

Alma Mater Studiorum Università di Bologna  
Polo Scientifico Didattico di Rimini  
Biblioteca Centralizzata

*Note e ricerche*  
*1/2009*



# La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà<sup>1</sup>

Gabriella Chiesa

Università di Bologna, Dipartimento di Scienze Economiche – CREDIF  
Piazza Scaravilli, 34 - 40126 Bologna  
[gabriella.chiesa@unibo.it](mailto:gabriella.chiesa@unibo.it)

Fabrizio Palmucci

Università di Bologna, Dipartimento di Scienze Aziendali - CREDIF  
Via Capo di Lucca, 34 - 40126 Bologna  
[f.palmucci@unibo.it](mailto:f.palmucci@unibo.it)

Ilaria Pirocchi

Università di Bologna, Dipartimento di Scienze Aziendali – CREDIF  
Via Capo di Lucca, 34 - 40126 Bologna  
[ilaria.pirocchi@unibo.it](mailto:ilaria.pirocchi@unibo.it)

*Parole chiave: Struttura finanziaria ottimale, PMI, capitale di debito, capitale di rischio,*

## Abstract

Il contributo si propone in primo luogo di offrire un'analisi critica della letteratura sul tema della scelta relativa alla struttura finanziaria delle imprese, con particolare riguardo alla realtà delle PMI. In secondo luogo, si propone una sistemazione ed una lettura integrata della letteratura empirica sull'argomento. Il presente contributo rappresenta la prima parte del Rapporto CREDIF dell'Osservatorio sui Servizi Finanziari Evoluti per le PMI.

## 1. Introduzione

Le piccole e medie imprese italiane si caratterizzano tradizionalmente per l'uso quasi esclusivo di capitale di debito nella copertura del fabbisogno finanziario esterno, e presentano di conseguenza una struttura finanziaria quanto mai semplificata, nella maggior parte dei casi composta dal debito bancario<sup>2</sup> da una parte e dal capitale dei soci fondatori dall'altra.

A questo si aggiunge un'ulteriore caratteristica delle PMI del nostro paese, ovvero la difficoltà ad intraprendere un percorso di crescita dimensionale simile a quello che avviene invece negli altri paesi industrializzati, in particolare quelli di matrice anglosassone.

---

<sup>1</sup> Per quanto frutto di una riflessione comune, i singoli paragrafi del presente lavoro possono essere attribuiti come segue: il paragrafo 1 e i paragrafo 4 a Fabrizio Palmucci, il paragrafo 2 a Gabriella Chiesa, il paragrafo 3 ad Ilaria Pirocchi. Il presente contributo rappresenta la prima parte di un Rapporto CREDIF, relativo all'Osservatorio sui Servizi Finanziari Evoluti per le PMI, di cui si prevede la conclusione entro il 2009.

<sup>2</sup> Secondo i dati della Banca d'Italia, nel 2006 i debiti bancari rappresentavano circa il 27,4% del totale delle passività delle imprese non finanziarie e l'85,7% dei loro debiti finanziari.

E' inevitabile domandarsi se i due aspetti appena citati non siano, almeno in qualche misura, legati tra loro da un rapporto di causalità.

Per meglio comprendere il panorama imprenditoriale delle PMI italiane e la relativa struttura finanziaria, questo lavoro si propone come prima cosa di ripercorrere le motivazioni teoriche e i principali risultati empirici che spiegano le scelte di finanziamento e la relazione con le caratteristiche delle imprese, quali in primo luogo la dimensione, l'età, il settore, il contesto economico e finanziario.

La letteratura teorica ha offerto diversi paradigmi interpretativi della struttura finanziaria delle imprese e della tipologia delle fonti di finanziamento, coniugate in funzione delle caratteristiche di cui sopra e di altre ancora.

Ricordiamo innanzitutto il paradigma classico della Trade-off Theory (Kraus e Litzenberger, 1973), secondo cui tra capitale di rischio e capitale di debito esisterebbe un rapporto ottimale a cui tendono tutte le imprese; nel tentativo di spiegare alcune irregolarità empiriche, è stata successivamente proposta la Pecking Order Theory (Myers; Myers e Majluf, 1984), che postula un ordine gerarchico che le imprese seguono nella scelta degli strumenti di copertura del fabbisogno finanziario. In ultimo, come vedremo meglio nel prossimo paragrafo, Berger e Udell (1998) hanno introdotto la teoria del Financial Growth Cycle, per spiegare in termini dinamici ed evolutivi la struttura delle fonti di finanziamento delle imprese in generale, così come alcune anomalie legate al caso specifico delle PMI e delle imprese innovative.

La letteratura empirica, tuttavia, sembra non confermare integralmente nessuna delle teorie sopra richiamate (tra gli altri si ricordano Titman e Wessels (1988), Frank e Goyal (2003), in particolare proprio per quanto riguarda le PMI e le imprese operanti in settori innovativi. Questo è particolarmente importante nell'analisi del caso italiano, dove il tessuto economico è in prevalenza composto da PMI.

Queste ultime, per quanto riguarda il finanziamento esterno, sembrano culturalmente restie ad aprire il capitale a soggetti esterni, che siano soci industriali o soci finanziari, il che sembra precludere loro lo sviluppo che altrimenti porterebbe le imprese che ne hanno le potenzialità a crescere dimensionalmente.

A tale riguardo, l'indagine empirica che viene proposta in questo lavoro cerca di dare risposta, tra le altre, alla seguente domanda: la mancata crescita dimensionale di molte PMI italiane dipende solamente dalla loro scarsa propensione ad investire in questa direzione, o gli aspetti legati al finanziamento degli investimenti necessari giocano un ruolo decisivo? In quest'ultimo caso, sembrerebbe interessante capire quali istituzioni, banche o altri intermediari specializzati, potrebbero favorire il processo di finanziamento della crescita in oggetto.

La letteratura, come ricordato recentemente da Corigliano (2007), non ha ancora dimostrato la superiorità di un sistema economico *market based* su di uno *bank based* o viceversa, ai fini dello sviluppo armonico del sistema economico nel suo complesso. La letteratura sull'argomento si è occupata principalmente delle implicazioni sulle innovazioni e sulla qualità delle stesse (Allen, 1993, e Colin Mayer, 1997), della natura e della ripartizione dei rischi in relazione alle inclinazioni del contesto sociale di riferimento in ogni Paese (Allen e Gale, 1995), e della relazione che la configurazione del sistema finanziario può avere con il livello di protezione degli investitori privati in relazione al regime legislativo di *common* piuttosto che di *civil law* (Beck *et al.*, 2001). Sembra probabile, quindi, che la configurazione ottimale preveda un bilanciamento tra ruolo delle banche e del mercato e una prevalenza di uno o dell'altro a seconda delle diverse caratteristiche del tessuto imprenditoriale e sociale dei diversi paesi.

In Italia, a causa delle forti relazioni di clientela che le banche hanno instaurato negli anni con le PMI, la banca potrebbe giocare un ruolo cruciale nello spingere le PMI verso una scelta per loro innovativa, ovvero quella di finanziare la crescita con una struttura di finanziamento che includa forme tecniche evolute di debito, quasi capitale e capitale di rischio esterno (non, cioè, dei soci fondatori).

In ultimo, quindi, lo studio empirico presentato nella seconda parte di questo lavoro cerca risposte ad alcune ulteriori domande (complementari rispetto a quelle precedentemente enunciate): le PMI sono disponibili ad aprire il capitale a soci esterni? Tali soci dovrebbero essere preferibilmente le banche, altri intermediari finanziari specializzati (ad esempio fondi di venture capital o private equity) o semplicemente soci industriali.

