe far pensare ad una maggiore capacità delle imprese maggiori di ottenere finanziamenti di lungo periodo.

Dall'altro lato, il finanziamento con capitale netto si mantiene tendenzialmente costante per le imprese di minori dimensioni, mentre presenta un andamento altalenante per le imprese grandi. Per queste ultime, dopo un primo picco nei primi anni Novanta e una conseguente discesa nel periodo successivo, si rileva un andamento in crescita a partire dal 1996-1997, in concomitanza con l'introduzione (nel 1997) delle misure fiscali volte a favorire il riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese in direzione del capitale proprio.

Occorre tuttavia rileggere con una certa cautela i livelli osservati di *leverage* alla luce delle ricerche sull'economia "sommersa". Certamente, come già accennato nei paragrafi precedenti, l'occultamento dei redditi si ripercuote sui livelli osservati di *leverage*: se infatti si può ritenere sostanzialmente attendibile il dato rilevabile dai bilanci sull'indebitamento delle società, il complesso del capitale netto risente certamente dell'evasione degli imponibili. Di conseguenza, il grado di *leverage* calcolato potrebbe risultare sopravvalutato rispetto a quello effettivo. Naturalmente la distorsione dei livelli di *leverage* non si ripercuote necessariamente sulle sue *variazioni* (a meno di modifiche del peso dell'evasione).

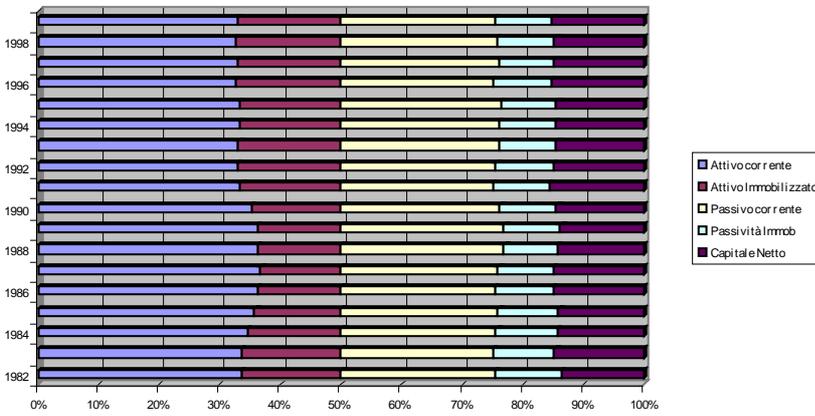
⁶⁷ Occorre rilevare che l'attivo immobilizzato, che identifica l'attività d'investimento dell'impresa, può risultare sottostimato per effetto degli investimenti nella forma di *leasing* che non sono rilevati nell'attivo del bilancio delle imprese. Allo stesso modo può essere sovrastimato l'attivo corrente dal momento che non è possibile depurarlo, con i dati a disposizione, dell'effetto *factoring*.

Fig. 2. Evoluzione della struttura delle attività e delle passività per le imprese di minori dimensioni



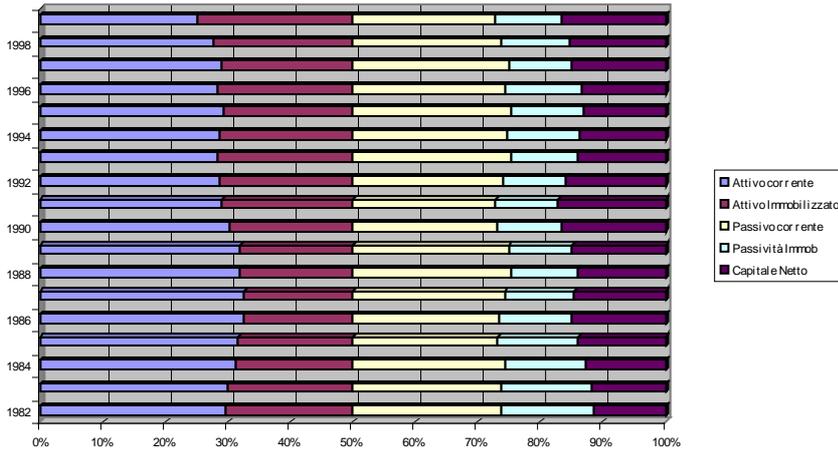
Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci

Fig. 3. Evoluzione della attività e delle passività per le imprese medio/grandi



Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci

Fig. 4. Evoluzione delle attività e passività per le grandi imprese



Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci

3.1.3 Analisi della struttura del debito e del capitale proprio

La tabella 7 mostra la composizione del capitale proprio e di debito delle imprese italiane del campione nell'anno 2000 (ultimo anno di cui abbiamo disponibilità di dati) per classe dimensionale. Emerge con chiarezza una scarsa articolazione e rilevanza del capitale di rischio e una preponderanza del credito bancario e commerciale.

Tabella 7. La struttura finanziaria delle imprese italiane per classi dimensionali nell'anno 2000.

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

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci

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

Sorprendente appare il dato sull'indebitamento obbligazionario che ne attribuisce alle piccole imprese un maggiore utilizzo. Occorre tuttavia leggere questo dato in riferimento alla sua dinamica temporale e all'evoluzione della normativa fiscale: il sistema di convenienze dell'azionista-imprenditore è stato influenzato dai differenziali di aliquota gravanti sul reddito di impresa, sul reddito personale e sulle rendite finanziarie. Tali differenziali hanno infatti determinato in alcune fasi un incentivo all'emissione di obbligazioni delle società minori che, anziché costituire un canale di accesso al mercato finanziario, ha rappresentato una tecnica elusiva attraverso cui dissimulare apporti di capitale che hanno così beneficiato della deducibilità della remunerazione ai fini della determinazione dell'imponibile di impresa e di un prelievo esiguo⁶⁸.

Occorre dire che la preferenza per l'indebitamento e la scarsa apertura verso il capitale di rischio è una caratteristica delle piccole imprese anche di altri paesi.

Nella tabella 8 si riportano i risultati di un'indagine effettuata nel 1993 (ultima attualmente disponibile) sulla struttura finanziaria delle piccole imprese negli Stati Uniti⁶⁹.

⁶⁸ Si veda a questo proposito Aronica, Di Majo, Flaccadoro, Paziienza (1995) dove si dimostra come le scelte finanziarie delle piccole imprese (apporto di capitale proprio e emissione di obbligazioni) siano state nettamente influenzate dalla variazione dell'aliquota sulle obbligazioni (delle società non quotate) che è stata pari al 12,5% tra il 1984 e il 1987, al 30% dal 1988 al 1994, e al 12,5% dal 1995 al 1997.

⁶⁹ Il confronto avrebbe potuto essere fatto con riferimento al 1993 anche per le imprese italiane, ma la scelta di elaborare l'anno 2000 è volta ad offrire al lettore una fotografia più recente possibile della struttura finanziaria delle imprese italiane, nulla togliendo nella sostanza al confronto con i dati sugli Stati Uniti.

Tabella 8. La struttura finanziaria delle imprese minori negli Stati Uniti (anno 1993)

Finanziamento con Capitale di Rischio		Finanziamento con Capitale di Debito	
AZIONISTA DI RIFERIMENTO	31.33%	INTERMEDIARI FINANZIARI	
ANGEL	3.59%	CREDITO BANCARIO	18.75%
VENTURE CAPITAL	1.85%	FINANZIAMENTI INTERMEDIATI	4.91%
ALTRO	12.86%	ALTRI	3.00%
-----		INVESTITORI NON FINANZIARI	
TOTALE CAPITALE PROPRIO	49.63%	CREDITO COMMERCIALE	15.78%
		STATO	0.49%
		ALTRI	1.74%
		FINANZIAMENTO INTERNO	
		AZIONISTA DI RIFERIMENTO	4.10%
		CARTA CREDITO	0.14%
		ALTRI	1.47%

		TOTALE CAPITALE DEBITO	50.37%

Fonte: National Survey of Small Business Finance 1993

Se si confrontano le due tabelle, emerge come per le imprese americane, rispetto a quelle italiane:

1. il finanziamento con debito sia importante ma non esasperato;
2. il capitale di rischio abbia un peso notevole e sia articolato in diverse fonti di finanziamento;
3. la dipendenza dal credito bancario e dal credito commerciale sia decisamente inferiore;
4. il finanziamento con obbligazioni sia maggiore, pur mantenendosi su livelli di minore rilevanza.

La scarsa apertura delle imprese italiane verso il capitale di rischio e all'inserimento nella gestione aziendale degli operatori del mercato del *venture capital* e *private equity* emerge anche dall'indagine condotta da *Capitalia*. I risultati evidenziano una struttura proprietaria molto concentrata, con una trascurabile apertura delle imprese all'inserimento di operatori finanziari nella struttura del capitale (circa 0.7% dei casi). In questi pochissimi casi, gli operatori finanziari presenti sono soprattutto banche (12.8%), seguono i fondi chiusi (4.2%) e pesano solo per un 2% le società di *venture capital*.

I dati messi a disposizione dall'Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio⁷⁰ mostrano che le operazioni di *venture capital* e *private equity* sono state molto poche in Italia e tendono addirittura a ridursi: nel 2000 si sono contate 646 operazioni, 489 nel 2001 e 301 nel 2002. Tra queste operazioni predominano gli investimenti di espansione, seguono gli start-up, i buyout e i riposizionamenti soprattutto nei settori dei beni al consumo, manifatturiero, chimica, prodotti per l'industria. L'84% delle operazioni sul capitale di rischio è concentrato nel nord, il 13% nel centro e un modesto 3% nel sud.

I dati mostrano, se non altro, che l'offerta da parte degli intermediari finanziari non ha saputo scalfire la rigidità dell'imprenditoria italiana, poco propensa a condividere la gestione dell'impresa con terzi.

