

POLITECNICO DI TORINO

Dipartimento di Ingegneria Gestionale e della Produzione

**Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

Il debito bancario nelle imprese italiane: un'analisi per classe dimensionale nel periodo pre e post crisi finanziaria



Relatore

prof. Laura Rondi

Candidato

Claudio Basile
Matricola: 231994

Aprile 2018

INDICE

Introduzione	3
Capitolo 1 – La struttura finanziaria delle imprese	4
I finanziamenti alle imprese	4
Le teorie sulla struttura finanziaria.....	7
<i>La teoria classica</i>	10
<i>La tesi di Modigliani e Miller</i>	10
<i>La teoria sull'influenza del fattore fiscale</i>	11
<i>La trade-off theory</i>	12
<i>La pecking-order theory</i>	14
<i>L'ipotesi dei segnali come conseguenza delle asimmetrie informative</i>	18
<i>Considerazioni finali</i>	19
<i>Uno sguardo alle imprese innovative</i>	24
Struttura finanziaria delle PMI	26
Valutazione dei vincoli finanziari.....	29
Capitolo 2 - Il rapporto Banca-Impresa	34
Confronto sistemi finanziari	34
Il relationship lending.....	37
<i>Il vantaggio informativo della banca</i>	41
<i>Influenze esterne sul relationship lending</i>	43
<i>La struttura organizzativa della banca e i conflitti d'agenzia</i>	46
Vantaggi e svantaggi del relationship lending.....	48
<i>I vantaggi del relationship lending</i>	49
<i>Gli svantaggi del relationship lending</i>	52
<i>Le soluzioni al problema di hold up</i>	55
Gli effetti della concorrenza tra banche sul relationship lending	58
Effetti del relationship lending sul tasso di interesse	60
Effetti del relationship lending sulla disponibilità di credito	64
I conflitti di agenzia.....	66
Il transaction lending	68
Il multiaffidamento	69
<i>Le determinanti del multiaffidamento</i>	70
Il relationship lending tra banche e PMI italiane.....	79
Capitolo 3 - La crisi finanziaria e la stretta creditizia	81
La Crisi Finanziaria Internazionale	81

L'impatto della Crisi Finanziaria in Italia	83
Gli effetti della crisi sul relationship lending	85
Il fenomeno del Razionamento del Credito	87
<i>Il modello di Stiglitz e Weiss</i>	88
<i>Aspetti critici del modello di Stiglitz e Weiss</i>	92
<i>La stretta creditizia durante la crisi</i>	93
Capitolo 4 -Analisi empirica sulle imprese italiane	95
La raccomandazione 2003/361/CE.....	96
Il modello stimato.....	97
Le variabili utilizzate.....	98
L'impatto della crisi.....	113
Valutazione per classe dimensionale prima e dopo la crisi	117
<i>Le piccole imprese</i>	117
<i>Le medie imprese</i>	120
<i>Le grandi imprese</i>	123
Conclusioni.....	125
BIBLIOGRAFIA	127

Introduzione

Lo scopo dell'elaborato è quello di analizzare come una specifica determinante, la crisi finanziaria del 2007, abbia impattato sull'ammontare di debito bancario contratto dalle imprese italiane.

La modalità adottate dalle imprese nel comporre la loro struttura finanziaria è un tema ancora oggi molto dibattuto, l'obiettivo è quello di trovare una formula che possa mettere insieme tutti i fattori che influenzano tale scelta e che vada a determinare la soluzione ottima. L'importanza del tema è emersa da Modigliani F. e Miller H. M. quando hanno pubblicato le loro famose preposizioni, da quel momento è nata la consapevolezza che una attenta composizione della struttura finanziaria possa apportare valore all'impresa.

L'elaborato è strutturato come segue: nel Capitolo 1 si mostra l'importanza del tema, si espongono le variabili individuate dalla letteratura che incidono sulla decisione di struttura finanziaria. Si osserverà in che modo tali fattori influenzano la scelta e come interagiscono tra di loro. Nel Capitolo 2 saranno trattati dal punto di vista teorico i fondamenti del rapporto banca-impresa, quindi le tecniche (durata, prezzi, quantità) con cui le banche forniscono servizi finanziari alle imprese, ma partendo dal presupposto che la concessione del credito costituisce un'attività primaria e fondante di una azienda di credito, si fa riferimento alla natura del rapporto che lega la banca al suo prestatore di fondi. Nel Capitolo 3 ci si concentrerà sulla crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti nell'agosto del 2007 che ha poi coinvolto l'economia globale, influenzando inizialmente il sistema finanziario internazionale ma in seguito anche l'economia reale. Si andrà a valutare l'intensità degli effetti della crisi in Italia e in particolare come sia stato impattato il rapporto tra banche e imprese, con un accenno al fenomeno del razionamento del credito. Nel Capitolo 4 si definisce prima l'obiettivo dell'analisi, poi il campione di imprese italiane che sarà oggetto di analisi e successivamente si descrivono i modelli utilizzati per analizzare il finanziamento bancario per classe dimensionale e l'impatto della crisi sul finanziamento bancario, esplicitando la costruzione delle variabili e il possibile segno assunto dalle stesse. Si espongono infine i risultati ottenuti e si avanzano delle considerazioni.