## 2. Finanziamento d'impresa: un tour nella *black box*

L'obiettivo finale è la comprensione delle scelte finanziarie delle imprese, dei condizionamenti cui possano essere sottoposte, e quindi dei possibili interventi migliorativi. Tuttavia gli aspetti finanziari d'impresa sono parte di un fenomeno complesso in cui scelte reali e finanziarie sono intimamente connesse. Un'esemplificazione può essere utile. Si consideri la figura 1, questa offre una rappresentazione schematica della sequenza delle scelte e dei tempi che in ultima analisi definiscono l'*impresa*

**Figura 1**

- 0 (data iniziale) : intrapresa di investimento reale, contrattazione finanziaria
- 1 (data intermedia): definizione della strategia d'impresa
- 2 (data finale): realizzazione del risultato d'impresa

Schematicamente: vi è una **data iniziale** in cui un'attività reale può essere intrapresa. In quanto l'investimento reale necessariamente richiede un esborso finanziario, la data iniziale è anche la data (o momento logico) in cui le risorse finanziarie sono reperite; il *contratto finanziario* è stipulato. Vi è poi una **data intermedia**, ovvero, una data (momento logico) che sta all'interno della vita contrattuale, in cui chi è preposto al governo d'impresa (chi ne ha il controllo) effettua *scelte strategiche*, ed infine vi è una **data finale** in cui il *risultato d'impresa* si realizza. Questo sarà la risultante di molteplici fattori: i) in primo luogo, la qualità dell'investimento reale intrapreso alla data iniziale, qualità che può essere non completamente e non simmetricamente conosciuta alla data iniziale; ii) le scelte strategiche effettuate alla data intermedia; iii) la realizzazione di variabili che esulano dal dominio dell'impresa (variabili esogene e casuali), ma che rivestono un ruolo rilevante ai fini del risultato d'impresa, come lo stato dell'economia (espansione/recessione), quello del settore specifico in cui l'impresa opera, il grado di operatività delle imprese che competono con quella in oggetto, ed altre ancora. La rilevanza di elementi aleatori è strettamente connessa alla tipologia dell'investimento reale e più in generale alla tipologia dell'attività d'impresa. Si pensi ad esempio all'incidenza dell'aleatorietà sul risultato di investimenti in R&D, magari in un contesto concorrenziale in cui più imprese sono di fatto impegnate in gare per il perseguimento di brevetti, di imprese che operano in settori non-tradizionali (innovativi), rispetto invece ad imprese che operano in settori tradizionali e/o scarsamente esposte alla concorrenza.

Il problema finanziario è quindi intriso di problemi informativi e di problemi incentivo che la nostra stilizzazione permette di cogliere:

1. problemi informativi ex-ante (data iniziale): qualità del progetto d'investimento reale (o più in generale, qualità dell'impresa), anche in relazione all'attività d'investimento ed operatività dei concorrenti e quindi redditività prospettica.
2. problemi incentivo (data intermedia): chi ha il controllo (insider) ha incentivo ad effettuare scelte strategiche coerenti con la massimizzazione del valore (risultato finale), o invece il pur legittimo perseguimento del proprio profitto configge con la massimizzazione del valore?

### 3. problemi informativi ex-post (data finale): osservabilità e verificabilità del risultato;

Il punto 3 coglie il problema informativo ex-post. Questo è a pieno titolo un problema di asimmetria informativa: l'insider d'impresa ha un vantaggio informativo rispetto agli outsiders riguardo all'effettivo risultato d'impresa. Questa asimmetria può essere risolta, ma ad un costo: il costo di verifica (certificazione) del risultato. Non tutti i contratti finanziari sono, da questo punto di vista, ugualmente costosi. Si pensi ad un contratto azionario, la regola di ripartizione assegna una quota del risultato al finanziatore (socio): ogni singola realizzazione dovrà essere verificata/accertata. Non a caso, le imprese quotate (e quindi, con azionariato) sono soggette a certificazione di bilancio. Ben diverso è il contratto di debito, una volta che il debitore onori il contratto (ripaghi il debito) non vi è ragione di accertare l'effettivo valore del risultato. Questo ultimo sarà verificato (accertato) esclusivamente in caso di insolvenza: Il contratto di debito minimizza i costi di verifica. Questa è una delle ragioni della sua primaria rilevanza nel finanziamento delle PMI, come sarà discusso più approfonditamente nel prosieguo.

Il punto 2 coglie il problema che va sotto il nome di "azzardo morale": il possibile conflitto che sussiste tra l'interesse dell'insider (o meglio, di colui che ha il controllo) e gli interessi degli altri titolari di diritti sul risultato d'impresa. Il contratto finanziario stipulato ex-ante (data iniziale) è di cruciale rilevanza al riguardo: alloca i diritti di controllo, e stabilisce la regola di ripartizione del risultato (cosa spetta a chi ha il controllo, e quanto alle altre parti – outsiders).

A titolo esemplificativo, si consideri la forma contrattuale più diffusa, il contratto di debito, e si supponga che la scadenza sia la data finale – nella nostra stilizzazione, trattasi di *debito a lungo termine*:

- i) il controllo è interamente assegnato al finanziato (imprenditore/insider): sarà l'insider che alla data intermedia sceglie le strategie d'impresa e quindi di fatto la distribuzione di probabilità del risultato che si avrà alla data finale.
- ii) la regola di ripartizione del risultato finale è quella secondo cui al finanziatore spetta la promessa di pagamento (montante) ogni qualvolta il risultato non sia inferiore alla promessa di pagamento (vi sia solvibilità). In caso contrario (insolvenza), l'intero risultato spetta al finanziatore.

La combinazione di i)-ii) fa sì che a colui che effettua le scelte strategiche spetti il risultato d'impresa al netto della promessa di pagamento, quando questa differenza non sia negativa, e nulla in caso contrario. Gli incentivi sono allora di porre in atto strategie che perseguano risultati eccedenti una certa, ben determinata soglia, quella definita dalla promessa di pagamento. Questo può essere compatibile con la massimizzazione del valore (incentiva la profusione di *effort*), ma può ben essere in contrasto (quando si prenda rischio eccessivo).

Chiaramente, con *debito a lungo termine*, il finanziatore è un investitore alquanto passivo: una volta stipulato il contratto (effettuato il finanziamento), non ha alcuna voce in capitolo nella conduzione d'impresa né direttamente (non ha diritti di controllo), né indirettamente attraverso "potere di minaccia" – a meno che il contratto contenga clausole (*covenants*) che limitino la discrezionalità assegnata al finanziato (impresa).

Ben diverso è il *debito a breve*, nella nostra stilizzazione, il debito scade alla data intermedia. Trattandosi di debito, il controllo è ancora assegnato al finanziato (imprenditore/insider): sarà questi che alla data intermedia sceglie le strategie d'impresa e quindi di fatto la distribuzione di probabilità del risultato che si avrà alla data finale. Ma ora il finanziatore ha modo di avere voce in capitolo: Alla scadenza, il finanziato (impresa) può onorare il debito solo in quanto riesca a rifinanziarsi (roll-over del debito), e le condizioni del rifinanziamento, nonché la possibilità stessa che questo avvenga, dipenderanno dalle prospettive reddituali e quindi, in ultima analisi dalla strategia posta. Il finanziatore cessa di essere investitore passivo: ha incentivo a monitorare l'impresa finanziata al fine di osservare e valutare le scelte intraprese e quindi valutare

l'opportunità di rinnovare il credito. Questo a sua volta si configura come schema incentivo per l'imprenditore/insider.

Queste brevi osservazioni sottolineano la rilevanza del contratto finanziario ai fini dell'incentivazione e degli insiders e ai fini del ruolo attivo/passivo dell'investitore (finanziatore). Aiuta forse a comprendere l'evidenza diffusa secondo cui le PMI anche quando godano di finanziamento a lungo termine mantengano pur sempre *linee di credito* – debito che in ogni istante può essere richiamato dal creditore – e queste linee sono concesse da *banche*, ovvero istituzioni che operano in qualità di investitori/finanziatori attivi.

Il punto 1 coglie i **problemi informativi ex-ante** (data iniziale): qualità del progetto d'investimento reale (o più in generale, qualità dell'impresa), anche in relazione all'attività d'investimento ed operatività dei concorrenti e quindi redditività prospettica.