La preferenza per l'indebitamento delle imprese minori può essere interpretata alla luce di diverse considerazioni, che trovano fondamento nelle teorie sulla struttura finanziaria ricordate nella prima parte del lavoro⁷¹.

Si riconosce che il finanziamento con debito consente di mantenere stabile l'assetto proprietario, ma anche di condividere il rischio di impresa con un finanziatore esterno, con il vantaggio, per l'imprenditore capace, di appropriarsi interamente degli utili che residuano dopo il pagamento degli interessi passivi. Questa può essere certamente considerata una delle logiche con cui le imprese italiane strutturano le proprie strategie finanziarie, ma anche dal lato dell'offerta, lo stesso soggetto finanziatore di capitale di credito ha dei vantaggi. I vantaggi sono soprattutto in termini di minori controlli sulla gestione dell'impresa (un finanziatore esterno di debito deve verificare solo la probabilità che il *cash flow* dell'impresa non sia sufficiente) rispetto al controllo che dovrebbe esercitare un sottoscrittore di capitale di rischio (che viene coinvolto nella gestione della società)⁷². La necessità di un controllo tende inoltre a ridursi,

⁷⁰ Per informazioni su questo aspetto si consulti il sito www.Aifi.it

⁷¹ Occorre inoltre ricordare che l'effetto della diffusa evasione è con molta probabilità maggiore per il complesso delle imprese minori, il cui livello "calcolato" di *leverage* va quindi considerato con maggiore cautela.

⁷² Si veda per un approfondimento sull'attività di supervisione degli intermediari Berger, Udell (2000); e più in generale sui problemi informativi nel rapporto banca-impresa Bianco (1997); Bianco, Ferri, Finaldi Russo (1999).

se non ad annullarsi, quando il prestatore di fondi riesce a garantirsi il proprio credito con il patrimonio personale dell'imprenditore⁷³.

Inoltre, l'impresa che predilige il finanziamento con capitale di credito, preferendo mantenere la proprietà, può segnalare ai finanziatori esterni di avere buone prospettive di crescita. Al contrario, un imprenditore propenso a condividere la proprietà con azionisti esterni può segnalare che il business non ha alte prospettive di profitto.

L'indebitamento bancario si presenta inoltre come uno strumento finanziario semplice. L'indagine condotta da Capitalia, che verrà commentata nel prossimo paragrafo, ha rivelato che solo il 3.8% delle imprese intervistate ha fatto ricorso a strumenti di finanza innovativa, che la gestione finanziaria avviene prevalentemente con strutture interne (circa il 97% delle imprese campionate) e che i servizi maggiormente richiesti dalle imprese sono di contenuto "povero" (gestione di tesoreria in euro e/o valuta, servizio di amministrazione incassi e pagamenti, fidejussioni, avalli, accettazioni bancarie). Questo dato può interpretarsi come uno scarso sviluppo dei mercati finanziari, ma anche come una scarsa propensione dell'imprenditore italiano a strumenti finanziari alternativi. Questa interpretazione trova conforto anche nel dato sull'indebitamento commerciale.

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

La letteratura teorica ed empirica ha mostrato come negli ambienti in cui il sistema bancario è poco sviluppato e i problemi informativi sono rilevanti⁷⁴, il credito commerciale svolge un ruolo essenziale nella finanza dell'impresa.

⁷³ Per un approfondimento sulla interconnessione tra patrimonio personale dell'imprenditore e patrimonio aziendale si veda Ang (1992).

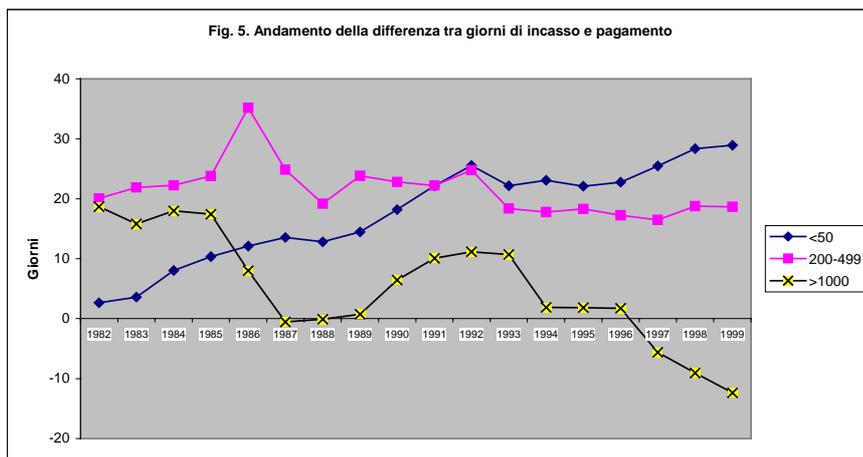
⁷⁴ Si veda in particolare il ricordato lavoro di Cook (1997) sulle imprese russe, da cui emerge il largo utilizzo del credito commerciale.

La figura 5 mostra l'andamento della differenza tra i giorni di incasso da parte dei clienti e di pagamento dei fornitori per le diverse classi dimensionali: dall'analisi dei dati si vede che il credito commerciale netto risulta una fonte di finanziamento solo per le imprese di maggiori dimensioni. A partire dalla fine degli anni novanta, infatti, per queste imprese gli incassi anticipano di 9 giorni circa (nella media dal 1997 al 1999) i pagamenti ai fornitori. Nel 2000 la differenza tra giorni di incasso e pagamento è ancora maggiore (17 giorni).

Questo dato, più che testimoniare la presenza di problemi di trasparenza informativa (che potrebbero indurre le grandi imprese a fare affidamento sul credito commerciale piuttosto che su quello bancario), sembra indicare un potere contrattuale crescente per le imprese di grandi dimensioni. Il finanziamento che le imprese maggiori ottengono dai fornitori appare a scapito delle imprese minori che, nell'arco del periodo considerato, vedono peggiorare la propria posizione nei confronti delle controparti commerciali: alla fine degli anni novanta le piccole imprese incassavano circa 29 giorni dopo il pagamento dei fornitori (nel 2000 sono 21 i giorni di differenza), mentre negli anni ottanta la differenza si attestava sui 10-14 giorni.

Più costante appare l'andamento delle medie imprese per le quali la differenza tra giorni di incasso e di pagamento si mantiene sui 20 giorni nell'arco di tempo considerato

Sembra plausibile attendersi che, per far fronte alla pressione finanziaria generata da una sempre minore capacità ad incassare, le imprese minori abbiano fatto ricorso in modo crescente al debito o, in altri termini, non abbiano visto ridurre il peso di questa fonte di finanziamento, come è invece avvenuto per le imprese maggiori.

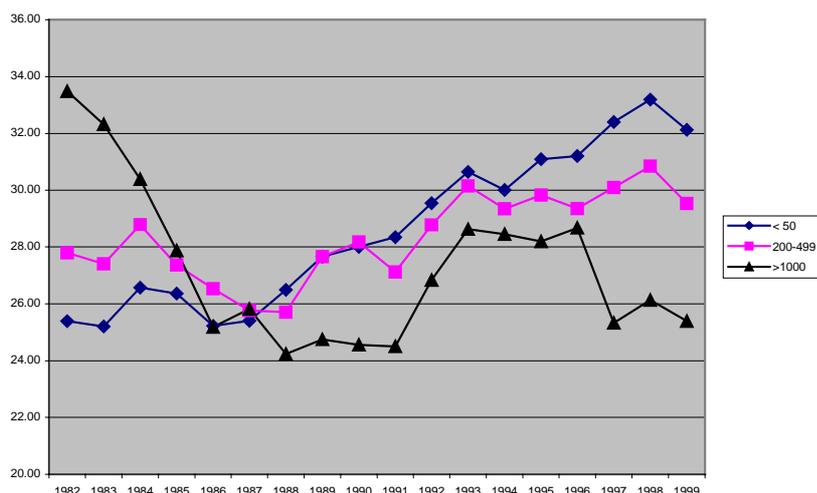


Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci

La figura 6 presenta l'evoluzione del grado di *leverage* (calcolato come rapporto tra debiti finanziari e totale del passivo) e mostra che le imprese di minori dimensioni hanno aumentato progressivamente il ricorso al finanziamento esterno, mentre le imprese maggiori sono rientrate nel corso degli anni ottanta; in seguito, il rallentamento congiunturale dei primi anni novanta le ha spinte verso un nuovo aumento dell'esposizione esterna.

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

Fig. 6. Andamento del grado leverage per classi dimensionali a confronto



Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci

Se la necessità di flussi di cassa generata dalla gestione degli incassi e dei pagamenti può aiutare a comprendere l'evoluzione del grado di *leverage* osservato, essa può essere in parte spiegata anche dalla politica tributaria del periodo, che ha determinato un aumento della convenienza per elevati livelli di *leverage*. La deducibilità degli interessi passivi, associata ad un'aliquota legale particolarmente elevata, almeno fino alla riforma del 1997⁷⁵, ha reso particolarmente conveniente il ricorso a meccanismi di arbitraggio fiscale. Questo è ancora più vero a partire dagli anni '90 con l'ineducibilità, dapprima parziale (del 25% per il 1991) e successivamente integrale dell'Ilor (1992) dalla base imponibile delle imposte sul reddito e con l'introduzione (1992) dell'imposta sul patrimonio netto delle società.

Nel 1994 la riduzione dell'imposta sostitutiva sugli interessi corrisposti sui titoli obbligazionari (dal 30 al 12,5%) contribuisce a rafforzare il vantaggio del debito sul capitale proprio e nella stessa direzione operano

⁷⁵ Per un approfondimento sugli effetti della riforma fiscale del 1997 si rimanda a Di Majo, Pazienza, Triberti (2002).

l'aumento dell'aliquota legale Irpeg dal 36% al 37% (1995) insieme al mancato corrispondente adeguamento del credito d'imposta sui dividendi.