Capitolo 1 – La struttura finanziaria delle imprese

Considerando gli eventi che si sono susseguiti a partire dai fattori istituzionali come l'approvazione del Testo Unico nel 1993 (che ha introdotto la despecializzazione temporale e operativa delle banche e il modello di banca universale), l'avvio delle privatizzazioni delle banche pubbliche e le varie fusioni e acquisizioni tra banche, il nostro sistema finanziario ha subito una modifica profonda, ed anche l'operatività stessa delle banche italiane ne ha risentito. Queste innovazioni difatti hanno accresciuto le potenziali offerte di servizi che le banche possono proporre alla loro clientela, e alle imprese in particolare, generando un ampio portafoglio di importanti servizi di gestione interni alle imprese come la liquidità, i servizi di pagamento, la copertura dei rischi di cambio e di interesse, così come l'assistenza per operazioni di finanza straordinaria o mobiliare. Valutando gli effetti dell'approvazione del Testo Unico, quindi con il conseguente processo di ampliamento dell'operatività bancaria, è possibile denotare differenti risultati: se da un lato aumenta la capacità da parte delle banche di adottare approcci valutativi completi, in grado di configurare il sistema dei rischi dell'impresa affidata, dall'altro pone una maggiore enfasi all'aspetto relazionale nell'erogazione del credito e contemporaneamente permette alle banche di ricercare e comprendere le esigenze finanziarie della stessa impresa-cliente.

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

I finanziamenti alle imprese

Il problema delle scelte finanziarie delle imprese è stato ampiamente studiato, cercando di capire quali sono i fattori che influenzano le loro scelte.

Semplificando, i canali tradizionali di finanziamento delle attività delle imprese si dividono, come noto, in due grandi categorie: interni ed esterni. I primi, in pratica, costituiscono il cosiddetto autofinanziamento; questa fonte ha la caratteristica di essere volatile nel tempo, trattandosi fondamentalmente degli utili dell'impresa non distribuiti,

quindi mantenuti all'interno dell'azienda stessa; essi tendono dunque ad aumentare nelle fasi di espansione del ciclo economico, e all'opposto a diminuire quando la situazione diventa avversa. Quindi possiamo dire che le fonti interne non sono fonti di flussi stabili del finanziamento delle attività d'impresa.

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

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

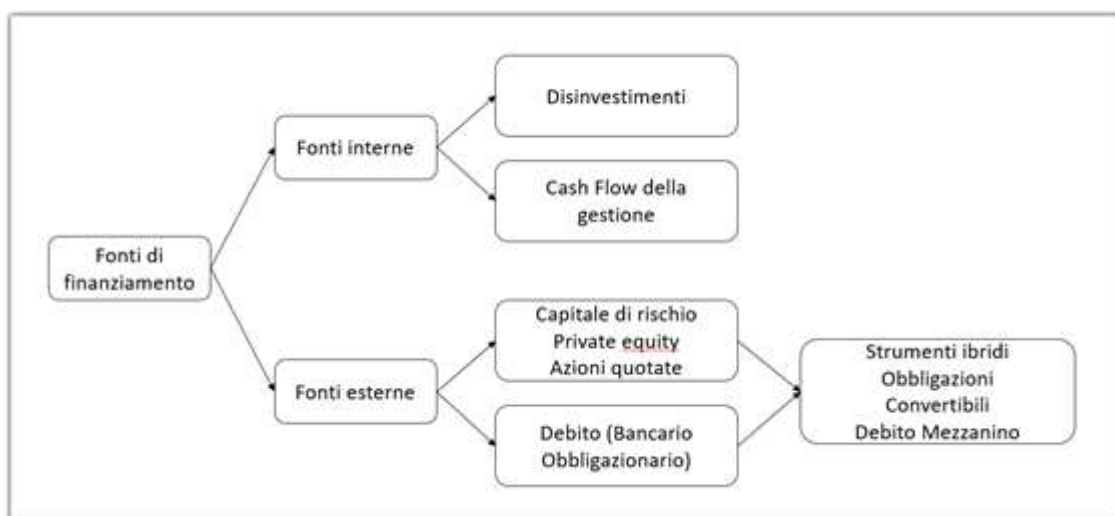


Figura 1 – Le forme di finanziamento delle imprese

Di solito nella letteratura economica a seconda del rapporto esistente tra prenditore e prestatore di fondi, si distingue tra due canali di finanziamento: il primo è chiamato *arm's length finance*, espressione che fa riferimento alle varie forme di intermediazione diretta nella quale l'intermediario finanziario, o l'*investment bank*, interviene per facilitare l'accesso al mercato ma non eroga direttamente fondi all'impresa, riguarda in ultima analisi la provvista di fondi attraverso il mercato azionario e obbligazionario, inoltre questa è la modalità di finanziamento prevalente sui mercati finanziari americani. Il primo canale si contrappone alla *informed finance*, tipica dei mercati europei e che riguarda invece la fornitura di fondi attraverso il canale bancario ed è caratterizzata da uno stretto rapporto tra prestatore e impresa basato su informazioni prevalentemente non disponibili al pubblico, quindi in breve parliamo di finanziamento bancario.

Come sappiamo, l'Italia è storicamente un Paese nel quale il sistema finanziario è sempre orientato alle banche piuttosto che al mercato, questo vuol dire che, in base alle fonti di

finanziamento esterne alle imprese, prendono molto piede sia l'offerta del capitale di rischio, sia l'offerta di titoli di debito direttamente emessi dalle imprese e collocati presso i risparmiatori.