Questi possono essere problemi di **asimmetria informativa**, ad esempio di vantaggio informativo da parte del candidato al finanziamento (impresa) relativamente al proprio merito di credito, come si vedrà avranno implicazioni sulla forma di finanziamento d'equilibrio – ad esempio contratti di debito con garanzie reali volte ad *escludere* prenditori con insufficiente merito di credito. Ma la dimensione dei problemi informativi va ben oltre le asimmetrie informative. E' strettamente connessa all'incidenza dei fattori aleatori rilevanti ai fini del risultato/redditività e dunque alla tipologia dell'investimento. Si pensi all'esempio fatto in precedenza degli investimenti in R&D. Qui il problema è di **oggettiva scarsità delle informazioni** utili alla valutazione della redditività prospettica dell'investimento reale, sia esso un progetto realizzabile all'interno di un'impresa esistente o sia invece la nascita di una intrapresa (start-up). E' in questo contesto che il ruolo attivo del finanziatore è quanto mai rilevante e ai fini dell'acquisizione dell'informazione e ai fini della conduzione dell'impresa con l'offerta di competenze specifiche che complimentino gli *skills* dell'innovatore ai fini della produzione di un risultato economicamente apprezzabile. Il rapporto tra un tale finanziatore attivo e l'imprenditore (innovatore) si configura di fatto in una *partnership* in cui il finanziatore attivo è per lo più un'istituzione specializzata che va sotto il nome di *venture capitalist*. Cruciale diventa la possibilità per il *venture capitalist* di monetizzare il proprio investimento, così da liberare risorse per l'intrapresa di altre *partnerships* e di fatto rendere economicamente sostenibile l'attività di *venture capital*. In linea di principio, il *venture capitalist* potrebbe monetizzare il proprio investimento vendendo ad altri la propria partecipazione. Ma solo in linea di principio, i problemi informativi hanno rilevanza formidabile e spiegano la dimensione irrilevante di tali trasferimenti. Ciò che si osserva invece è lo sbocco al mercato azionario, ovvero la monetizzazione delle partecipazioni attraverso la quotazione dell'impresa (*going public*). La letteratura economica offre una convincente razionalizzazione di ciò. L'anonimità del trading nel mercato azionario (e più in generale dei titoli) rende profittevole l'investimento in acquisizione d'informazione e permette al prezzo di riflettere (se pure in modo non perfetto) le informazioni dei diversi *market participants* riguardo il valore di quello che è il sottostante del titolo, ovvero l'impresa (Hellwig, 1980; Grossman e Stiglitz, 1980; Kyle, 1985) In buona sostanza il prezzo di mercato si configura come un indicatore del valore dell'impresa. Come tale:

1. riduce/elimina quelle barriere informative che avrebbero reso illiquido l'investimento in imprese innovative o più in generale, in imprese ad alto contenuto informativo;
2. permette la predisposizione di schemi incentivo al management (stock options..) che inducano comportamenti virtuosi (Holmstrom e Tirole, 1993)

In quest'ottica il ricorso al mercato (*going public*) non assume tanto rilevanza ai fini del reperimento diretto di fondi/finanziamento, cosa del resto scarsamente osservata anche in economie con mercati sviluppati come gli USA (Allen e Gale, 1995; Carlin e Mayer, 2003), quanto piuttosto come fonte di produzione/agggregazione d'informazione sull'impresa sintetizzata in un prezzo osservabile pubblicamente (Boot e Thakor, 1997; Subrahmanyam e Titman, 1999; Allen e Gale, 2000). Il ritorno economico di ciò è la riduzione di problemi e asimmetrie informative, e dunque

l'accrescimento di liquidità delle posizioni dei diversi partecipanti all'impresa, e tra questi le stesse banche finanziatrici. Con beneficio dell'impresa anche attraverso una riduzione dei costi di finanziamento (Pagano *et al.*, 1998).

### 3. Il finanziamento attraverso il ricorso al debito

Tra le possibili soluzioni al problema dei comportamenti opportunistici da parte delle imprese quali soggetti bisognosi di fondi, riassumendo, i meccanismi ritenuti efficaci dal punto di vista teorico sono:

1. l'imposizione di regole di comportamento;
2. la fornitura di incentivi che spingano l'agente (qui il prenditore di fondi) a comportarsi nell'interesse del principale (qui il finanziatore);
3. la verifica che il risultato economico del progetto e gli eventuali profitti siano distribuiti come da accordi contrattuali assunti *ex-ante*.

Altri strumenti utili a mitigare l'intensità dei problemi di *adverse selection* e *moral hazard* e spesso richiesti dagli istituti finanziari stessi, sono rintracciabili nella prestazione di garanzie, nella diversificazione delle fonti di finanziamento<sup>3</sup> o nella reputazione del debitore<sup>4</sup>.

Per quanto attiene alla categoria dei prestatori di fondi, la teoria dell'intermediazione finanziaria, per giustificare l'esistenza degli intermediari individua due correnti di pensiero:

1. secondo la prima, la banca possiede gli strumenti per conseguire una valutazione dei rischi più efficiente rispetto a quella degli altri intermediari. Tale vantaggio comparato fa del ricorso al credito bancario la fonte di finanziamento meno costosa rispetto alle altre. Se i benefici apportati dall'ammontare di nuove informazioni acquisite supera i costi di *screening* e *monitoring*, la banca costituirà un'alternativa conveniente rispetto al mercato, sfruttando a pieno i benefici delle economie di scala legati all'attività di *screening* e *monitoring* (Leland e Pyle, 1977, Diamond, 1984).
2. la seconda corrente, invece, attribuisce alla banca un ruolo centrale in base alla sua capacità di instaurare un rapporto di lungo periodo con il cliente e soprattutto di ottenere progressivamente delle informazioni riservate: tale ruolo conferisce alla banca una posizione di vantaggio rispetto agli altri possibili finanziatori. Solo una relazione di lungo periodo consente di ricavare un set informativo tale da colmare le asimmetrie informative implicite nella relazione banca-impresa.

In relazione alla tipologia di rapporto che intercorre tra prenditore e prestatore di fondi, la letteratura è concorde nel distinguere tra due canali di finanziamento: il primo è costituito dal canale comunemente denominato come *arm's length finance*. Esso fa riferimento al canale di intermediazione diretta in cui l'intermediario finanziario interviene per facilitare l'accesso dell'impresa al mercato dei capitali, azionario e obbligazionario, svolgendo principalmente un ruolo di supporto per l'erogazione di fondi, ma di massima non agisce come finanziatore dell'impresa in via diretta.

Questa forma di intermediazione risulta essere tipica nei mercati finanziari americani. Il canale diretto si contrappone alla cosiddetta *informed finance*, che si caratterizza per il ricorso al canale bancario e per uno stretto legame banca-impresa. Esso è basato sulla condivisione di informazioni riservate da parte dell'impresa finanziata. Questo sistema è identificato con il canale di intermediazione indiretta (Rajan, 1992) ed è tipico dei sistemi finanziari dell'Europa Continentale.

Tuttavia, il credito bancario, può talvolta assumere forme simili a quelle dell'*arm's length finance*: tali condizioni sono verificate quando la relazione tra banca e impresa non è stretta ed

---

<sup>3</sup> L'utilizzo di strumenti di finanziamento alternativi al debito presuppone un livello di disclosure più elevato nei confronti degli stakeholders.

<sup>4</sup> La reputazione del debitore discende da una relazione di lungo periodo con un'istituzione finanziatrice.

esclusiva, ma l'impresa presenta una moltitudine di rapporti della stessa entità con diverse banche (fenomeno del multiaffidamento), perseguendo un obiettivo di differenziazione finalizzata ad ottenere un vantaggio di costo (*transaction lending*).