L'operare congiunto dei fattori normativi e delle condizioni di profitto portano, a metà degli anni novanta, a una situazione in cui il rapporto tra debiti finanziari e capitale netto assume valori prossimi al 120% per le imprese minori e al 110% per le imprese di dimensioni maggiori⁷⁶.

L'inversione di tendenza per le imprese grandi si avvia nel 1996 con l'approvazione della legge delega sulla riforma fiscale che introduce la Dit e l'Irap. Nel 1997 (anno di entrata in vigore della Dit) si osserva un incremento del capitale netto sul totale del passivo (Fig.4) mentre il *leverage* (Fig. 6) inizia a scendere fino a raggiungere nel 2000 il 23% circa. Lo stesso fenomeno non si osserva tuttavia per le imprese di dimensioni minori, per le quali il grado di *leverage* negli anni dal 1997 al 2000 si stabilizza sul 32-33%.

Oltre all'influenza della politica tributaria, il rapporto di indebitamento sembra evolvere anche con la dinamica degli investimenti, soprattutto per le imprese piccole e medie.

L'andamento degli indici di redditività, come il ROI e il ROE, non evidenziano al contrario forti correlazioni con l'indebitamento. L'andamento del Roe per le grandi imprese è sostanzialmente ciclico, mentre per le piccole imprese si evidenzia un picco negli anni 1986/1987 e ancora nel 1995. La redditività altalenante, insieme ad un incremento costante dell'indebitamento, non consente di stabilire qualche correlazione tra debito e profittabilità degli investimenti. Sembrerebbe quindi che le piccole imprese abbiano continuato a indebitarsi indipendentemente dalla disponibilità dei propri fondi interni.

Visto l'andamento del rapporto di indebitamento bancario, non sembra che problemi di *adverse selection* e *moral hazard* nel rapporto con i finanziatori abbiano reso difficoltoso l'accesso al credito da parte delle imprese di piccole dimensioni. Occorre tuttavia osservare che le imprese del campione hanno mostrato una forte solidità patrimoniale nel corso degli anni presi a riferimento e possono essere considerate imprese "mature". I problemi di razionamento del credito tendono infatti a mani-

⁷⁶ Agli stessi risultati, utilizzando il medesimo campione di imprese della Centrale dei Bilanci, è giunto anche Aronica. (2002).

festarsi soprattutto nei casi estremi di avvio dell'impresa o di attività imprenditoriali molto rischiose.

Le elaborazioni hanno mostrato inoltre una riduzione dei tassi a breve, dal 1993, e una sostanziale riduzione del costo del debito negli anni Novanta, più pronunciata per le imprese minori (oltre 9 punti percentuali per le piccole imprese, contro gli 8.5 delle imprese di medie dimensioni e i 6.8 delle grandi). Insieme ad un elevato livello del Roi, ciò favorisce l'attivazione della leva finanziaria.

In generale, occorre ricordare che le imprese tendono ad indebitarsi per finanziare il "*working capital*" o le spese per investimenti; possono indebitarsi per far fronte a problemi associati ad una riduzione dell'attività o per fronteggiare una esposizione a breve, una contrazione dei margini, un incremento dei costi; tuttavia nessuna di queste motivazioni sembra prevalere nel campione osservato. L'andamento del rapporto tra attivo corrente e passivo corrente è nel corso del periodo sempre maggiore di 1 per tutte le classi dimensionali, a conferma di una struttura finanziaria solida, che fa escludere che le imprese di questo campione abbiano fatto ricorso al debito per problemi di *cash-flow*.

Il debito non può nemmeno essere visto, in questo caso, come un elemento di disciplina per l'organo amministrativo, in linea con l'impostazione di Jensen e Meckling (1976). Il conflitto tra proprietà e controllo non esiste di fatto nelle imprese minori italiane per le quali anche i dati più recenti (Capitalia (2002)) rilevano una proprietà particolarmente accentrata⁷⁷; anzi, rispetto agli anni passati, sembrerebbe rafforzato il carattere familiare del capitalismo italiano. Un elevato indebitamento potrebbe forse essere letto come una forma di tutela dal rischio di acquisizione da parte di altre imprese.

⁷⁷ Il 90% delle imprese di piccole dimensioni è posseduto da persone fisiche residenti in Italia. Tale percentuale scende al crescere delle dimensioni delle imprese, per le quali tuttavia spicca come circa il 25% sia posseduto da holding private a cui si unisce un 21% posseduto da persone fisiche (Isae (2003) p.169)

3.2 Un approfondimento sulle imprese minori secondo un'indagine Istat

L'utilizzo del modello DIECOFIS⁷⁸ ha reso possibile alcune analisi sulla struttura finanziaria di un campione di 55.000 imprese, molto significativo nel rappresentare l'universo di tutte le imprese non agricole e non finanziarie del 1998⁷⁹ che, secondo l'Istat, sono poco meno di quattro milioni. Si tratta dunque degli unici dati che possono fornire informazioni anche sull'indebitamento delle imprese *non costituite come società di capitali* e rappresentano dunque una fonte particolarmente preziosa. Si può subito anticipare che questi dati confermano che la piccola impresa appare considerevolmente esposta verso il sistema bancario, ma non in modo così differenziato rispetto alle imprese maggiori, e con un utilizzo relativamente ampio dei vari strumenti della finanza "tradizionale".

La tabella 9 conferma le evidenze già commentate nel paragrafo precedente, con un indebitamento strettamente decrescente con la dimensione di impresa, ma con una apprezzabile distanza tra i valori medi. Non viene invece confermata una generale maggiore esposizione delle imprese minori verso il breve termine: in questo caso la relazione tra dimensione di impresa ed esposizione a breve appare direttamente proporzionale⁸⁰.

⁷⁸ Il modello DIECOFIS è un modello di microsimulazione per l'analisi degli impatti delle politiche pubbliche sulle imprese costruito sui dati Istat con il finanziamento dell'Unione Europea. Per ulteriori informazioni si veda <http://petra1.istat.it/diecofis/>. La base dati è ottenuta da due rilevazioni distinte: si tratta dell'indagine SCI per le imprese con oltre 100 addetti (che è di tipo esaustivo e comprende poco meno di 8500 imprese) e della rilevazione PMI per le imprese con meno di 100 addetti (di tipo campionario).

⁷⁹ Il 1998 costituisce il dato più recente perché è l'ultimo anno in cui le indagini ISTAT rilevano dati di struttura patrimoniale per le imprese non societarie con meno di 100 addetti (indagine PMI). E' doveroso sottolineare che si tratta di una perdita informativa considerevole, dato che sugli aspetti patrimoniali delle imprese non costituite come società di capitali non esistono sostanzialmente informazioni alternative disponibili.

⁸⁰ Val la pena di sottolineare che lo scarso dettaglio delle voci rilevate per lo stato patrimoniale delle imprese minori non consente di distinguere, all'interno delle voci di indebitamento a breve, tra la parte commerciale e finanziaria. I livelli di *leverage* non sono dunque comparabili con quelli presentati nella figura 6, ma gli indici qui riportati forniscono una ulteriore conferma della distanza relativa nelle strutture finanziarie.

TABELLA 9 LEVERAGE ED ESPOSIZIONE A BREVE (1998)

Numeri indice rispetto al totale delle imprese con oltre 100 addetti

Classi di addetti ⁽⁸¹⁾	Leverage	Indebitamento a breve /Totale	Frequenza Pesata
Da 0 a 9	121,8	93,9	3.735.498
Da 10 a 19	112,6	96,6	123.515
Da 20 a 49	126,4	98,8	50.916
Da 50 a 99	109,7	98,9	11.630
Totale	120,1	95,1	3.921.660
Da 100 a 199	100,0	99,8	4.993
Da 200 a 249	101,7	100,5	912
Da 250 a 499	100,3	101,1	1.574
Da 500 a 1000	93,6	103,7	603
Oltre 1000	97,0	102,6	371
Totale	100,0	100,0	8.453

N.B. Leverage= rapporto tra il totale debiti (finanziari e non finanziari) e totale passivo: a causa del diverso dettaglio nei dati rilevati, la definizione è molto diversa rispetto a quella della figura 6 e delle tabelle di fonte Capitalia ed è dunque presentata come numero indice rispetto alla media delle imprese con oltre 100 addetti.

Fonte: ISTAT-Diecofis in Bardazzi, Gastaldi, Paziienza (2003)

Notevolmente differenziato è anche il peso degli accantonamenti e degli utili a disposizione, che configura un rapporto tra autofinanziamento e fatturato che raggiunge il 33% nelle unità produttive di minori dimensioni (tabella 10). Come messo in evidenza dalla letteratura, una maggiore difficoltà di accesso al credito e una certa diffidenza per l'ingresso nel capitale di rischio di soggetti esterni all'impresa rende l'autofinanziamento assolutamente indispensabile per le microimprese. Un'idea della rilevanza di alcune voci che spesso entrano nel dibattito sulle caratteristiche del finanziamento alle imprese minori può esser fornita dal rapporto tra TFR⁸² e totale attivo (tabella 11): in questo caso l'incidenza è nettamente decrescente al crescere della dimensione, nono-

⁸¹ La suddivisione grafica della tabella 9 e della 11 (con una riga tra imprese con meno e oltre 100 addetti) vuole ricordare che i dati provengono da due rilevazioni che hanno gradi diversi di dettaglio e per la cui comparabilità nella costruzione degli indici è necessaria una certa cautela. Dove non sussiste alcuna divisione, le indagini presentano il medesimo grado di dettaglio.