La netta distinzione tra fonti esterne presentata in precedenza deriva dalla natura giuridica del rapporto tra prestatore e datore di fondi: l'impresa è infatti debitrice quando il prestatore può vantare la restituzione del capitale e il pagamento degli interessi pattuiti, al contrario, è partecipata da un socioazionista quando nel conferimento del capitale di rischio l'azionista rischia il capitale nell'attività dell'impresa. Il diritto dell'azionista non sta nella restituzione del capitale, ma nel trarre dall'impresa gli utili che essa produrrà e distribuirà lungo tutto l'arco della sua vita.

Questa differenza è fondamentale perché in alcune circostanze anche il credito bancario può assumere forme simili a quelle dell'*arm's length finance*, per esempio quando il rapporto banca-impresa è discontinuo, parziale (esiste dunque un eccesso di multiaffidamento) e si basa su singole operazioni per le quali l'impresa ricerca soprattutto il minor costo possibile (*transaction lending*).

L'*informed finance* vista in precedenza si può presentare secondo due forme:

- a) *relationship lending*: è un approccio alla relazione banca-impresa basato sull'informazione inizialmente fornita dall'imprenditore e poi prodotta e accumulata dalla banca a partire da una varietà di fonti, non necessariamente pubbliche, come ad esempio le relazioni finanziarie diverse dal rapporto creditizio precedentemente intrattenute con l'impresa. Questa forma tende a manifestarsi in rapporti creditizi di lunga durata, nell'ambito dei quali i servizi finanziari prestati dalla banca sono molteplici (non solo credito, ma anche servizi transattivi, di investimento e di carattere fiduciario offerti all'impresa e all'imprenditore).
- b) *asset-based lending*: lo smobilizzo degli *asset* è una forma tecnica che normalmente rientra nell'ambito di una relazione creditizia più ampia (e quindi della *relationship lending*), ma può anche essere identificata autonomamente. Questa forma presenta diversi vantaggi: si basa sulla garanzia di attività (i crediti) di valutazione relativamente facile, può essere concesso in tempi brevi e il rientro dei fondi non dipende soprattutto dalla situazione finanziaria dell'impresa prestatrice, ma da un insieme di altri soggetti la cui diversificazione tende ad abbassare il rischio del finanziamento.

Le due modalità di finanziamento descritte (*arm's length finance* e *informed finance*) tendono ad essere complementari grazie anche allo sviluppo dei mercati finanziari. Le imprese difatti cercano di affiancare al credito bancario anche il ricorso al mercato, mentre le banche cercano di ridurre il rischio di credito sia attraverso tecniche di *securitisation*, allocando parte dei crediti in essere alla propria clientela, sia utilizzando i *cash flow* prodotti dall'impresa.

Le teorie sulla struttura finanziaria

Per una attenta analisi delle fonti di finanziamento alle imprese e delle scelte finanziarie conseguenti è necessario un approfondimento sul tema della finanza di impresa e nello specifico sulle teorie della struttura finanziaria, che identifica la combinazione esistente tra capitale di debito e capitale di rischio all'interno di una impresa.

Nonostante la letteratura sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese sia piuttosto ampia e abbia prodotto una serie di risultati, essa si è concentrata quasi esclusivamente sui fattori influenti la struttura finanziaria delle imprese di grandi dimensioni, caratterizzate da un azionariato diffuso e da una struttura proprietaria incentrata sulla separazione tra proprietà e controllo. Una delle questioni in tema di economia d'azienda più dibattute è difatti quella di definire se esiste una struttura finanziaria ottimale, ossia uno specifico rapporto tra indebitamento finanziario e mezzi propri, che massimizzi il valore dell'impresa. Fino a qualche anno fa si riteneva che le teorie finanziarie valessero per ogni tipo di impresa, mentre oggi ci si rende conto che le piccole e medie imprese richiedono un approccio specifico a causa della scarsa apertura a soci esterni e della mancanza di titoli quotati in mercati ufficiali, che rendono ancor più difficoltoso il ricorso a nuovo capitale.

La letteratura economica è ancora lontana dall'aver trovato risposta a quello che viene definito *capital structure puzzle* e ogni considerazione in merito alla struttura finanziaria dell'impresa non può prescindere dall'analisi dell'impresa stessa. Conseguenza dunque che l'impresa minore deve essere considerata una realtà differente dalla grande impresa per poterne analizzare le scelte finanziarie e di investimento. Quindi anche per comprendere la struttura finanziaria delle imprese minori e dei rapporti di queste con i finanziatori esterni non si può prescindere dagli elementi che le caratterizzano rispetto alle grandi imprese.

Nel tempo, sono state proposte differenti teorie in merito alla struttura finanziaria delle imprese che tendono a verificare:

1. se esiste una “struttura finanziaria ottimale”, ovvero quel mix ottimale di capitale proprio e di terzi che permette di massimizzare il valore dell’impresa;
2. quali sono, (in caso di risposta affermativa) i fattori che costituiscono gli “elementi critici” necessari all’ottenimento di questa particolare combinazione di fonti.

Successivamente vedremo dunque quali sono le principali teorie sulla struttura finanziaria, considerando prima i fondamenti della “teoria classica”, che si basa sull’idea che il valore di mercato di una impresa sia inversamente proporzionale al suo costo del capitale, per poi accennare alle tesi di Modigliani- Miller, considerate universalmente il “punto di partenza” per l’approccio al problema dell’esistenza della struttura finanziaria ottimale.