Per contro, l'*informed finance* può assumere due diverse connotazioni (Cesarini, 2003):

- a) *relationship lending*: definibile come un rapporto creditizio molto stretto e di lunga durata tra banca e impresa, fondato sull'acquisizione di informazioni di varia natura e fonte, relative all'impresa, spesso anche di carattere privato e qualitativo, che esulano dalla semplice informativa *hard*. Nell'ambito del credito di relazione, di solito la banca offre all'impresa affidata una vasta gamma di servizi (servizi transattivi, di investimento e di carattere fiduciario offerti all'impresa e all'imprenditore). Quindi tale fenomeno si contraddistingue per la ricchezza del suo contenuto informativo di natura privata e confidenziale, spesse volte non suscettibile di uniforme interpretazione da parte di diverse strutture operative della stessa banca (informazioni di tipo *soft*, non agevolmente osservabili o quantificabili, ma anche difficilmente comunicabili a soggetti diversi e distanti dal punto di vista geografico e socio-economico) e ottenuto mediante interazioni ripetute nel corso del tempo (Berger e Udell, 2006). Il *relationship lending* si contrappone al *transaction lending*, in base al quale la concessione di un finanziamento è vista come un'operazione a sè (Boot e Thakor, 2000).
- b) *asset-based lending*: attiene ai casi in cui l'intermediario finanziario fonda la sua politica del credito sulla qualità delle garanzie accessorie disponibili, come fonte primaria per la copertura del debito. L'ammontare di credito elargito è, in questi casi, determinato dall'elaborazione matematica di dati oggettivi che vengono usati per il calcolo di stime dinamiche del valore di liquidazione delle garanzie prestate. Il corrispettivo di queste ultime, di solito, è legato all'ammontare del credito concesso in modo tale che il valore di liquidazione delle stesse ecceda il valore dell'esposizione. La concessione del credito, in questa particolare circostanza, fornisce diversi vantaggi (cfr. Cesarini, 2003): i principali sono rintracciabili nel fatto che il credito si basa sulla garanzia di attività facilmente valutabili e può essere concesso in tempi brevi.

Le due modalità di finanziamento identificate come *arm's length finance* e *informed finance*, si caratterizzano come forme complementari, in considerazione dello sviluppo che hanno subito i mercati finanziari. Peraltro, se da una parte le imprese cercano di ricorrere al mercato oltre che al credito bancario, le banche cercano di mitigare i rischi associati alle proprie esposizioni associate principalmente all'attività creditizia ricorrendo alle tecniche di *securitisation* (cfr. Cesarini, 2003).

Altri possibili criteri per identificare le forme di concessione del credito alle imprese, in particolare quelle di piccole e medie dimensioni, (cfr. Berger e Udell, 2006), possono essere identificati attraverso la definizione di *lending technologies*, come combinazione unica di fonti di informazioni primarie, procedure di screening e politiche di sottoscrizione, struttura del contratto di finanziamento e meccanismi/strategie di monitoring<sup>5</sup>. Secondo Berger e Udell (2006), le forme di finanziamento differiscono a seconda della *lending technology* utilizzata dagli intermediari. Inoltre, esse sono a loro volta influenzate dalla struttura degli intermediari finanziari e dalla struttura normativa: Berger e Udell spiegano come questi due fattori possano ripercuotersi sulla disponibilità del credito per le PMI, attraverso la misurazione della loro incidenza sulla possibilità di impiego e sulla profittabilità di ciascuna *lending technology*.

Tuttavia, nell'analisi dei fattori determinanti per le scelte di struttura finanziaria delle imprese italiane, non si può trascurare la struttura morfologica del sistema finanziario, ossia l'organizzazione e i ruoli degli attori che compongono il sistema finanziario stesso, principalmente rappresentati da banche, mercati e altri intermediari finanziari. Tale struttura è riconducibile

---

<sup>5</sup> Le *lending technologies* individuate dagli autori sono: 1) credito basato sulla bontà dei dati di bilancio; 2) Credit scoring delle PMI; 3) *asset-based lending*; 4) factoring; 5) credito basato sull'ammontare di immobilizzazioni materiali; 6) leasing; 7) *relationship lending*; 8) credito commerciale.

prevalentemente all'evoluzione storica che ha subito un determinato Paese, al ciclo economico, all'assetto della struttura proprietaria delle imprese, alla dimensione aziendale. In un sistema *bank based* quale quello italiano, si riscontra solitamente una tendenza a instaurare un rapporto banca-impresa di lunga durata e stabile nel tempo: in questo modo le banche riescono a sfruttare appieno il loro potenziale vantaggio informativo. Inoltre, la forte integrazione tra sistema imprenditoriale e sistema bancario si ripercuote sul grado di indebitamento complessivo delle imprese stesse.

Ne discende che la struttura finanziaria delle imprese italiane si contraddistingue per essere caratterizzata per lo più dal ricorso a strumenti a titolo di debito, sottoscritti con intermediari di emanazione bancaria. Per contro, il ruolo assunto dai mercati finanziari è del tutto marginale rispetto al finanziamento delle imprese e alla riallocazione degli assetti proprietari aziendali. Il nostro Paese pertanto si caratterizza anche per essere tra quelli *high leverage*<sup>6</sup>.

Le peculiarità del nostro sistema, quindi, caratterizzato dalla presenza di imprese di dimensioni esigue, a proprietà concentrata spiega il ricorso eccezionale al credito bancario, componente principale dell'aggregato di bilancio dei debiti finanziari. Tale tendenza, peraltro, appare essere in sostanziale crescita<sup>7</sup>. Tra le tipologie di contratti di prestito più utilizzate, l'utilizzo di forme di credito a medio e lungo termine e di credito a breve termine risulta essere massiccio, anche se quest'ultimo sta subendo un trend discendente<sup>8</sup>. Altra forma di finanziamento a breve termine non trascurabile è rappresentata dai crediti commerciali. Tale forma risulta essere cruciale per le PMI in quanto è utilizzabile anche durante le fasi di restrizione del credito bancario (Biais e Gollier, 1997), anche se si tratta di una fonte di finanziamento piuttosto costosa. La funzione finanziaria del credito commerciale, intesa come grado di sostituibilità di tale tipologia di passività con il debito bancario a breve, è massima nelle fasi restrittive della politica monetaria. Inoltre, non bisogna sottovalutare l'importanza di motivazioni di tipo transattivo che possano favorire il ricorso al credito commerciale: esso, infatti, risulta essere un valido strumento per la sincronizzazione delle entrate e delle uscite monetarie.

L'evidenza empirica, inoltre, conferma l'esistenza di un legame tra l'utilizzo del credito commerciale e il tipo di relazioni intrattenute con il sistema bancario: il ruolo del credito commerciale risulta cruciale soprattutto per le imprese che si contraddistinguono per un utilizzo delle linee di fido e per una maggiore onerosità del debito e che rischiano di subire fenomeni di razionamento da parte del sistema bancario<sup>9</sup>.

Per contro, l'emissione di *corporate bonds* rappresenta un canale di finanziamento marginale. Il ricorso allo strumento obbligazionario nel nostro Paese è prerogativa quasi esclusiva delle grandi società quotate, che ne fanno uso con frequenza irregolare e per importi solo talvolta rilevanti.

I soggetti terzi rispetto al sistema bancario che sostengono gli investimenti e la crescita delle nostre imprese spesso sono individuabili nelle società appartenenti allo stesso gruppo.

Alla luce di quanto detto finora, in questa sede si privilegia l'analisi del ricorso al credito bancario nel nostro Paese e alle prassi che caratterizzano il rapporto banca-impresa.

Tra queste ultime, per rilevanza e per possibili implicazioni nella crescita del tessuto industriale, il *relationship lending* assume un'importanza capitale. L'adozione di tale approccio nel rapporto banca-impresa presenta numerosi e importanti vantaggi. Infatti, lo scambio di informazioni riservate tra banca e impresa può consentire alle imprese di disporre di una maggiore quantità di credito, di creare valore per gli azionisti e di migliorare la performance aziendale. Questo, per almeno quattro ragioni (Ongena e Smith, 2000):

---

<sup>6</sup> Si veda in proposito Borio (1990).

<sup>7</sup> Secondo i dati di Banca d'Italia (cfr. Relazione Annuale 31 Maggio 2008) il credito bancario elargito alle imprese ha subito una crescita del 12% nel corso del 2007 (dati riferiti a febbraio 2008).

<sup>8</sup> Dato un indebitamento delle nostre imprese pari al 75% del PIL, il 30% è rappresentato da prestiti bancari a medio e lungo termine, mentre un altro 20% circa è rappresentato da prestiti bancari a breve termine.