⁸² Per una valutazione del ruolo del Tfr nella finanza delle imprese minori si veda anche Palermo Valentini (2000) e Aronica (2002).

stante un più elevato turnover e differenziali retributivi tendano a calmierare la crescita del “prestito” dei dipendenti alle imprese minori⁸³.

TABELLA 10: RILEVANZA DELL'AUTOFINANZIAMENTO

Classi di addetti	Autofinanziamento Fatturato	Frequenza Pesata
Da 0 a 9	33,1	3.735.498
Da 10 a 19	11,2	123.515
Da 20 a 49	10,0	50.916
Da 50 a 99	9,3	11.630
Da 100 a 199	8,1	5.093
Da 200 a 249	8,0	912
Da 250 a 499	6,4	1.574
Da 500 a 1000	9,9	603
Oltre 1000	7,1	372
Totale	32,0	3.930.114

Fonte: modello DIECOFIS, dati Istat

Va peraltro sottolineato che il dibattito sul ruolo del TFR, seppur considerevole per le imprese minori, si rivolge solo ad una quota piuttosto ristretta di microimprese: solo un quarto delle unità produttive con meno di 9 addetti risulta infatti avere almeno un occupato *regolare* alle dipendenze e dunque ha nel suo bilancio accantonamento e fondo TFR.

TABELLA 11: RAPPORTO TRA TFR E IL TOTALE DELL'ATTIVO

Classi di addetti	TFR/ATTIVO	Frequenza Pesata
Da 0 a 9	20,1	939.820
Da 10 a 19	15,2	122.641
Da 20 a 49	14,1	50.733
Da 50 a 99	24,3	11.568
Totale	18,9	1.124.862
Da 100 a 199	10,0	4.943
Da 200 a 249	10,2	908
Da 250 a 499	11,1	1.567
Da 500 a 1000	10,9	603
Oltre 1000	9,0	371
Totale	10,1	8.392

Fonte: Istat-Diecofis in Bardazzi, Gastaldi, Pazienza (2003)

⁸³ Per gli effetti delle modifiche, previste dalla c.d. legge delega previdenziale sul finanziamento delle imprese, si veda Bardazzi, Gastaldi, Pazienza (2003).

Infine, decisamente rilevante appare il ruolo svolto dal *leasing*: la tabella 12 mostra un'incidenza ancora inversamente proporzionale alla dimensione, quanto a rapporto tra valore dei contratti di leasing e stock di immobilizzazioni, mentre la quota di imprese che fa uso di questa forma di finanziamento appare più omogenea tra le classi dimensionali.

Tabella 12: Rapporto tra il Valore capitale di contratti di Leasing e le immobilizzazioni materiali

	Contratti di Leasing/ Immobilizzazioni	Frequenza imprese che utilizzano leasing	% sul totale di strato
Da 0 a 9	3,69	830.160	22,2
Da 10 a 19	1,16	18.188	14,7
Da 20 a 49	0,69	10.407	20,4
Da 50 a 99	0,42	2.706	23,3
Da 100 a 199	0,12	978	19,2
Da 200 a 249	0,12	179	19,6
Da 250 a 499	0,12	242	15,4
Da 500 a 1000	0,14	122	20,2
Oltre 1000	0,05	53	14,2
Totale	2,93	863.036	22,0

Fonte: Dati Istat, Modello DIECOFIS

3.3 Il rapporto tra banca e impresa minore secondo le rilevazioni Isae-ANBP e Capitalia

Una specifica indagine condotta dall'ISAE (per iniziativa dell'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari) su un campione di circa 4000 imprese manifatturiere permette di arricchire il quadro precedente e andare oltre le indicazioni degli indici di indebitamento⁸⁴. Un primo blocco di domande tende a far emergere una eventuale situazione di razionamento del credito (disponibilità di credito insufficiente, al tasso corrente di mercato, e/o disponibilità a pagare un tasso maggiore di quello corrente per avere maggiore credito).

Prima ancora di valutare le indicazioni sul razionamento, vale la pena sottolineare che il 6,6% delle imprese del campione dichiara di non utilizzare il credito bancario, con una quota che arriva all'11% nel caso delle

⁸⁴ L'indagine è stata effettuata a Maggio 2003 e va ovviamente letta alla luce della congiuntura vigente. Sarà poi il confronto con le successive indagini a chiarire quale parte delle indicazioni emerse possa considerarsi strutturale.

imprese maggiori. Il dato, per quanto elevato, non sembra mancare di affidabilità: lo stesso gruppo di imprese dichiara infatti un utilizzo di oltre il 75% dell'autofinanziamento per la copertura del fabbisogno finanziario (tabella 13).

La tabella 13 evidenzia inoltre come poco meno del 79% del campione si dichiara soddisfatto del credito ottenuto (l'84% escludendo coloro che dichiarano di non utilizzare credito), con un andamento strettamente crescente al crescere della dimensione e, sia pur lievemente, in ragione dell'appartenenza a gruppo. La distribuzione territoriale rispecchia pienamente le attese di un maggior razionamento nelle regioni meridionali: poco meno del 17% delle imprese residenti nel sud e isole si dichiara infatti insoddisfatta della disponibilità di credito.

Tabella 13: IMPRESE CHE SI DICHIARANO SODDISFATTE DELLA DISPONIBILITÀ DI CREDITO BANCARIO

	Classi di addetti			Totale
	<50	50-500	Oltre 500	
Si	76,9	83,1	84,4	78,7
No	14,0	6,8	1,8	11,8
non risponde	2,6	3,8	2,8	2,9
non utilizza cred. Banc.	6,5	6,3	11,0	6,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0
	2796	1024	109	3929

Fonte: Isae - ANBP(2003)

Tra le imprese che si sono dichiarate specificamente *insoddisfatte* della disponibilità di credito (11,8% del totale), relativamente più numerose, come nelle attese, sono le imprese con meno di 50 addetti (il 14% del totale). Tale insoddisfazione sembra peraltro non aver significativamente modificato i piani di investimento: una percentuale piuttosto contenuta delle imprese insoddisfatte (il 16%) ha dichiarato di aver dovuto rivedere in modo sostanziale i propri progetti di investimento, mentre per il 40% non c'è stata alcuna limitazione ai propri piani. Da notare che, nonostante la maggior quota di insoddisfatti, le imprese meridionali hanno dichiarato di avere dovuto modificare solo in minima parte i piani di investimento.

Un aspetto complementare per valutare la presenza di razionamento è la domanda circa l'eccessiva onerosità di parte del credito offerto, che ha portato ad una rinuncia a ulteriori richieste: il 32% delle imprese che si

erano dichiarate esplicitamente insoddisfatte ha ritenuto il credito eccessivamente oneroso ma, tra queste, meno del 40% ha ritenuto che la rinuncia abbia alterato per una quota rilevante il fabbisogno finanziario. E' importante sottolineare che questi segnali di razionamento, per quanto molto importanti, hanno riguardato un numero veramente molto ridotto di imprese (l'1,5% del campione complessivo).

Se le domande sul razionamento vengono analizzate solo per le imprese che utilizzano in via prevalente banche popolari⁸⁵ e locali, si nota una lieve diminuzione delle indicazioni di razionamento (specialmente per le imprese di medie dimensioni) e una minore incidenza della necessità di rivedere i piani di investimento. Le imprese clienti delle popolari sembrano anche generalmente più soddisfatte del rapporto con la banca di riferimento di quanto non avvenga in media, soprattutto considerando che sono le imprese di minori dimensioni ad essere relativamente più scontente.

Come esempio, nella tabella 14 sono riportate le risposte relative alla soddisfazione per il servizio di intermediazione di *gestione di liquidità*, che è utilizzato soprattutto dalle imprese più piccole. In media il 21% delle imprese si dichiara insoddisfatta di questo servizio, con una quota di oltre il 23% per le imprese con meno di 50 addetti. Si può vedere che le imprese che hanno come banca di riferimento una banca locale che, come già detto sono in prevalenza piccole, si dichiarano invece più soddisfatte dei servizi ricevuti⁸⁶ (18,2% di insoddisfatti rispetto al 23% delle piccole).

⁸⁵ Le imprese clienti delle Banche popolari sono, secondo i dati dell'indagine, concentrate tra le dimensioni minori. In media circa il 30% delle imprese clienti utilizza la banca popolare per oltre il 50% dei propri fabbisogni, con un ruolo decisamente prevalente nel caso di imprese con meno di 50 addetti.

⁸⁶ La tendenza ad una maggior soddisfazione nel rapporto con le banche popolari è confermata, soprattutto in relazione all'atteggiamento medio delle imprese minori, anche nei confronti dei servizi sull'estero, di investimento e di copertura su cambio.

Tabella 14**SODDISFAZIONE VERSO IL SERVIZIO DI GESTIONE DI LIQUIDITÀ
SVOLTO DA INTERMEDIARI BANCARI**

	Classi di dipendenti			Tipologia Banca Prevalente				Totale
	da zero a 49	50 – 499	oltre 500	Ban- che Po- polari	Altre locali (Cas. di risp. e cred. coop.)	Banche Nazio- nali e Estere	Non risponde	
Si	67,9	69,2	67,9	73,4	72,2	68,3	46,2	68,2
No	23,2	15,7	6,4	18,2	19,3	23,7	19,7	20,8
Non utilizza o non risponde	8,9	15,1	25,7	8,4	8,4	8,0	34,2	11,0
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Isae – ANBP (2003)

Per quanto riguarda le scelte finanziarie, l'indagine consente una valutazione del ruolo dei vari strumenti per la copertura del fabbisogno complessivo, valutazione che non è sempre agevole dalla lettura dei bilanci. I dati evidenziano un ruolo centrale dell'autofinanziamento per tutte le classi dimensionali, con oltre la metà del campione che copre con i fondi interni più della metà del fabbisogno complessivo. Anche il credito bancario conferma il suo ruolo centrale, ma in questo caso la differenziazione dimensionale è più netta: quasi un quarto delle piccole imprese utilizza il credito bancario per oltre il 75%, mentre la quota corrispondente per le grandi imprese è solo del 6,5%, data la maggior capacità di diversificazione della raccolta delle fonti (tabella 15).