Negli anni, con lo scopo di avvicinare la teoria proposta alla realtà, sono state elaborate, andando a togliere alcune ipotesi semplificatrici e restrittive, e prendendo spunto da riflessioni di carattere sociale, organizzativo ed economico, altre teorie, come:

- la teoria sull’influenza del fattore fiscale;
- la trade-off theory;
- la teoria dell’ordine di scelta (*pecking order theory*) come conseguenza della teoria delle asimmetrie informative;
- l’ipotesi dei segnali.

Ogni approccio singolarmente non sembra capace di spiegare completamente il problema della struttura finanziaria ottimale di una impresa, ciascuno di essi appare in sé coerente anche se sembra considerare solo alcuni fattori trascurandone apparentemente altri. Le variabili che influenzano la struttura finanziaria sono tante, come molti sono gli effetti prodotti e le conseguenze che possono derivarne. Quindi, poiché gli aspetti rilevati che impattano sulla struttura risultano tante anche le teorie riguardo la struttura finanziaria.

Nella tabella seguente, sono presentate in ordine cronologico le principali teorie sulla struttura finanziaria e nei paragrafi successivi verrà posta l’attenzione sulle teorie più rilevanti. Ripercorrendo le tappe fondamentali delle teorie sui temi di struttura finanziaria, appare evidente una differenza sostanziale tra le prime teorie e quelle più moderne:

mentre le prime hanno natura deduttiva e carattere normativo basandosi su ipotesi riguardanti i mercati finanziari e con l'obiettivo di una coerenza interna del modello, nei contributi più recenti si nota come gli autori abbiano formulato induttivamente teorie che, con la diretta osservazione dei comportamenti assunti, risultino coerenti con il concreto agire degli operatori economici.

Tabella 1 - Teorie relative alla struttura finanziaria d'impresa

Modigliani e Miller (1958)	La scelta del <i>leverage</i> è irrilevante in assenza di imposte.
Modigliani e Miller (1963)	La presenza delle imposte societarie riduce il costo dell'indebitamento. Diviene conveniente massimizzare il <i>leverage</i> .
Jensen e Meckling (1976)	La struttura finanziaria ottimale è quella che minimizza i costi di agenzia associati all'indebitamento e ai mezzi propri.
Miller (1977)	Anche in presenza di imposte personali il valore dell'impresa non è modificato dal suo grado di <i>leverage</i> . Il rapporto ottimo di indebitamento esiste solo a livello dell'intero sistema d'impresa.
Ross (1977); Leland e Pyle (1977)	La struttura finanziaria e le modalità di copertura degli investimenti costituiscono un segnale sulla situazione dell'impresa e sulla qualità degli investimenti da finanziare.
De Angelo e Masulis (1980)	Esistono imprese per le quali lo scudo fiscale è meno importante che per altre. Per questo il <i>leverage</i> ottimale è inferiore.
Altman (1984); Warner (1977); Chen, Kim (1979); Bradley, Jarrel, Kim (1984); Kane, Marcus, McDonald (1984); De Angelo e Masulis (1980).	Esiste un rapporto ottimale di indebitamento per ogni impresa che si ottiene bilanciando da un lato i vantaggi fiscali (che continuano a sussistere anche in presenza di imposte personali) derivanti da un aumento del <i>leverage</i> e dall'altro considerando i costi associati al dissesto (e i costi di agenzia).
Myers (1984); Myers e Majluf (1984) Fazzari, Hubbard e Petersen (1988)	Nel finanziarsi le imprese seguono un ordine di scelta.
Harris, Raviv (1988)	La scelta del grado di <i>leverage</i> è influenzata da esigenze di controllo della società.
Brandel, Lewis (1988); Sarig (1988) (entrambi citati in Harris, Raviv (1991); Cornel, Shapiro (1987)	Esistono delle relazioni tra il <i>leverage</i> e i mercati finanziari in cui l'impresa opera. Imprese con capitale organizzativo netto elevato e che sopportano pretese e rivendicazioni da parte di <i>stakeholders</i> non finanziari devono fare un minor uso dei debiti.

La teoria classica

Prima degli articoli di Modigliani e Miller del 1958, si era imposta, con diverse critiche, la scuola di pensiero dei cosiddetti “tradizionalisti”, che comprendeva Dean (1951), Graham e Dodd (1951), Guthmann e Dougall (1955), Taylor (1956), Watermann (1957). Secondo i tradizionalisti, un certo grado d’indebitamento aveva un effetto positivo per quanto riguarda il valore delle imprese, quindi nella pratica si considerava l’esistenza di un coefficiente d’indebitamento ottimale. Dunque, secondo l’approccio classico esiste un determinato rapporto tra debito e capitale proprio che minimizza il costo medio ponderato del capitale (*WACC*) e massimizza il valore complessivamente investito nell’impresa. Oltre questo rapporto gli oneri derivanti dal ricorso all’indebitamento finanziario (rischi finanziari, costi del dissesto, di transazione/negoziazione, ecc.) incrementano il costo medio ponderato del capitale (rispetto a quello di un’impresa non indebitata) e riducono il valore dell’impresa.