<sup>9</sup> Fainaldi Russo e Leva (2004)

1. Maggiore riservatezza del rapporto: la relazione banca-impresa assume connotazioni strettamente confidenziali. Le informazioni rivelate alla banca non vengono divulgate agli altri finanziatori o alla concorrenza e, al contempo, consentono all'impresa di ottenere il credito necessario per finanziare i suoi progetti d'investimento, senza dover rivelare pubblicamente le stesse informazioni. La loro acquisizione permette a sua volta alla banca di svolgere le sue attività di *monitoring*. Quindi, la riservatezza produce degli effetti positivi per l'impresa poiché riduce il rischio di razionamento del credito. Questo ultimo aspetto diventa particolarmente importante quando i fondi servono per dei progetti in R&D (vedi *supra*).
2. Maggiore flessibilità del rapporto: in virtù di una stretta relazione, la banca concedente offre maggiori possibilità di rinegoziare le condizioni contrattuali o di modificare la forma tecnica dell'affidamento. Grazie al "patrimonio informativo" posseduto e agli obiettivi di medio-lungo periodo, la banca può quindi garantire all'impresa condizioni più flessibili. Peraltro, le relazioni di clientela inducono il debitore a comportarsi in modo più virtuoso per due motivi: il primo è da ricondurre al monitoraggio continuo della banca; il secondo risiede nella garanzia, o promessa implicita, che la banca offrirà in futuro nuove erogazioni di credito a condizioni migliori (in termini di costo, quantità e garanzie). In sintesi, la stabilità del rapporto favorisce non solo la determinazione ex-ante delle condizioni contrattuali ma anche di quelle di eventuali affidamenti futuri (cfr. Rajan, 1992).
3. Riduzione dei costi di agenzia: il rapporto di credito tra banca e impresa può configurarsi come un contratto di agenzia, in cui la banca è il principale e l'impresa funge da agente. Secondo la teoria dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976), l'attività di monitoraggio del principale è sufficiente ad allineare gli incentivi dell'agente in quanto la disponibilità di informazioni riservate funge da deterrente per comportamenti opportunistici dell'agente in ipotesi di asimmetrie ex-ante ed ex-post. Ma il monitoraggio ha un suo costo: a livello complessivo l'importo ad esso associato aumenta al crescere dei soggetti finanziatori preposti alla funzione di controllo. Per contro, se l'intermediario non diversificasse la sua clientela, l'attività creditizia non apporterebbe alcun vantaggio. Il modello di Diamond (1984) dimostra proprio che la diversificazione del portafoglio prestiti riduce drasticamente i costi di agenzia al crescere dei progetti finanziati ed offre alla banca la possibilità di conseguire delle economie di scala nell'esercizio dell'attività di *monitoring*.
4. Miglioramento della reputazione del debitore: la stabilità della relazione aiuta l'impresa a costruire e consolidare nel tempo una reputazione da debitore affidabile. Questo facilita sia la diversificazione delle fonti di finanziamento, sia un possibile accesso al mercato dei capitali attraverso emissioni di titoli. Secondo la teoria del *signalling* (cfr. Leland e Pyle, 1977), la banca che conferma ripetutamente il proprio sostegno all'impresa segnala agli altri *stakeholders* la capacità di far fronte ai propri impegni di pagamento; non solo, il debitore acquisisce col tempo una buona reputazione e l'applicazione da parte della banca stessa di condizioni più favorevoli. A sua volta, tali condizioni inducono l'imprenditore a scegliere investimenti meno rischiosi e quindi, ad allineare i propri incentivi con quelli della banca<sup>10</sup>.

Le numerose analisi empiriche condotte sull'argomento, possono essere catalogate a seconda della finalità delle ricerche: in questo senso, si distinguono almeno due direzioni principali nella valutazione dei benefici dell'intensità del *relationship lending*.

Un primo filone si focalizza sul ruolo della banca come unico intermediario capace di produrre delle informazioni private sul debitore (cfr. Lummer e McConnell, 1989).

Un secondo filone di ricerca, ha visto diversi studi empirici finalizzati ad indagare le implicazioni dell'intensità del credito di relazione sul tasso di interesse con risultati spesso non univoci. Le principali evidenze empiriche mostrano come una crescente intensità del *relationship lending* è spesso associata a tassi di interesse inferiori (Berger e Udell, 1995, Harhoff e Korting,

---

<sup>10</sup> Se il tasso di sconto di un progetto è alto, il valore attuale netto ne risulta penalizzato e rende l'imprenditore più incline ad investire in progetti più rischiosi, anche con VAN negativo.

1998, Petersen e Rajan, 1994), ad una maggiore disponibilità di credito nei momenti di maggiore fabbisogno o di difficoltà finanziarie temporanee (Cole, 1998, Petersen e Rajan, 1994, Rauterkus, 2005), a minori richieste di garanzie accessorie (Berger e Udell, 1995, Harhoff e Korting, 1998) e ad una minore dipendenza dal credito commerciale (Petersen e Rajan, 1994). Peraltro, alcuni autori sono giunti a risultati empirici almeno in parte opposti, suggerendo che in alcuni casi i costi del monopolio informativo di una relazione privilegiata per le imprese possono essere superiori ai benefici (D'Auria *et al.*, 1999; Degryse e Van Cayseele, 2000).

Masaji *et al.* (2006), diversamente da gli altri studi precedenti, analizzano come i benefici associati al *relationship lending* possano dipendere da tre fattori: la verificabilità delle informazioni fornite alla banca, la dimensione e la complessità della stessa ed infine la sua competitività. Sviluppando un modello che tiene conto simultaneamente dei tre fattori suddetti, gli autori vanno ad indagare quali sono le implicazioni del *relationship lending* in termini di disponibilità del credito e di condizioni contrattuali concesse. I principali risultati mostrano che le imprese possono beneficiare dal *relationship lending* quando è alto il loro livello di opacità informativa (o, come nel caso di imprese giovani, le informazioni su di loro sono oggettivamente scarse) e quando intercorre una relazione di credito con piccole banche, in mercati poco competitivi.

Tuttavia, vale la pena sottolineare come il fenomeno del *relationship lending* non sia privo di rischi e costi. Infatti, non sempre la relazione di clientela si traduce in una maggiore disponibilità di fondi o migliori condizioni di finanziamento. Quando le informazioni su cui si basa il rapporto stretto e continuato tra banca e impresa non sono rapidamente trasferibili da una banca all'altra e il settore bancario è poco concorrenziale, il *relationship lending* conferisce alla banca un monopolio informativo (Sharpe, 1990; Degryse e Van Cayseele, 2000), quindi un potere negoziale superiore a quello dell'impresa, creando le condizioni per l'estrazione di rendite informative, mediante l'applicazione di tassi attivi più elevati alle imprese (Petersen e Rajan, 1995, Von Thadden, 1992, Schenone 2007,). Queste condizioni sono riassuntive del fenomeno di *hold up*, ossia la cattura dell'impresa da parte della banca.

Ma con l'attuale situazione e sviluppo dei mercati e della cultura finanziaria esistono dei meccanismi efficaci che l'impresa può attuare per "sfuggire alla cattura", e dall'altra parte dei meccanismi che impediscono alla banca di catturare un'impresa. Uno di questi ultimi può essere rintracciato nel fenomeno del multiaffidamento, uno strumento efficace nella riduzione del monopolio informativo, utile per ottenere condizioni concorrenziali di tasso d'interesse praticato all'impresa dalla banca (Rajan, 1992; Detragiache *et al.*, 2000, Thakor 1996, Von Thadden, 1995). Il semplice rinnovo continuo dei prestiti è un segnale di buona salute. Un'ulteriore rimedio per evitare la cattura dell'impresa è da ricercare nella condivisione delle informazioni con le altre banche. La condivisione di informazioni restaura, infatti, l'abilità delle banche nel competere con la banca *insider*, poiché riduce il vantaggio informativo di quest'ultima. In realtà il fenomeno del multiaffidamento è praticato anche dalle imprese che presentano un elevato grado di opacità informativa, come le PMI (cfr. Pelliccioni e Torluccio, 2006). Inoltre sembra che le PMI affianchino il ricorso al credito di relazione con una banca ad altri rapporti di tipo *transactional* riducendo così il beneficio del ricorso esclusivo al *relationship lending*. Peraltro, Elsas *et al.* (2004) mostrano che le imprese caratterizzate da un minor (maggior) grado di redditività e da basso (alto) valore di liquidazione dovrebbero prediligere forme di *relationship lending* (multiaffidamento). Un altro possibile rimedio al fenomeno dell'*hold up* è la possibile diversificazione delle fonti di finanziamento.