**Tabella 15: Peso del credito bancario sul fabbisogno finanziario
per dimensione di impresa**

Peso del credito bancario	Dimensione di impresa			Totale
	da zero a 49 ad- detti	50 – 499 ad- detti	oltre 500 ad- detti	
zero	22,2	23,2	39,8	22,9
fino a 25%	15,3	20,6	20,4	16,8
25%-50%	27,5	30,8	25,8	28,3
50-75%	11,7	12,0	7,5	11,6
oltre il 75%	23,3	13,4	6,5	20,3
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Isae – ANBP (2003)

Un dato che colpisce, ma che conferma quanto precedentemente rilevato con i dati aggregati della Centrale dei Bilanci, è la differenziazione del ricorso al credito commerciale: oltre il 70% delle imprese con meno di 50 addetti dichiara di non utilizzare il credito commerciale come strumento di finanziamento, mentre le medie imprese sembrano farne un uso più intensivo (tabella 16). E' interessante notare infatti che, se anche il peso dei debiti commerciali in bilancio è per le imprese minori ancora molto elevato, il differenziale tra il periodo concesso per i crediti e quello a disposizione per la copertura dei debiti è variato via via a netto favore delle imprese maggiori, tanto che le imprese minori non considerano più il debito commerciale uno strumento di copertura del fabbisogno.

Tabella 16

PESO DELL'AUTOFINANZIAMENTO E DEL CREDITO COMMERCIALE SUL FABBISOGNO FINANZIARIO

	da zero a 49		50 - 499		oltre 500		Totale	
	A	B	A	B	A	B	A	B
zero	22,7	73,0	18,8	60,9	30,1	68,8	21,9	69,7
fino a 25%	18,1	10,3	24,4	14,6	19,4	14,0	19,8	11,5
25%-50%	23,9	11,1	22,6	17,2	15,1	15,1	23,3	12,8
50-75%	8,4	2,9	9,5	4,3	8,6	2,2	8,7	3,2
oltre il 75%	26,9	2,8	24,6	3,0	26,9	0	26,3	2,8
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nota: A= Autofinanziamento; B= Credito Commerciale; Fonte: Isae - ANBP(2003)

I dati di *Capitalia* (che estende le precedenti rilevazioni del Mediocredito Centrale) consentono qualche ulteriore approfondimento sull'influenza delle caratteristiche strutturali sulle scelte finanziarie e sull'influenza della formazione di gruppo. Per quanto riguarda la soddisfazione per il credito erogato vengono confermati i risultati dell'indagine Isae-ANBP relativamente al razionamento, con una relativa maggiore insoddisfazione delle imprese di minori dimensioni, delle imprese più giovani e di quelle non appartenenti a gruppo. Come messo più volte in evidenza dalla letteratura, l'età dell'impresa (anche a prescindere dalla dimensione) può influire notevolmente sull'entità delle asimmetrie informative e dunque sulla capacità di credito. Le imprese costituite da più tempo evidenziano infatti, oltre a minori razionamenti dichiarati, anche *leverage* più elevati e

un numero maggiore di banche con cui sono intrattenuti rapporti (tabella 17).

Tabella 17: NUMERO MEDIO DI BANCHE PER CLASSI DI ETÀ

Anno di costituzione	Numero delle banche con cui l'impresa intrattiene rapporti
prima del 1950	6,3
1951-1970	5,5
1971-1980	5,7
1981-1990	4,9
1991-1995	4,4
dopo il 1996	4,6
Totale	5,2

Fonte : Capitalia (2002)

La pratica del *multiaffidamento*, caratteristica piuttosto spiccata del nostro sistema, ha fatto registrare una sensibile diminuzione rispetto alla precedente rilevazione, probabilmente in connessione con il processo di concentrazione nel mondo bancario⁸⁷. Tale pratica, d'altronde, sembra rispondere più a esigenze di raccolta di credito con una diversificazione del rischio per entrambi i contraenti che alla ricerca di servizi specialistici offerti dalle diverse categorie di istituti: il livello del *leverage* risulta infatti nettamente crescente con il numero di banche utilizzate e ciò fa pensare proprio ad una limitata volontà di impegno sia per gli istituti bancari, sia per le imprese (tabella 18).

Tabella 18: LIVELLO DEL LEVERAGE PER NUMERO DI BANCHE

Numero di banche	LEVERAGE
1	9,41
2	8,93
3	10,90
4	14,14
5	17,76
6-10	24,77
10-20	35,83
20-30	32,24

Fonte : Capitalia (2002)

⁸⁷ Si vada sul punto anche Scanagatta (2003).

La possibilità di attenuare l'asimmetria informativa con una stretta relazione tra banca e impresa (*lending relationship*) non risulta sfruttata pienamente nel nostro sistema: le imprese minori sono infatti relativamente più rischiose e meno trasparenti (la ricerca di informazioni approfondite è dunque costosa) e la banca tende dunque a non impegnarsi per cifre ingenti; per le imprese, d'altronde, la relazione stabile non è sempre sinonimo di migliori condizioni e dunque con il multiaffidamento si vuole ridurre il monopolio informativo e cercare di innestare anche una forma di competizione tra gli istituti bancari⁸⁸.

L'indagine Capitalia consente infine di derivare importanti informazioni sulla rilevanza del fenomeno dei gruppi nel nostro paese e sull'influenza delle architetture proprietarie sulle scelte finanziarie e sui rapporti con le banche. L'indagine conferma innanzitutto la diffusa presenza dei gruppi di imprese (tabella 19), anche se l'incidenza per alcune classi dimensionali (anche in relazione ai diversi universi di riferimento) differisce da quella rilevata dall'Istat (cfr. tabella 6).

Tabella 19

APPARTENENZA A GRUPPO PER CLASSE DIMENSIONALE

Classe di addetti	Appartiene a un gruppo		Totale
	Sì	No	
11-20	9,1%	90,9%	100,0%
21-50	14,3%	85,7%	100,0%
51-250	31,5%	68,5%	100,0%
251-500	74,1%	25,9%	100,0%
oltre 500	97,3%	2,7%	100,0%
Totale	15,7%	84,3%	100,0%

Fonte : Capitalia (2002)

L'appartenenza al gruppo sembra comunque avere un'influenza ben precisa sulle scelte e forse sulle possibilità di reperire risorse finanziarie: il *leverage* risulta inferiore alla media e il numero di banche utilizzate superiore⁸⁹.

⁸⁸ Si veda su questo punto anche Forestieri e Lazzari (2003).

⁸⁹ I livelli medi del *leverage* possono leggermente variare tra le varie tabelle in relazione al numero di imprese che rispondono in modo completo ai quesiti via via rilevanti.

Tabella 20: LEVERAGE E NUMERO MEDIO DI BANCHE PER APPARTENENZA A GRUPPO

Appartiene a un gruppo	LEVERAGE	Numero delle banche con cui l'impresa intrattiene rapporti
Si	28,1	7,6
No	29,6	5,5
Total	29,2	6,1

Fonte : Capitalia (2002)

Nei lavori empirici, l'uso strategico del debito è stato associato in particolare alla presenza di relazioni specifiche tra imprese e in particolare al fenomeno della subfornitura. Spiegel (1996) ad esempio ha evidenziato che il debito rischioso può essere emesso, nel caso di una relazione industriale di tipo specifico, per mitigare il timore di *hold-up* della parte che ha effettuato l'investimento specifico e dunque parzialmente irrecuperabile. La presenza di relazioni specifiche tra le imprese dovrebbe dunque far identificare un livello del debito più alto. Nell'ambito di un gruppo "formale" cade invece la motivazione "strategica" dell'uso del debito (le relazioni di proprietà tra le imprese dovrebbero eliminare i timori di comportamenti opportunistici) e il livello del *leverage* dovrebbe essere minore. In particolare, si dovrebbe trovare un livello più elevato per la capogruppo e più contenuto per le sussidiarie, anche per mitigare le asimmetrie informative: questa ipotesi viene confermata dai dati a disposizione (tabella 21).

Tabella 21: Livello del leverage per posizione interna al gruppo (SOLO IMPRESE CHE HANNO INDICATO LA POSIZIONE INTERNA AL GRUPPO)

Posizione nel gruppo	LEVERAGE
Capogruppo	25,30
In posizione intermedia	22,87
Solo controllata	19,38
Totale	21,40

Fonte : Capitalia (2002)

Infine può essere utile ricavare qualche evidenza circa l'autonomia effettiva tra le imprese appartenenti al gruppo. Dai risultati si può infatti veri-

ficare che, contrariamente alle aspettative, i gruppi di piccole imprese o, più precisamente, le piccole imprese operanti all'interno di gruppi, sembrano più "indipendenti" di quanto non sia possibile verificare per le imprese maggiori. La tabella 22 mostra il grado di autonomia rispetto alla funzione finanziaria dichiarata dalle imprese appartenenti a gruppo .