In altri termini, la teoria classica afferma che sfruttando in maniera opportuna la leva finanziaria (ossia il rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto di un’impresa) si riesce ad abbassare il *WACC*, a causa del fatto che il beneficio che l’impresa ottiene finanziandosi con il debito non viene completamente eroso dal rendimento maggiore che gli azionisti richiedono per il più elevato rischio che devono sopportare a causa del debito stesso.

Da questa teoria è quindi possibile dedurre che il mercato preferisce titoli di aziende con indebitamento moderato, dato che per queste aziende il rischio percepito dagli investitori non aumenta all’interno di una certa soglia. Una volta sorpassata questa soglia, sia i possessori del capitale proprio che i possessori del debito reagiscono richiedendo un maggior rendimento del capitale tale da compensare il maggior rischio percepito.

La tesi di Modigliani e Miller

Nel 1958 Modigliani e Miller mostrano che il valore del capitale investito è determinato da un unico fattore, ossia la rischiosità delle attività dell’impresa e non la composizione delle fonti che finanziano tali attività. Essi dimostrano che in presenza di determinate ipotesi, il valore dell’impresa non si modifica al variare della combinazione delle fonti di finanziamento (I Proposizione di M&M). Le numerose ipotesi su cui si basa tale teoria sono principalmente le seguenti:

- assenza di imposte societarie e personali;
- possibilità da parte delle imprese e degli individui di ricorrere all'indebitamento senza limiti e alle stesse condizioni di tasso di interesse;
- gli investitori conoscono la redditività futura dell'impresa;
- possibilità di suddividere le imprese in classi di "rendimento equivalente" e di conseguenza di "rischio equivalente";
- applicazione delle stesse condizioni a imprese ed individui.

Secondo Modigliani e Miller, nella formulazione originaria della loro teoria, il valore dell'impresa dipende dunque dalla redditività e dal rischio insito nell'attività di impresa, in questo caso il passivo rappresenta solo la ripartizione tra capitale proprio e mezzi di terzi. La tesi di M&M prende spunto dal cosiddetto "processo di arbitraggio" che afferma che due attività presenti sullo stesso mercato non possono avere dei prezzi diversi. Dunque, in un mercato efficiente il processo di arbitraggio impedisce che i valori di mercato di due o più imprese, appartenenti alla medesima classe di rischio siano differenti solo a causa delle diverse strutture finanziarie assunte dalle stesse. In una situazione differente dalla precedente vi sarebbe spazio per operazioni di arbitraggio, effettuate dagli investitori, che riporterebbero così il mercato in equilibrio.

Il teorema di M&M è stato soggetto, nel corso del tempo, a diverse critiche, fondamentalmente basate sulla evidenza che i manager dedicano più tempo e risorse alle decisioni di finanziamento, non concentrandosi esclusivamente sugli aspetti "reali" della gestione aziendale, come invece lascia supporre l'idea di M&M, a causa dell'impossibilità di creare valore attraverso un'opportuna politica sulla scelta delle fonti di finanziamento. Difatti nel decennio successivo, gli stessi M&M propongono delle modifiche al loro modello originario. Tuttavia, la loro teoria ha offerto una solida base per le ricerche successive, e ha portato gli studiosi a indagare le possibili violazioni delle ipotesi M&M.

La teoria sull'influenza del fattore fiscale

L'imperfezione dei mercati che contrasta maggiormente con l'assunzione di "mercato perfetto" è l'esistenza dell'imposizione fiscale. La tassazione, difatti gioca un ruolo fondamentale sulle caratteristiche degli strumenti finanziari, poiché modifica il costo

effettivo delle forme di finanziamento per l'impresa, nonché il loro rendimento effettivo per l'investitore. Gli stessi Modigliani e Miller sono stati tra i primi a studiare le conseguenze della tassazione lasciando immutate le altre ipotesi base.

Nonostante le complessità e la diversità delle differenti normative tributarie vigenti in diversi paesi, dovute a particolari eventi storici o imputabili a specifiche scelte di politica economica, è possibile in generale affermare che:

1. se le uniche imposte presenti sono quelle societarie, la possibilità di dedurre gli oneri finanziari costituisce un incentivo per le imprese massimizzare il debito come fonte di finanziamento;
2. se oltre alle imposte societarie esistessero anche le imposte personali sui redditi di capitale, allora si potrebbero verificare numerose ipotesi:
 - un vantaggio assoluto per una delle due fonti di finanziamento;
 - una situazione di indifferenza per le diverse fonti di finanziamento che possono essere utilizzate dall'impresa;
 - una situazione nella quale le caratteristiche del sistema fiscale sono così peculiari da rendere per alcune imprese preferibile una determinata struttura finanziaria rispetto ad un'altra.

Riguardo questa tematica lo stesso Miller (1977), considerando la presenza di imposte personali, evidenzia come il debito finanziario, in luogo del patrimonio netto, possa generare un beneficio fiscale se e solo se l'imposizione fiscale personale sui proventi dei capitali investiti a titolo di credito è inferiore all'imposizione fiscale personale sui redditi di capitale proprio. Questo implica che è necessario bilanciare il debito sulla base delle aliquote di imposta gravanti sulla società e sugli azionisti. In questo caso conviene indebitarsi fino a quando l'aliquota di imposta personale da pagare sugli utili di impresa è superiore all'aliquota di imposta sugli interessi.