In maniera speculare, potrebbe accadere che la banca paghi alcuni "comportamenti opportunistici" dell'impresa, assimilabili ai cosiddetti costi di *soft-budget constraint*: in questi casi, la banca è "costretta" a seguire l'impresa cliente, fornendole ulteriori risorse finanziarie, anche quando non dovrebbe economicamente farlo. In altri termini, nei momenti in cui l'impresa attraversa delle fasi di grave difficoltà finanziaria (situazioni di potenziale *default*), la banca potrebbe preferire l'erogazione di ulteriori prestiti all'impresa al fine di allontanare il fallimento (Guiso e Minetti, 2005). Sotto tale ipotesi, il sistema finanziario nel suo complesso potrebbe

conseguire un decremento di efficienza nell'allocazione delle risorse, a causa dei numerosi legami banca-impresa, in cui l'erogazione del credito non è subordinata esclusivamente a valutazioni di rendimento/rischio.

Una politica di differenziazione delle relazioni di credito risulta essere una potenziale strategia per le banche per evitare problemi di *hold-up*: investendo in un numero più elevato di imprese, la banca evita fenomeni legati alla cattura da parte dell'impresa e riesce a contenere anche il rischio di insolvenza. In questo senso, il multiaffidamento potrebbe essere anche una strategia voluta dalle stesse banche (Carletti *et al.*, 2007; Guiso e Minetti, 2005). Un'altra possibile soluzione al problema potrebbe essere rappresentata dalla *seniority* dell'esposizione della banca: una maggiore *seniority* mette la banca nella condizione di intervenire con più incisività nella gestione dell'impresa.

Al di là degli "effetti distorsivi" delle relazioni di *relationship lending*, è opportuno sottolineare come i caratteri evolutivi dello stesso siano elementi importanti per fornire una gamma di servizi moderni e più completi per le imprese: da forme di *relationship lending* si passa a rapporti di *relationship banking* (cfr. Boot e Marinc, 2008).

Nonostante ciò, occorre ricordare che la relazione esclusiva con una banca rappresenti un fenomeno piuttosto raro nella realtà, in particolare nel contesto italiano: la numerosità delle relazioni bancarie presenta una spiccata variabilità in diversi Paesi (cfr. Ongena e Smith, 2000; Detragiache *et al.*, 2000): in ambito europeo, le imprese italiane sono quelle che presentano il più alto numero di relazioni bancarie. La letteratura che analizza tale fenomeno nella realtà italiana (cfr. Forestieri e Tirri, 2002, Cosci e Meliciani 2006; Carletti *et al.* 2004) riconosce la rilevanza del fenomeno e ne indaga il ruolo, soprattutto in relazione all'introduzione delle nuove norme di Basilea II: il multiaffidamento potrebbe riflettere l'intenzione della banca di ridurre la concentrazione delle esposizioni per contenere il rischio o alternativamente per diminuire l'assorbimento di patrimonio di vigilanza (Detragiache *et al.* 2000).

#### **4. Finanziamento con Capitale di Rischio**

Riprendendo quanto detto sopra, possiamo dire che la letteratura non è, ad oggi, riuscita ad offrire un modello teorico di riferimento che spieghi appieno la preferenza delle imprese tra le diverse forme di capitale di debito e di capitale di rischio. Il tema di maggiore interesse nel presente lavoro è il legame tra scelte di finanziamento e crescita delle imprese, in particolare ovviamente quando analizziamo le PMI per le quali la crescita dimensionale dovrebbe rappresentare un obiettivo prioritario, se non addirittura una necessità per sopravvivere.

Analizzando nello specifico la crescita attraverso il ricorso a finanziamenti esterni in capitale di rischio, questa dovrebbe interessare, secondo la letteratura fin qui richiamata, principalmente le PMI che hanno maggiori prospettive di crescita, e le imprese innovative per le quali è più difficile valutare dall'esterno le opportunità di sviluppo. Per le aziende più mature, invece, il momento di apertura del capitale di rischio potrebbe più probabilmente coincidere con la quotazione sul mercato azionario (attraverso una *initial public offering*).

Le verifiche empiriche condotte sulle PMI italiane, ci mostrano come queste imprese presentano da un lato una scarsa articolazione e rilevanza del capitale di rischio (su questo tema cfr.: Di Majo *et al.*, Capitalia, AIFI 2004 e 2006; Caselli, 2007) e dall'altro una preponderanza del credito bancario, prevalentemente a breve termine. Quest'ultima caratteristica è più probabilmente il risultato di una forma di razionamento debole piuttosto che di una preferenza delle imprese per orizzonti temporali brevi, ovvero una scelta delle banche che si sentono maggiormente garantite con esposizioni a breve termine. Molto importante per le PMI e per le imprese giovani in generale è anche il credito commerciale (cfr. Guiso 2003, Cenni e Salotti 2006), proprio a causa dei suddetti problemi informativi di questa tipologia di imprese; la letteratura (Ferris 1981, Biais e Gollier 1997) ha evidenziato, infatti, come i fornitori abbiano vantaggi informativi rispetto agli intermediari

finanziari e la possibilità di ridurre i costi del contratto con il controllo ad esempio sulle forniture future<sup>11</sup>.

Gli investimenti esterni nel capitale e in particolare i servizi di Venture Capital e Private Equity (VC e PE), vengono ancora oggi utilizzati molto poco, anche se negli ultimi anni sembra che ci sia un incremento non solo a favore delle grandi imprese, ma anche delle PMI<sup>12</sup>; tuttavia, l'attenzione è quasi esclusivamente rivolta alle imprese già consolidate per operazioni di *buy-out* o di *expansion*, piuttosto che di *start-up* o del cosiddetto *early stage financing*.

Un'altra chiave di lettura del fenomeno, che contribuisce forse alla sua comprensione, è quella che si ottiene affrontando la questione dal punto di vista della domanda di finanziamento<sup>13</sup>: le imprese possono scegliere di finanziarsi tramite capitale di rischio o essere in qualche modo costrette a farlo avendo esaurito la propria capacità di debito. Nella prima fattispecie possono ricadere le imprese impegnate a mantenere una struttura di finanziamento ottimale (che non usano debito fino a che questo viene erogato, cercando altre strade solo in via residuale) come prescritto dalla teoria (Kraus e Litzenberger), anche se questo è solitamente il caso delle grandi imprese che gestiscono attivamente e strategicamente gli aspetti finanziari della gestione aziendale. Nella seconda fattispecie, di fatto, ricadono tutte le situazioni che prevedono o un'avversione delle imprese verso il finanziamento tramite capitale azionario o un razionamento del debito: il primo caso rientra nella *pecking order theory*, secondo cui le imprese mettono per ultima nelle loro preferenze l'apertura del capitale a terzi; il secondo caso, invece, è ben descritto dal già citato *financial growth cycle*, che vede le imprese ricorrere al capitale di rischio quando non riescono a comunicare all'esterno la vera capacità di debito dei propri progetti (è quindi più spesso il caso delle imprese più giovani, delle PMI e di quelle con progetti innovativi).

Un ulteriore aspetto da prendere in considerazione, che potrebbe aiutare a capire la differenza tra le PMI italiane (includendo qui in un unico insieme anche le imprese giovani e in misura minore quelle innovative) e quelle di altri paesi (soprattutto anglosassoni), è quello della possibile natura endogena degli ostacoli ad intraprendere la strada dell'apertura del capitale, ovvero freni legati ad un difetto culturale delle imprese nell'accettare nuovi soci, sia industriali che finanziari. In ultimo, come per il capitale di debito, è possibile che l'ostacolo sia di natura esogena, ovvero che quand'anche l'impresa abbia deciso di aprire il proprio capitale, subisca il razionamento da parte dei potenziali investitori. Aneddoticamente queste due tipologie di ostacoli sembrano essere entrambe rilevanti nel caso delle imprese italiane: da una parte gli aspetti culturali sono sicuramente presenti negli imprenditori italiani; d'altra parte le imprese spesso non riescono neanche volendo ad accedere al capitale degli investitori professionali in capitale di rischio (*private equity* e *venture capital*), poiché questi ultimi, come dimostrano le evidenze empiriche (AIFI, anni vari), privilegiano di gran lunga acquisizioni di partecipazioni in società mature e operazioni di *Leveraged Buy Out*. Neanche le banche, infine, si sono ad oggi fatte avanti a supplire a questa carenza sul lato dell'offerta, probabilmente a causa degli elevati rischi di queste operazioni.