Tabella 22

DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE PER AUTONOMIA DELLA FUNZIONE FINANZIARIA ALL'INTERNO DEL GRUPPO

(SOLO IMPRESE APPARTENENTI A GRUPPO)

Classe di addetti	Gestione accentrata da parte della casa madre	Le imprese controllate hanno una certa autonomia	Gestione indipendente da parte delle controllate	Totale
11-20	20,2%	19,7%	60,1%	100,0%
21-50	20,8%	21,2%	58,0%	100,0%
51-250	24,8%	28,0%	47,2%	100,0%
251-500	28,3%	40,0%	31,7%	100,0%
oltre 500	29,4%	35,8%	34,9%	100,0%
Totale	23,8%	27,0%	49,2%	100,0%

Fonte : Capitalia (2002)

Sembra dunque non confermata l'idea⁹⁰ che nei gruppi composti di grandi imprese prevalgano sempre le singole imprese sul gruppo, mentre nel caso di gruppi di piccole imprese si tratterebbe di una sorta di crescita esterna che farebbe assimilare il gruppo ad un'unica impresa. Secondo l'indagine Capitalia, infatti, le piccole imprese sembrano godere di una rilevante autonomia all'interno dei gruppi in tutte le funzioni di gestione.

4. Conclusioni

L'evoluzione della teoria microeconomica dell'impresa ha permesso di rivedere e approfondire le riflessioni sulla struttura dimensionale e finanziaria dei sistemi produttivi. Se, da un lato, l'osservazione delle imprese appartenenti a distretti industriali (com'è noto largamente presenti nell'economia italiana) aveva da tempo consentito di constatare la possibilità di separare lo sfruttamento delle economie di scala dalla crescita delle dimensioni delle singole imprese, dall'altro, la diffusione del

⁹⁰ Si veda ad esempio Carone e Iacobucci (1999).

“decentramento produttivo” nell’ultima parte del secolo scorso e l’esistenza di un numero crescente di imprese (anche minori) organizzate in gruppi hanno reso necessario un ripensamento sulle relazioni tra dimensioni della singola impresa e crescita economica.

Per quanto riguarda invece l’evoluzione delle teorie sulle scelte finanziarie delle imprese, si sono osservate, nella pratica, strutture di finanziamento che non possono essere spiegate solamente con gli effetti (anche se molto importanti) della tassazione dei guadagni derivanti dall’attività della impresa ovvero con quelli della considerazione del rischio di fallimento; si è perciò sviluppata la ricerca di spiegazioni teoriche degli esistenti assetti di finanziamento (in mercati di capitali necessariamente “imperfetti”). La simultanea evoluzione della teoria microeconomica ha fornito strumenti utili ad affrontare la questione: gli effetti delle asimmetrie informative, dei costi di transazione, della distribuzione dei diritti di proprietà (definiti in senso ampio) nell’impresa, consentono di trovare spiegazioni, ad esempio, dei livelli osservati di *leverage* (diverse dagli effetti della tassazione), di arrivare alla formulazione di teorie di “gerarchia” delle fonti di finanziamento (interne ed esterne, capitale di partecipazione e di debito...). In sintesi, i diversi strumenti finanziari possono rispondere ad esigenze ed obiettivi differenti nelle scelte di impresa, difficilmente sintetizzabili a priori nella semplice formulazione di un valore del costo del capitale, insensibile alla struttura finanziaria, a parte la tassazione e il rischio di fallimento.

Il ripercorrere l’evoluzione delle impostazioni teoriche più significative ha consentito tuttavia di confermare che non esistono allo stato attuale schemi di analisi che consentano di individuare ex ante assetti “ottimali”, molte essendo le variabili, le esigenze e gli obiettivi cui tali strutture debbono conformarsi.

Tenuta presente l’evoluzione della teoria, in questo lavoro l’attenzione è stata rivolta alle scelte finanziarie delle imprese minori italiane e al loro rapporto con le banche.

La teoria economica, relativamente alla finanza delle imprese minori, non mette a disposizione strumenti specifici, anche se lo scarso ricorso ai mercati finanziari organizzati dei titoli di finanziamento ne rende relativamente meno complessa l’analisi, e, in generale, non offre indicazioni univoche sulla convenienza di una fonte di finanziamento rispetto ad un’altra (paragrafo 1.3). Sicuramente, almeno per le imprese minori, il

ricorso al debito bancario, all'autofinanziamento, al debito commerciale assumono una preminenza che, aldilà dell'analisi teorica, deve essere verificata con adeguate indagini empiriche.

La necessità di indagare empiricamente il mondo delle imprese minori si scontra tuttavia con la poca trasparenza con cui queste imprese si mostrano all'esterno: i dati estrapolati dall'Anagrafe Tributaria (paragrafo 2) mostrano un sistema produttivo "polverizzato" in cui, nel 2000, i due terzi delle unità produttive sono ditte individuali e tre quarti di queste operano in regime di contabilità semplificata. Questa realtà del nostro sistema produttivo rimane sostanzialmente fuori della portata degli studiosi della materia per la mancanza di modelli teorici specifici ma soprattutto per la scarsissima disponibilità di dati.

Proprio per cercare di conoscere meglio il mondo delle imprese minori è stato necessario fare riferimento a diverse fonti (Centrale dei bilanci, Istat, Capitalia). Le rilevazioni disponibili, per quanto coerenti le une con le altre, non sono tuttavia esaurienti e, sotto molti aspetti, sono insoddisfacenti sia perché i dati rilevabili dai bilanci delle società di capitali (Centrale dei Bilanci) non consentono di estrapolare tutte le informazioni sulle scelte finanziarie delle imprese (si pensi al finanziamento con *leasing* che non appare in bilancio ma è utilizzato da circa un quarto delle imprese per finanziare le immobilizzazioni), sia perché i dati sulla struttura patrimoniale delle imprese non societarie (Istat – Diecofis) sono necessariamente limitati a poche voci di finanziamento; infine perché l'estensione dell'economia "sommersa" (che valutazioni di varia provenienza indicano vicina al 30% del prodotto complessivo del nostro paese) non può non inficiare le informazioni sull'attività delle imprese italiane raccolte dalle banche dati. Se il fenomeno dell'economia sommersa può contribuire a spiegare probabilmente i livelli molto elevati di *leverage* rilevabili dai conti delle imprese minori italiane, esso tuttavia non necessariamente dovrebbe distorcere nella stessa misura la rilevazione degli andamenti degli stessi indicatori.

Un' specifica indagine, condotta dall'ISAE per conto dell'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari (paragrafo 3.3) su un campione di circa 4000 imprese manifatturiere, ha consentito di arricchire il quadro del rapporto banca-impresa andando oltre gli indici di bilancio. Si sono ottenute indicazioni sul razionamento, sulla tipologia di servizio

di intermediazione bancaria privilegiato dalle imprese e sulla pratica del multiaffidamento.

Tenute, quindi, presenti le doverose cautele sulle informazioni quantitative disponibili, si possono ricordare le principali conclusioni di questo lavoro:

- a) La struttura finanziaria delle imprese minori si è mostrata, nel complesso, piuttosto stabile nel corso degli ultimi venti anni (1982-2000); l'indebitamento (bancario e commerciale) ha mantenuto la sua preminenza, mostrando una dipendenza elevata e stabile delle imprese dal credito bancario soprattutto nel segmento del finanziamento a breve termine e una predilezione verso un rapporto banca-impresa di tipo non sofisticato. Il credito bancario copre almeno la metà del fabbisogno finanziario per oltre un terzo delle imprese minori (dati ISAE-ANBP), percentuale che scende al 25 per cento nella classe di imprese di dimensioni medie, e al 14 per cento nelle grandi. I dati mostrano che le imprese minori, nel periodo di osservazione, hanno aumentato progressivamente il ricorso al finanziamento esterno al contrario delle imprese di maggiori dimensioni che l'hanno ridotto. Questo ricorso crescente al debito sembra trovare, tra le altre, una giustificazione nel fatto che le piccole imprese hanno dovuto far fronte a una pressione finanziaria generata da una sempre minore capacità ad incassare; il credito commerciale sembra giocare infatti un ruolo differente nelle imprese piccole e nelle imprese di maggiori dimensioni, e i dati ISAE-ANBP mostrano che il credito commerciale non rappresenta per le imprese minori una fonte di copertura del fabbisogno finanziario⁹¹.
- b) Tra le fonti di capitale proprio, l'autofinanziamento è assolutamente prevalente nelle imprese minori e il suo "peso" tende a diminuire con la crescita delle dimensioni: dal 33% del fatturato per le imprese con meno di 10 addetti si scende all' 8% per quelle con addetti compresi tra 100 e 300, e al 7% per quelle con oltre 1000 (dati ISAE-ANBP).
- c) Nella struttura finanziaria delle micro-imprese (quelle con meno di 10 addetti) un ruolo rilevante rivestono gli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto (TFR), il cui stock rappresenta il 20 per cento

⁹¹ Le stesse conclusioni vengono confermate dall'indagine Capitalia per cui si evidenziano, oltre al ricorso preponderante all'indebitamento bancario, un ruolo centrale dell'autofinanziamento e una scarsa rilevanza del credito commerciale come strumento di copertura del fabbisogno (oltre il 70% delle imprese con meno di 50 addetti dichiara di non utilizzare il credito commerciale come fonte di finanziamento).

dell'attivo (se si escludono le imprese senza dipendenti); con il crescere delle dimensioni questa forma di finanziamento diminuisce di importanza fino a rappresentare il 9-10 per cento dell' attivo nelle imprese con più di 100 addetti.

d) L'appartenenza ad un gruppo sembra incidere sulla struttura delle imprese: il livello di *leverage* risulta inferiore alla media per le imprese che appartengono ad un gruppo. In particolare, il livello di indebitamento risulta più elevato per la capogruppo e più contenuto per le sussidiarie.