La trade-off theory

Un'ulteriore critica alla tesi di Modigliani e Miller deriva dalla Trade-off theory o teoria dei costi del dissesto, questa teoria si basa sulla constatazione che esiste una categoria di costi, precedentemente non considerata, legata alla componente del debito presente all'interno della struttura finanziaria di una impresa tale da portare l'impresa ad una situazione di stress finanziario e ad un eventuale conseguente fallimento.

Sostanzialmente, i pericoli sono basati sia dall'aumento dei costi conseguenti al rischio di crisi percepita da soggetti terzi all'azienda sia dai costi del fallimento derivanti dalla crescita stessa dell'indebitamento (Warner 1977, Altman 1984).

Una prima conseguenza dello stress finanziario è che i soggetti finanziatori potrebbero limitare i finanziamenti verso l'impresa, pretendere compensi più elevati con tassi crescenti, o anche richiedere garanzie onerose. Questo comporta quindi la riduzione del valore di mercato dei titoli dell'impresa. Le imprese, soprattutto quelle più rischiose, come le PMI, tendono quindi a fare ricorso al capitale di rischio in misura inferiore a quanto suggerito dalle teorie.

In generale, i costi del fallimento vengono suddivisi in due categorie:

- diretti, quali le spese legali ed amministrative legate alla procedura concorsuale;
- indiretti, originati dai costi causati da problemi organizzativi e gestionali derivanti da comportamenti opportunistici degli stakeholders. Questa categoria, non sempre di facile individuazione, comprende costi legati ad esempio al fatto che i fornitori possono essere riluttanti a detenere rapporti di affari con un'impresa che potrebbe non sopravvivere allo stress finanziario, oppure al fatto che sul mercato del lavoro può risultare più complesso assumere personale disposto ad operare in un'impresa in crisi.

In altri termini, nel determinare il grado di indebitamento, una impresa deve considerare sia il vantaggio fiscale del debito ma anche la necessità di minimizzare i costi del fallimento, dal momento che essi riducono il valore dell'impresa di una somma pari al valore attuale dei costi di fallimento moltiplicato la probabilità che lo stesso si verifichi. Il concetto di trade-off è esplicito nella figura seguente.

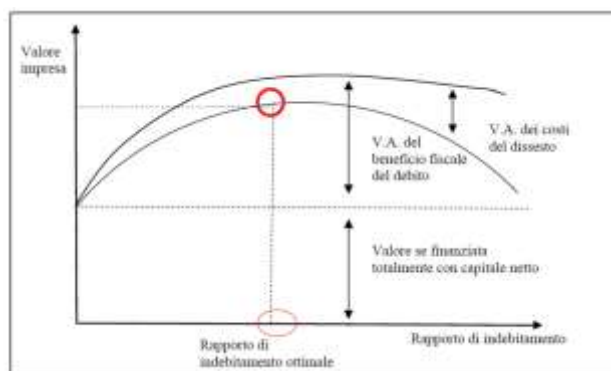


Figura 2 – Trade-off theory

La figura quindi mostra che il valore di un'impresa è ricavabile nel modo seguente:

Valore totale impresa = valore se finanziata con capitale netto + VA benefici fiscali – VA del dissesto (stress finanziario)

Quindi il diagramma evidenzia che se si effettuasse la miglior scelta possibile per il trade-off tra benefici fiscali dovuti alla deducibilità degli oneri finanziari e costi del dissesto, si determinerebbe il rapporto di indebitamento ottimale, e dunque la struttura finanziaria ottima dell'impresa.

I principali vantaggi di questa teoria, sottoposta anche a numerose verifiche empiriche che non sempre hanno confermato quanto predetto dalla trade-off theory, sono il riconoscere che i rapporti di indebitamento ottimi possono variare da impresa a impresa, e inoltre il chiarire molte delle differenze nella struttura finanziaria dei vari settori: le società caratterizzate da attività tangibili, sicure e abbondante reddito imponibile dovrebbero tendere verso alti rapporti di indebitamento, mentre le società in perdita, rischiose e con attività intangibili (ad esempio le imprese in crescita e ad alta tecnologia) dovrebbero fare affidamento sul capitale netto.

La pecking-order theory

Le origini della pecking order theory, ossia la teoria dell'ordine di scelta che definisce appunto le gerarchie delle fonti di finanziamento delle imprese (financial hierarchy) risalgono alla tesi di Modigliani-Miller sull'irrelevanza della struttura finanziaria delle imprese, vista nel precedente paragrafo.

Secondo la teoria tradizionale, esiste un forte trade-off tra i canali di finanziamento delle imprese e per comprendere l'importanza del fenomeno si deve considerare il "ciclo di vita dell'impresa" osservando come cambiano le esigenze finanziarie delle imprese durante l'intero arco temporale del loro sviluppo. Vedendo nel dettaglio le origini e le implicazioni di tale teoria è possibile notare come partendo dal teorema di Modigliani-Miller, quindi dall'irrelevanza nella scelta della tipologia di finanziamento dell'attività che comporta in determinate condizioni l'invarianza del valore complessivo dell'impresa rispetto alla composizione del finanziamento (debito, azioni, autofinanziamento), gli sviluppi successivi hanno evidenziato diversi fattori che variano il valore dell'impresa e

quindi il costo del capitale finanziario in base alla struttura del finanziamento (dell'attività complessiva ovvero del singolo progetto di investimento).