Come anticipato, quindi, seguendo il paradigma del *financial growth cycle* un discorso a parte meritano le imprese che operano in settori innovativi e si caratterizzano per il loro potenziale rapido sviluppo, nonché le aziende giovani in generale.

Le imprese innovative, in particolare, a parità di condizioni hanno maggiori difficoltà nell'accesso al credito tradizionale per una serie di ragioni già in parte richiamate: la presenza tra banche e imprese di rilevanti asimmetrie informative; la difficoltà nel valutare le potenzialità del mercato di tali prodotti e/o servizi; la presenza nel loro attivo dei cosiddetti *intangibles* (brevetti, marchi, avviamento, etc...), poco idonei per loro natura ad essere costituiti in garanzia per i finanziatori.

---

<sup>11</sup> Studi empirici sul mercato 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).

<sup>12</sup> Cfr. AIFI, anni vari.

<sup>13</sup> Nel paragrafo 2, infatti, la prospettiva era soprattutto quella offerta dal punto di vista dell'offerta, ovvero del finanziatore.

In presenza di tali specificità, la teoria finanziaria suggerisce di optare per forme tecniche di finanziamento e soluzioni appositamente mirate a fronteggiare tali elementi di peculiarità. In particolare, il finanziatore esterno considera ad alto rischio l'investimento, perché al rischio intrinseco dello stesso si somma la sua incapacità di valutarlo, a causa dell'opacità di tale tipologia di imprese. Per un alto rischio, la forma di remunerazione adeguata può essere solo con capitale di rischio, essendo il payoff del debito limitato verso l'alto.

L'idea generale, quindi, è che in caso di finanziamento di imprese in fase di start-up o in fase di rapido sviluppo, specie se operanti in settori innovativi, il finanziamento del fabbisogno finanziario non possa escludere il ricorso al capitale di rischio. Se questo si limita all'autofinanziamento (apporto di capitale dei soci o free cash flow), la crescita delle PMI è necessariamente penalizzata, mentre se si vogliono cogliere tutte le opportunità di crescita, è indispensabile poter contare su apporti di capitale esterni. Ciononostante, l'autofinanziamento rimane fondamentale per la nascita e l'espansione iniziale di un'impresa; alcuni studi empirici (Carpenter e Petersen 2002; Holtz-Eakin, Rosen e Joulfaian 1994), infatti, mostrano che il tasso di crescita delle imprese nella fase di avvio è fortemente correlato con la capacità di autofinanziamento e che la probabilità di sopravvivenza delle nuove imprese è fortemente dipendente dalla disponibilità di attività liquide personali e dall'ammontare di ricchezza individuale.

Nel caso delle imprese maggiori o comunque già affermate e credibili sul mercato, la strada da percorrere può essere anche quella del mercato azionario, con una Initial Public Offering, ma nella maggior parte dei casi, e comunque per la fattispecie delle PMI a cui siamo qui particolarmente interessati, questa strada non è percorribile. L'alternativa quindi è quella del capitale privato, fornito da soci industriali (principalmente imprese che operano nello stesso settore) o da soci finanziari (si intendono qui tutte le forme di finanziamento a titolo di capitale di rischio: PE, VC o forme ibride come il debito mezzanino e il prestito partecipativo), ovvero banche o soggetti specializzati in investimenti di questo tipo quali gli operatori di *private equity* e di *venture capital* (prevalentemente fondi di investimento chiusi).

Questi ultimi, infatti, sembrerebbero in grado di colmare il gap informativo grazie alla loro esperienza e alle loro competenze nelle attività di *screening* e *monitoring* (Hellman e Puri, 2000, Gohrman e Sachlman, 1989, e Lerner, 1994). Inoltre, gli operatori in oggetto, riescono a scrivere contratti più efficienti in termini di controllo sui flussi di cassa e struttura ad incentivi per gli imprenditori, sfruttando la presenza all'interno dell'impresa (a cominciare dal CdA della stessa), articolando il finanziamento al raggiungimento di *milestones* prefissate e legando la loro remunerazione ad indicatori finanziari dell'impresa (Kaplan e Stromberg, 2001a, 2001b).

Come evidenziato da Ueda (2004), tuttavia, una delle ragioni per cui le imprese, in particolare quelle innovative, potrebbero non essere disponibili ad accogliere questi operatori nel loro capitale, è legata al ruolo attivo che il *venture capitalist* tipicamente assume nella gestione dell'impresa ed è rappresentata dal timore di essere derubati dell'idea imprenditoriale. In questo scenario, assume un ruolo non secondario anche il grado di protezione dei diritti di proprietà intellettuali presente nel sistema in cui l'impresa opera.

La letteratura empirica sul *venture capital* e *private equity* è prevalentemente concentrata sul mercato americano, dove questi operatori si sono sviluppati prima e con maggiore successo. Hellman, Lindsey e Puri (2004) mostrano come le banche che operano direttamente o indirettamente nel mercato del VC e PE lo fanno principalmente per costruire delle relazioni con imprese a cui successivamente sarà possibile offrire il tradizionale credito bancario (*cross-selling*). In Italia invece, come riportato da Caselli (2005), il processo sembra piuttosto andare nella direzione opposta: la necessità di sostenere le PMI nelle fasi più delicate del loro sviluppo ha portato le banche ad offrire servizi di *corporate* e *investment banking* e quindi alla nascita di divisioni interne dei gruppi bancari o di intermediari specializzati per assistere le imprese clienti.

Sull'importanza del VC e PE nel finanziamento e nella crescita delle imprese innovative, Engel e Keilbach (2007) mostrano come le imprese, in realtà, vengono finanziate perché già

innovative e per questo ad alto potenziale di sviluppo, e non per finanziare ulteriori progetti innovativi. Lo stesso risultato è confermato nel caso italiano da Caruso e Palmucci (2008).

Ci sono in realtà alcuni studi (tra cui Vos et al, 2007) che mostrano come le PMI non si sentano razionate e non aprono il capitale a soci esterni semplicemente perché non la ritengono una esigenza per crescere o comunque per finanziare i propri progetti di investimento.

Berger e Udell (2006) e Beck e Demirguc-Kunt (2006), infine, enfatizzano l'importanza dell'infrastruttura finanziaria, ovvero del contesto finanziario in cui l'impresa opera, definita come la presenza di intermediari finanziari diversificati e in concorrenza tra loro; l'ambiente, infatti, è ritenuto una variabile chiave per far crescere le PMI, tramite il finanziamento alle imprese sia sotto forma di capitale di debito che di capitale di rischio.

Anche in relazione a quest'ultima considerazione, sarebbe importante infine comprendere quale sia il soggetto finanziatore più titolato ad interfacciarsi con le PMI nel finanziamento della loro crescita. Un'ipotesi da testare è quella secondo cui, in un paese come l'Italia in cui gli aspetti culturali nei confronti del mercato dei capitali sembrano determinanti e in cui le banche hanno un ruolo centrale come controparte delle imprese, le banche stesse non siano le uniche che, grazie al patrimonio fiduciario derivante da relazioni di clientela consolidate nel fornire altri servizi (bancari e creditizi), possano porsi come interlocutore credibile anche quando si tratta di finanziarsi a titolo di capitale di rischio. Ecco quindi che, sempre con riferimento al nostro paese o comunque ad un paese con un sistema finanziario tradizionalmente "*bank-based*", potrebbe presentarsi un mercato segmentato in cui, per servizi finanziari evoluti che includono anche il finanziamento con capitale azionario, le PMI si rivolgono direttamente alle banche<sup>14</sup>, mentre le grandi imprese si rivolgono direttamente ad intermediari finanziari specializzati come ad esempio le banche di investimento o i fondi di private equity.