L'indagine ISAE-ANBP ha consentito inoltre di rilevare indicazioni sul razionamento, sulla tipologia di servizio di intermediazione bancaria privilegiato dalle imprese e sulla pratica del multiaffidamento. Emerge dai dati una percentuale di insoddisfazione della disponibilità di credito bancario intorno al 12 per cento delle imprese intervistate. Tra queste, relativamente più numerose sono le imprese con meno di 50 addetti (circa il 14% del totale), le imprese operanti nel sud Italia (circa il 17% delle imprese residenti nel sud ed isole), le imprese più giovani e quelle che non appartengono a un gruppo. Tali percentuali si riducono tuttavia nelle imprese minori clienti di banche locali, in particolare di banche popolari. Tra le ragioni di insoddisfazione oltre il 30 % delle imprese che si sono dichiarate esplicitamente insoddisfatte ha ritenuto il credito eccessivamente oneroso, ma emerge che tali imprese hanno tuttavia dovuto modificare solo in minima parte i piani di investimento. In generale, si rileva che i segnali di razionamento, per quanto da non sottovalutare, hanno riguardato un numero molto ridotto di imprese (l'1,5% del campione complessivo).

Per quanto concerne i servizi di intermediazione, i dati mostrano che le imprese (e ancora più spiccatamente quelle più piccole) tendono a privilegiare servizi di contenuto "povero", di gestione di liquidità e che circa il 23% si dichiara insoddisfatto, percentuale questa che tende a ridursi al 18% circa per le imprese clienti di banche popolari.

La pratica del multiaffidamento, indagata dalla *survey* condotta da Capitalia, ha registrato invece una sensibile diminuzione rispetto alle precedenti rilevazioni, confermando tuttavia che tale pratica risponde più ad esigenze di raccolta di credito che alla ricerca di servizi specialistici offerti dalle diverse categorie di istituti.

In conclusione, possiamo dire che l'analisi empirica condotta su diverse fonti ha mostrato che il rapporto delle imprese italiane con il settore

bancario si è mantenuto stretto nel tempo. Le informazioni più recenti sulle imprese minori italiane (malgrado le loro carenze) mostrano la permanenza della loro tradizionale struttura finanziaria, con la costante predilezione per l'indebitamento bancario e l'autofinanziamento. Si ridimensiona invece il ruolo del credito commerciale, solo in parte sostituito dal maggior ricorso a nuovi strumenti (come il *leasing*), mentre un'evoluzione da seguire è quella concernente i gruppi di imprese.

Bibliografia

- Acocella N., Paziienza M. G. Reganati F., *Le statistiche sugli investimenti diretti esteri e sull'attività delle imprese multinazionali*, Rapporto di Ricerca n.02.06, Commissione di Garanzia per l'Informazione Statistica, 2002
- Aghion P., Bolton P., *An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting*, Review of Economic Studies, 1992, pp.473-494.
- Aifi (Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel capitale di rischio), *“Andamento del Mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”*, 2002.
- Alworth J e G. Arachi (2001), *The effect of taxes on corporate financing decisions*, International Tax and Public Finance v.8, pp353-376
- Ang J., Lin J. Tyler F., *Evidence of the lack of separation between business and personal risks among small businesses*, Journal of Small Business Finance, 1995.
- Ang J., *On the theory of finance for privately held firms*, Small Business Finance, 1992.
- Aronica A., Di Majo A., Flaccadoro E., Paziienza M. G., *Tassazione e riequilibrio finanziario delle imprese italiane*, Mediocredito Centrale, Quaderni di Politica Industriale, 1995.
- Aronica A., *Tendenze evolutive nella problematica del finanziamento alle PMI*, Atti del Convegno “Finanziamento alle piccole e medie imprese: problemi e prospettive dell'area parmense”, Camera di Commercio di Parma, 2002
- Arrighetti, A., *Integrazione verticale in Italia e in Europa: tendenze e ipotesi interpretative*, in Traù F. (1999) pp. 113-147.
- Asplund M., Nocke V., *Firm Turnover in Imperfectly Competitive Mar-*

- kets, PIER Working Paper 03-010, 2003.
- Auerbach A. J., *Taxation and Corporate Financial Policy*, University of California, Mimeo, 2001.
- Bardazzi R., Gastaldi F., Paziienza M.G., *The Effects of the Planned Social Security Reform on Firms: a Microsimulation Analysis*, paper presentato al Convegno Annuale della Società Italiana di Economia Pubblica, Pavia, 3-4 Ottobre 2003
- Becattini G., *Il distretto industriale marshalliano come concetto socio economico*, Studi e Informazioni, Quaderno 34, 1991
- Berger A.N., Udell G. F. , *Small business and debt finance*, Journal of Banking and Finance. 2000.
- Berger A.N., Udell G. F., *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, Journal of Banking & Finance , 1998 pp.613-673.
- Biais B., Gollier C., *Trade credit and credit rationing*, Review of Financial Studies, 1997.
- Bianco M. *Vincoli finanziari e scelte reali delle imprese italiane: gli effetti di una relazione stabile con una banca*; in “Le banche e il finanziamento delle imprese” a cura di Angeloni I., Conti V., Passacantando F., Il Mulino, 1997.
- Bianco M., Ferri G., Finaldi Russo P., *Condizioni di accesso al credito bancario e nuove esigenze per il finanziamento delle piccole e medie imprese* in Angeloni I (a cura di) “Nuovi orizzonti per il sistema bancario”, Il Mulino, 1999.
- Bontempi E., Giannini S. e R. Golinelli (2003), *Corporate Taxation and Its Reforms: Effects on Corporate Financing Decisions in Italy*, paper presentato alla XV Riunione della SIEP, Pavia
- Brander J., Lewis T., *Oligopoly and financial structure: the limited liability effect*, American Economic Review, 1986.
- Capitalia, *Ottava Indagine sulle Imprese Manifatturiere*, Roma, www.capitalia.it
- Carey M., Prose S., Rea J., Udell G.F., *The economics of private placements: a new look*, Financial Markets, Institutions and Instruments 2, 1993.
- Carone, A. Iacobucci D. *I gruppi di piccole e medie imprese nell'industria italiana*, in Traù, F. (1999) pp. 313-358.
- Carpenter R., Petersen B., *Capital market imperfections, high tech in-*

- vestment and new equity financing*, The Economic Journal , 2002.
- Carree M., van Stel A., Thurik R., Wennekers S., *Business Ownership and Economic Growth in 23 OECD Countries*, Tinbergen Institute Working Paper, 2000.
- Chang C., *Capital structure as optimal contracts*, W.P., Carlson School of Management, University of Minnesota, 1987.
- Commissione Europea, *SMEs in Europe, including a first glance at EU candidate countries*. Brussels, Observatory of European SMEs, 2002 n.2
- Conti, Ferri G., *Banche locali e sviluppo economico decentrato*, in Barca F.(a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma, 1997.
- Cook L., *Trade finance, bank finance and capital market imperfections*, Working Paper, Harvard University, 1997.
- De Angelo H., De Angelo L., *Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock* , Journal of Financial Economics, 1985.
- Dei Ottati, G., *Trust, Interlink Transaction and Credit in Industrial District*, Cambridge Journal of Economics, 1993.
- Dewatripont M., Tirole J., *A Theory of Debt and Equity Diversity of Securities and ManagerShareholder Congruence*, Quarterly Journal of Economics, 1984.
- Di Majo A. , *La tassazione delle piccole imprese societarie*, in Della Casa G. (a cura di) “Economia delle piccole e medie imprese”, Franco Angeli, 1996.
- Di Majo A., Ingrosso M., Janiri G., Paziienza M. G., *La tassazione delle PMI*. Napoli: Osservatorio Tributario della Camera di Commercio di Napoli, Napoli, 2000.
- Di Majo A., Paziienza M. G., Triberti B., *La riforma italiana dei tributi sulle imprese (1996-2000)*. Galli G., Piga G., (a cura di). La competitività dell'Italia, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002.
- Diamond, D, *Reputation acquisition in debt markets*, Journal of Political Economy, 1989, pp.828-862.
- Elston J.A., *An examination of the relationship between firm size, growth and liquidity in the Neuer Markt*, Discussion Paper, n.15/02, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, 2002.
- Ferris J.S., *A transactions theory of trade credit use*, Quarterly Journal of

- Economics, 1981.
- Finaldi Russo P., Rossi P., *Costo e disponibilità del credito per le imprese nei distretti industriali*, Temi di discussione del Servizio Studi della Banca d'Italia, n. 360, 1999.
- Friebel G., Giannetti M., *Fighting for Talent: Risk-Shifting, Corporate Volatility, and Organizational Change*, CEPR Discussion Paper No. 3610, 2002.
- Fulck Z., Holtz-Eakin D. Rosen H., *Where does the money come from? The financing of small entrepreneurial enterprises*, Working Paper, New York University, 1997.
- Gertler, M. Hubbard R. G., *Taxation, corporate capital structure and financial distress*, in L.H. Summers, (a cura di), *Tax policy and the economy*, Nber - The Mit Press, 1990.
- Glyn A. e altri, *The Rise and Fall of Golden Age*, in Marglin S.A. e Schor E. (a cura di) *The golden age of capitalism, Interpreting the postwar experience*, Clarendon Press, Oxford, 1990
- Graham J., *Taxes and Corporate Finance*, 2003, mimeo
- Harris M., Raviv A., *Corporate control contests and capital structure*, *Journal of Financial Economics*, 1988.
- Harris M., Raviv A., *The theory of capital structure*, *The Journal of Finance*, 1991.
- Hart O., *Financial Contracting*, *Journal of Economic Literature*, 2001.
- Hart O., *Firms, contracts and financial structure*, Clarendon Press, Oxford, 1995.
- Hart, O. Moore J., *Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management*. *American Economic Review*, 1995, pp.567-584.
- Hirshleifer D., Anjan V. Thakor, *Managerial conservatism, project choice and debt*, *Review of Financial Studies*, 1992.
- Holtz-Eakin D., Rosen H., Joulfaian D., *Sticking it out. Entrepreneurial survival and liquidity constraints*, *Journal of Political Economy*, 1994.
- ISAE, *Priorità nazionali: dimensioni aziendali, competitività, regolamentazione*, Roma, Giugno2003.
- ISTAT, *Rapporto Annuale, vari anni*, Roma
- Jensen, M. C., *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 1986, pp. 323-329.