In sintesi, il teorema di Modigliani-Miller dimostra che il cash flow complessivo dell'impresa, in determinate condizioni di rischio, è dato dalle attese di rendimento sull'orizzonte temporale rilevante e non da come esso venga distribuito tra profitti e interessi.

La successiva teoria che si è evoluta è basata sull'abbandono delle ipotesi di mercato perfetto dei capitali, quindi per tutti gli operatori la stessa informazione, e si è soffermata in un primo momento sulla asimmetria informativa (moral hazard e adverse selection), concludendo che diverse strutture finanziarie influenzano diversamente gli incentivi avvertiti dai managers e quindi la profittabilità attesa e il valore dell'impresa. Jensen e Meckling (1976), nel loro modello, considerano i costi di agenzia conseguenti alla asimmetria informativa tra le parti, facendo riferimento quindi agli oneri sostenuti dall'impresa per contenere i danni derivanti da comportamenti opportunistici e conflitti di interesse esistenti tra azionisti-creditori e azionisti-managers. Secondo gli autori, infatti, l'aumento dell'indebitamento accresce la probabilità che i managers o gli azionisti effettuino scelte che determinino la redistribuzione della ricchezza a danno dei creditori, come ad esempio la distribuzione degli utili, la scelta di investimenti eccessivamente rischiosi, la rinuncia ad investimenti che richiedono l'aumento di capitale, ecc. Questo, come ragionevole attendersi, ha comportato da parte dei creditori, l'attuazione di azioni difensive come l'aumento del tasso di interesse o delle garanzie richieste.

Quindi secondo questo modello la struttura finanziaria ottimale sarebbe quella che riduce i costi di agenzia relativi al debito ed al capitale di rischio.

La teoria del pecking order, una delle critiche più famose a M&M da parte di Fazzari, Hubbard e Petersen, si sviluppa alla fine degli anni '80, mettendo in luce la non perfetta sostituibilità tra le fonti finanziarie e ipotizzando una gerarchia tra esse: le fonti interne, principalmente utili non distribuiti (autofinanziamento appunto) vengono preferite all'indebitamento bancario, dal momento che il loro utilizzo non implica la presenza di costi di agenzia che sorgerebbero – sia ex-ante che ex-post – a causa dell'asimmetria informativa tra imprenditore e finanziatore, come teorizzato da Jensen e Meckling nel

1976 e da Fama e Miller nel 1972. A causa di questa teoria (ossia a causa dei fenomeni di selezione avversa e azzardo morale) il ricorso a fonti di finanziamento esterne tramite l'indebitamento risulta per l'impresa in generale più oneroso, inoltre è stato ampiamente osservato da Berger e Udell nel 1998 come questo problema sia ancora più amplificato per le imprese innovative o in fase di start-up.

Il finanziamento bancario viene a sua volta preferito all'emissione diretta di azioni per alcuni motivi fondamentali: il primo deriva dal fatto che le banche possono ridurre le asimmetrie informative grazie alle loro attività di screening e monitoring riducendo così il costo di agenzia, il secondo motivo risiede nel fatto che le banche, avendo acconsentito a concedere un prestito ad una impresa, indirettamente mandano un segnale positivo al mercato riguardo la reputazione delle imprese, provocando così un aumento del valore delle affidate.

L'esistenza di problemi di asimmetria informativa condiziona dunque fortemente la politica di finanziamento e di investimento attraverso il manifestarsi di diverse forme di conflitti d'interesse, sia tra managers e azionisti che tra azionisti e mercato dei capitali. In particolare, vediamo come nel primo caso, i managers agiscono perseguendo i propri interessi che possono divergere da quelli dell'impresa (Jensen, 1986). Questa contrapposizione di interessi può esplicitarsi, ad esempio, grazie alla discrezionalità dei managers nel controllo del free cash flow, difatti poiché il pagamento degli interessi sul debito riduce la disponibilità dei flussi di cassa e quindi la discrezionalità dei managers, gli azionisti possono utilizzare l'indebitamento come strumento per attenuare il problema di moral hazard. Nel secondo caso invece, i managers agiscono nell'interesse degli azionisti, hanno incentivo a realizzare progetti di investimento più rischiosi e con rendimento atteso maggiore di quelli concordati con i finanziatori esterni. Se l'investimento ha successo, allora l'impresa si appropria del rendimento, in caso contrario, i costi sono scaricati sui creditori. Tale problema di azzardo morale accresce il costo dell'indebitamento e lo rende relativamente meno conveniente. Inoltre, poiché i managers possiedono informazioni non accessibili al mercato sul valore della società, generalmente emettono nuove azioni quando l'impresa è sopravvalutata dal mercato, il quale anticipa questo comportamento e impone uno sconto sulle azioni di nuova emissione, il cosiddetto lemon premium (Arkelof 1970, Myers e Majluf, 1984). L'emissione diretta di azioni (public equity) provoca infatti in genere una riduzione dei

corsi azionari, dal momento che il mercato reagisce appunto pensando che i manager ritengono l'impresa sopravvalutata oppure incapace di ottenere altri finanziamenti. Inoltre quest'ultima strada implica dei costi diretti notevoli, per esempio costi di collocamento, rating ecc. Tutto questo, quindi, rende più costoso il finanziamento azionario ed in generale le imprese sceglierebbero questa via come l'ultima percorribile, essendo la strada più onerosa in assoluto.