Tuttavia, sempre in Italia, l'impressione è che molte banche non abbiano avuto ad oggi la volontà di finanziare (seppure a titolo di debito) imprese intrinsecamente rischiose, come quelle giovani e innovative, forse anche per una mancanza di specializzazione nel valutare i rischi di tali operazioni, cosa che invece contraddistingue gli intermediari dei paesi anglosassoni, dove spesso le PMI, soprattutto se con rapide prospettive di crescita anche se rischiose, trovano addirittura una strada diretta per la quotazione (si pensi al caso dell'AIM inglese, del Nasdaq americano o del TSX Venture canadese).

---

<sup>14</sup> Le quali possono entrare direttamente nel capitale o tramite un'altra società finanziaria dello stesso gruppo bancario, a seconda dell'organizzazione divisionale della stessa.

## Bibliografia

- Allen F. (1993), *Stock Markets and Resource Allocation*, in Capital Markets and Financial Intermediation, Cambridge, C. M. a. X. Vives, Cambridge University Press, England.
- Allen F. - Gale D. (1995), *A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US*, in European Economic Review, n. 39(2), pp. 179-209.
- Beck T. - Demirguc-Kunt A. - Levine R. (2001), *Legal theories of financial development*, in Oxford Review of Economic Policy, n. 17(4), pp. 483-501.
- Berger A. N. - Udell G. F. (1995), *Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance*, in Journal of Business, n. 68(3), pp. 351-381.
- Berger A. N. - Udell G. F. (1998), *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, in Journal of Banking & Finance, n. 22(6-8), pp. 613-673.
- Berger A. N. - Udell G. F. (2006), *A more complete conceptual framework for SME finance*, in Journal of Banking & Finance, n. 30(11), pp. 2945-2966.
- Biais B. - Gollier C. (1997), *Trade credit and credit rationing*, in Review of Financial Studies, n. 10(4), pp. 903-937.
- Boot A. W. A. - Marinc M. (2008), *The evolving landscape of banking*, in Ind Corp Change, n. 17(6), pp. 1173-1203.
- Boot A. W. A. - Thakor A. V. (1997), *Financial system architecture*, in Review of Financial Studies, n. 10(3), pp. 693-733.
- Boot A. W. A. - Thakor A. V. (2000), *Can relationship banking survive competition?*, in Journal of Finance, n. 55(2), pp. 679-713.
- Capitalia (2005), *Indagine sulle imprese italiane: Rapporto sul sistema produttivo e sulla politica industriale*, Roma.
- Carletti E. - Cerasi V. - Daltung S. (2007), *Multiple-bank lending: Diversification and free-riding in monitoring*, in Journal of Financial Intermediation, n. 16(3), pp. 425-451.
- Carlin W. - Mayer C. (2003), *Finance, investment, and growth*, in Journal of Financial Economics, n. 69(1), pp. 191-226.
- Cesarini F. (2003), *Il rapporto banca-impresa tra relationship lending e ricorso al mercato finanziario*, in Bancaria, n. 12, pp. 7.
- Colin Mayer (1997), *Corporate Governance, Competition, and Performance*, in Journal of Law and Society, n. 24(1), pp. 152-176.
- Corigliano R. (2007), *Banca e impresa in Italia: caratteri evolutivi del relationship lending e sostegno dello sviluppo*, in Banca Impresa Società, n. (1), pp. 32.
- D'Auria C. - Foglia A. - Reedtz P. M. (1999), *Bank interest rates and credit relationships in Italy*, in Journal of Banking & Finance, n. 23(7), pp. 1067-1093.
- Degryse H. - Van Cayseele P. (2000), *Relationship lending within a bank-based system: Evidence from European small business data*, in Journal of Financial Intermediation, n. 9(1), pp. 90-109.
- Detragiache E. - Garella P. - Guiso L. (2000), *Multiple versus single banking relationships: Theory and evidence*, in Journal of Finance, n. 55(3), pp. 1133-1161.
- Di Majo A. - Pazienza M. G. - Triberti B. (2005), *Le Scelte di Finanziamento delle Imprese Minori: Teorie e Analisi del Caso Italiano*, in Working Paper dell'Università di Brescia, n. (7), pp. 1-79.
- Diamond D. W. (1984), *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in Review of Economic Studies, n. 51, pp. 20.
- Elsas R. - Heinemann F. - Tyrell M. (2004). *Multiple but Asymmetric Bank Financing: The Case of Relationship Lending*, Department of Finance, Goethe University Frankfurt am Main.

- Frank M. Z. - Goyal V. K. (2003), *Testing the pecking order theory of capital structure*, in Journal of Financial Economics, n. 67(2), pp. 217-248.
- Grossman S. J. - Stiglitz J. E. (1980), *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in American Economic Review, n. 70(3), pp. 393-408.
- Harhoff D. - Korting T. (1998), *Lending relationships in Germany - Empirical evidence from survey data*, in Journal of Banking & Finance, n. 22(10-11), pp. 1317-1353.
- Hellwig M. (1980), *On the Aggregation of Information in Competitive Markets*, in Journal of Economic Theory, n. 22, pp. 22.
- Holmstrom B. - Tirole J. (1993), *Market Liquidity and Performance Monitoring*, in Journal of Political Economy, n. 101(4), pp. 678-709.
- Jensen M. - Meckling H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure*, in Journal of Financial Economics, n. 79, pp. 22.
- Kraus A. - Litzenberger R. H. (1973), *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, in Journal of Finance, n. 28(4), pp. 22.
- Kyle A. S. (1985), *Continuous Auctions and Insider Trading*, in Econometrica, n. 53, pp. 22.
- Leland H. E. - Pyle D. H. (1977), *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, in The Journal of Finance, n. Vol. XXXII(2), pp. 17.
- Lummer S. L. - McConnell J. J. (1989), *Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-Market Response to Bank Loan Agreements*, in Journal of Financial Economics, n. 25(1), pp. 99-122.
- Masaji K. - Hirofumi U. - Gregory F. U. - Wako W. (2006). *Information Verifiability, Bank Organization, Bank Competition and Bank-Borrower Relationships*, Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).
- Myers S. C. (1984), *The Capital Structure Puzzle*, in The Journal of Finance, n. 39(3), pp. 575-592.
- Myers S. C. - Majluf N. S. (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, in Journal of Financial Economics, n. 13(2), pp. 187-221.
- Ongena S. - Smith D. C. (2000), *What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence*, in Journal of Financial Intermediation, n. 9(1), pp. 26-56.
- Pagano M. - Panetta F. - Zingales L. (1998), *Why do companies go public? An empirical analysis*, in Journal of Finance, n. 53(1), pp. 27-64.
- Petersen M. A. - Rajan R. (1995), *The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships*, in Quarterly Journal of Economics, n. 110(2), pp. 37.
- Petersen M. A. - Rajan R. G. (1994), *The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data*, in Journal of Finance, n. 49(1), pp. 3-37.
- Rajan R. G. (1992), *Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt*, in The Journal of Finance, n. 47(4), pp. 34.
- Rajan R. G. (1992), *Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt*, in The Journal of Finance, n. 47(4), pp. 1367-1400.
- Sharpe S. A. (1990), *Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts - A Stylized Model of Customer Relationships*, in Journal of Finance, n. 45(4), pp. 1069-1087.
- Subrahmanyam A. - Titman S. (1999), *The going-public decision and the development of financial markets*, in Journal of Finance, n. 54(3), pp. 1045-1082.
- Titman S. - Wessels R. (1988), *The Determinants of Capital Structure Choice*, in The Journal of Finance, n. 43(1), pp. 1-19.
- Von Thadden E. L. (1992). *The Commitment of Finance, Duplicated Monitoring and the Investment Horizon*, European Science Foundation Network in Financial Markets, c/o C.E.P.R., 53--56 Great Sutton Street, London EC1V 0DG.
- Von Thadden E. L. (1995), *Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring*, in Review of Economic Studies, n. 62(4), pp. 557-75.