- Jensen, M. C., Meckling W. H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 1976, pp.305-360.
- Kester C., *Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations*, Financial Management, 1986, p.5-16.
- Leland H., Pyle D., *Information asymmetries, financial structure and financial intermediation*, Journal of Finance, 1977.
- Long M., Malitz I., *The investment-financing nexus: some empirical evidence*, Midland Corporate Finance Journal, 1985.
- Lorenzoni G. *L'architettura di sviluppo delle imprese minori*, Il Mulino, Bologna, 1990.
- Marshall. A., *Principi di Economia*, Edizione Italiana, Utet, Torino, 1972.
- Ministero dell'Economia, *Analisi dei dati delle dichiarazioni dei redditi*, Vari Anni, Roma
- Modigliani F., Miller M. H. ,*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. American Economic Review. 1958, pp.261-297.
- Monferra' S. , *I gruppi di PMI: Alcune evidenze e implicazioni per il rapporto con le banche*, Economia & Management, 2000,pp. 91-105.
- Myers, S. C. ,*The Capital Structure Puzzle*, The Journal of Finance, 1984.
- Myers, S. C. Majluf N. S., *Corporate financing and investment decision when the firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, 1984, pp.187-222.
- Nicodème G., *Computing effective corporate tax rates: comparisons and results*, European Commission Paper 153, 2001.
- Nicodème G., *Sector and size effects of effective corporate taxation*, European Economy, Economic Papers, No. **175**, 2002.
- Nilsen J., *Trade credit and the bank lending channel of monetary policy*, Working Paper, Princeton University, 1994.
- Palermo G., Valentini M., *Il TFR e la struttura finanziaria delle imprese*, Economia Italiana. 2000, pp. 513-540.
- Petersen M., Rajan R. G. , *The benefits of firm-creditor relationships: evidence from small business data*, The Journal of Finance, 1994.
- . *The effect of credit market competition on lending relationships*, Quarterly Journal of Economics.

- Piga, C. , *Debt and firm's relationship: the Italian evidence*. Review of Industrial Organization. 2002, pp. 267-282.
- Pittaluga G.B., *Dinamiche del settore creditizio e politiche di finanziamento delle PMI*, Atti del Convegno "Finanziamento alle piccole e medie imprese: problemi e prospettive dell'area parmense", Camera di Commercio di Parma, 2002
- Ricketts, M., *The Economics of Business Enterprise*, 3rd edition, Elgar, Cheltenham, 2002
- Ross S., *The determination of financial structure: the incentive signalling approach*, Bell Journal of Economics, 1977.
- Showalter D., *Strategic debt: evidence in manufacturing*. International Journal of Industrial Organization, 1999, pp.319-333.
- Shyam-Sunder L., Myers M. C., *Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure*, Journal of Financial Economics, 1999, pp. 219-244.
- Signorini F., *Lo sviluppo locale*, Meridiana Libri- Donzelli, 1999.
- Smith J. , *Trade credit and information asymmetries*, The Journal of Finance, 1987.
- Spiegel, Y. ,*The Role of Debt in Procurement Contract*, Journal of Economics and Management Strategy, **1996**, 379-407
- Stiglitz J., Weiss A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, American Economic Review, 1981.
- Stulz R., *Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control*, Journal of Financial Economics, 1988.
- *Managerial discretion and optimal financing policies*, Journal of Financial Economics, 1990.
- Titman S., *The effect of capital structure on a firm's liquidation decision*, Journal of Financial Economics, 1984.
- Titman S., Wessels R., *The determinants of capital structure choice*, Journal of Finance, 1988.
- Townsend R., *Optimal contracts and competitive markets with costly state verification*, Journal of Economic Theory, 1979.
- Traù F. ,*I Cambiamenti della struttura dimensionale dell'industria nel confronto internazionale: stock e dimensione media delle imprese nel lungo periodo*, in Galli G., Paganetto L. (a cura di), La competitività dell'Italia Vol. II Le Imprese, Il Sole 24 Ore editore, Milano 2002, pp. 97-120.

Traù, F., *La questione dimensionale nell'industria italiana*, (a cura di), Il Mulino, Bologna , 1999.

Zingales L., *In search of new foundations*, Journal of Finance, 2000, pp.1623-1653.

Working Papers recentemente pubblicati/ Working Papers recently published (sito Internet: <http://www.disefin.unige.it>)

- N. 7/2005 A. Di Majo, M.G. Pazienza, B. Triberti, *Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano*, Gennaio 2005
- n. 6/2005 Maurizio Pipitone, *La disciplina giuridica delle banche popolari e i modelli alternativi di banca*, gennaio 2005
- N. 5/2005 G. Ferri, G. Michetti, C. Pacioni, C. Tondelli, *Banche popolari tra crescita e localismo. Dinamiche di espansione nel decennio 1993-2002 nel rapporto con il territorio - Seconda parte*, gennaio 2005
- N. 4/2005 G. Ferri, G. Michetti, C. Pacioni, C. Tondelli, *Banche popolari tra crescita e localismo. Dinamiche di espansione nel decennio 1993-2002 nel rapporto con il territorio - Prima parte*, gennaio 2005
- n. 3/2005 Cau G., De Bonis R. Farabullini F. Salvio A, *Rischiosità dei prestiti ed efficienza allocativa: ci sono differenze tra banche popolari e banche società per azioni?*, gennaio 2005
- n. 2/2005 G.B. Pittaluga Pierluigi Morelli, Elena Seghezza, *Fondamenti teorici della corporate governance e comportamento delle banche popolari*, gennaio 2005
- N.1/2005 Riccardo De Bruyn e Giovanni Ferri, *Le ragioni delle banche popolari: motivi teorici ed evidenze empiriche*, gennaio 2005
-
- N. 17/2004 B.M. Accardo, *SAM per le quattro macroregioni italiane per l'anno 2000*, dicembre 2004
- N. 16/2004 Amedeo Fossati Rosella Levaggi, *Delay in public provision of health care & private markets*, novembre 2004
- N. 15/2004 Miguel Angoitia, *Il finanziamento territoriale in Spagna: dai trasferimenti ai tributi*, Ottobre 2004
- N. 14/2004 Amedeo Fossati, *De Viti De Marco & the Italian Tradition in Public Finance*, Settembre 2004
- N. 13/2004 Fabrizio Gazzo, *L'inadempienza debitoria dei PVS: un modello esplicativo*, Luglio 2004
- N. 12/2004 Miraslov Jovanovic, *Economic integration and spatial location of production*, Luglio 2004
- N. 11/2004 Fabrizio Gazzo, *La probabilità di rinegoziazione del debito estero dei PVS*, Luglio 2004
- N. 10/2004 Luca Gandullia, *Tax Systems and reforms in Eu new member Countries: an Overview*, Luglio 2004
- N. 9/2004 Joseph Stiglitz, *The role of Cooperatives in Globalization*, Luglio 2004

- N. 8/2004 Amedeo Fossati, *Giustizia & uguaglianza in economia pubblica*, Maggio 2004
- N. 7/2004 Paul De Grauwe e Marianna Grimaldi, *Bubbles and crashes in a behavioural finance model*, aprile 2004
- N. 6/2004 Giovanni B. Pittaluga, *Il Governatorato Baffi (1975-1979)*, marzo 2004
- N. 5/2004 Giorgio Albareto, *Monetary Policy and Banking Stability: A Survey*, marzo 2004
- N. 4/2004 Franco Praussello, *A HP Test on Optimality Conditions within the EMU Currency Area*, Febbraio 2004
- N. 3/2004 Andrea Marino, *Nonlinearities in the Openness and Growth Link: Insights from a North-South Model*, Gennaio 2004
- N. 2/2004 Rocco Ponzano, *The "distretti industriali": governance and policy issues*, Gennaio 2004
- N. 1/2004 Franco Praussello, *Will Enlargement put at risk the viability of EMU?*, Gennaio 2004
- N. 12/2003 Amedeo Fossati, *Goods with different spillovers and neutrality theorems*, Dicembre 2003
- N. 11/2003 Rosella Levaggi - Marcello Montefiori, *Horizontal and vertical cream skimming in the health care market*, Settembre 2003
- N. 10/2003 Mafalda Marengo-Franco Praussello, *Impact of the Doha multilateral trade round on the Southern and Eastern Mediterranean Countries*, Agosto 2003
- N. 9/2003 Paola Conconi - Carlo Perroni, *Self-Enforcing International Agreements and Domestic Policy Credibility*, Agosto 2003
- N. 8/2003 G.B. Pittaluga Elena Seghezza, *Interest-groups Pressures, Independence of Central Banks and Supervision Functions*, Agosto 2003
- N. 7/2003 Luca Gandullia e Francesco Figari, *L'impatto delle agevolazioni fiscali sulle donazioni in Italia*, Luglio 2003
- N. 6/2003 Luca Gandullia, *Tax Systems and Tax Reforms: a Comparative View of Selected European Countries*, Luglio 2003
- N. 5/2003 Miguel Angoitia, *Il Finanziamento degli enti locali in Spagna*, Giugno 2003
- N. 4/2003 Marcello Montefiori, *Patient behaviour in the market for hospital services*, Maggio 2003
- N. 3/2003 Miguel Angoitia, *Le competenze degli enti locali in Spagna*, Aprile 2003
- N. 2/2003 G.B. Pittaluga, E. Seghezza, *Indipendenza delle banche centrali e coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale*, Aprile 2003
- N. 1/2003 Franco Praussello, *How the next EU eastwards enlargement could affect the EMU sustainability*, Gennaio 2003