Al contrario di quanto sostenuto dalla trade-off theory, per la teoria dell'ordine di scelta non esiste un grado di indebitamento target, in quanto le due componenti di capitale netto, autofinanziamento ed emissione di azioni, si posizionano all'opposto nell'ordine di scelta perseguito. Inoltre, i benefici dello scudo fiscale e gli eventuali costi di stress finanziario sono di secondaria importanza nella strutturazione delle scelte finanziarie.

La tabella 2 (A.Di Majo, M.G. Paziienza, B. Triberti (2005)) mostra le relazioni tra indebitamento ed opportunità di crescita, indebitamento e dimensione aziendale e tra indebitamento e profittabilità nell'ambito delle due teorie descritte in precedenza, quella del trade-off e della pecking order.

Tabella 2 - Teorie del Trade-off e del Pecking order

	Trade off theory	Pecking order theory
Rapporto indebitamento e opportunità di crescita	Maggiori sono le opportunità di crescita minore sembra essere il ricorso al debito. (relazione negativa)	Maggiore ricorso al debito in presenza di maggiori investimenti. (relazione positiva)
Rapporto indebitamento e dimensione	Le aziende più grandi visto il minor rischio di default (dovuto alla diversificazione delle attività) avrebbero un merito di credito migliore e costi di finanziamento più bassi. (relazione positiva)	Le imprese di maggiori dimensioni essendo quelle più conosciute al pubblico sono quelle che possono emettere con costi minori azioni e capitale di rischio. (relazione negativa)
Rapporto indebitamento e profittabilità	Le imprese profittevoli dovrebbero avere un debito maggiore rispetto a quelle poco profittevoli. (relazione positiva)	Le imprese più profittevoli sarebbero quelle meno indebitate. (relazione negativa)

L'ipotesi dei segnali come conseguenza delle asimmetrie informative

Nel modello di Leland e Pyle (1977), i due autori riprendendo il concetto di conflitto di interesse tra managers e creditori (già visto in precedenza), analizzano gli effetti dell'asimmetria informativa partendo dal presupposto che gli imprenditori conoscono le reali caratteristiche del progetto di investimento per il quale richiedono un finanziamento, mentre i creditori non hanno accesso a tale specifica informazione. Il conflitto di interesse si origina dunque poiché i managers, attraverso la conoscenza delle reali caratteristiche dell'investimento, potrebbero praticare appropriate condizioni di finanziamento, mentre i creditori hanno interesse a presentare la propria situazione nella migliore luce possibile al fine di evitare il rischio di vedere negata la propria richiesta di fondi.

Poiché l'attività di monitoring da parte dei creditori risulterebbe alquanto costosa, il tasso di interesse applicato ai titoli di debito e quindi il loro valore di mercato riflette la qualità media dei progetti finanziati. Nei casi in cui il problema di asimmetria informativa sia importante, quindi quando la i finanziamenti destinati a progetti di buona qualità siano inferiori rispetto ai progetti di qualità più bassa, può accadere che il mercato dei capitali entri in crisi, poiché i creditori potrebbero decidere di non finanziare alcun progetto, indipendentemente dalla qualità, sapendo che comunque non rientrerebbero in possesso dei fondi erogati. Affinché dunque il rapporto fra imprenditori e prestatori di fondi continui ad esistere, è necessario che gli imprenditori riescano a segnalare efficacemente la buona qualità dei propri progetti. Ad esempio, uno dei possibili segnali di "bontà" dei progetti può essere individuato nella disponibilità dello stesso imprenditore ad investire capitale di rischio nella propria impresa.

Leland e Pyle sviluppano in tal senso un modello di struttura finanziaria in cui i manager, dato il vincolo informativo, inducono gli imprenditori ad acquisire frazioni di capitale proprio nelle imprese superiori a quelle che gli stessi avrebbero detenuto se l'informazione sulla qualità degli investimenti fosse stata pubblica (osservabile dunque ex-ante). Questa teoria conclude che la frazione di capitale di rischio detenuta dall'imprenditore cresce al crescere della qualità del progetto di investimento. Sotto queste condizioni, le imprese che presentano livelli di indebitamento più elevati risultano essere possedute da imprenditori che investono quantità elevate di ricchezza personale nell'attività d'impresa, ed hanno in definitiva una qualità migliore.

Considerazioni finali

Riassumendo quanto visto fin qui, possiamo dire che in un mondo alla Modigliani-Miller, dove i mercati dei capitali sono perfetti, le scelte delle imprese sono indipendenti dalla loro struttura finanziaria. Rimuovendo questa ipotesi, invece, le diverse forme di finanziamento delle imprese non sono perfettamente sostituibili. In particolare, data l'esistenza di costi di informazione e di asimmetrie informative:

- a) il costo del finanziamento esterno è più elevato del costo del finanziamento interno;
- b) il differenziale di costo tra queste due forme di finanziamento è funzione inversa del grado di patrimonializzazione delle imprese;
- c) per alcune imprese, il grado di sostituibilità tra prestiti bancari e titoli obbligazionari (o altri strumenti di mercato) può essere basso. Le banche hanno una posizione di vantaggio nell'erogare crediti a soggetti, come le piccole imprese, il cui merito di credito è costoso da accertare: esse, infatti, intrattenendo con questi soggetti relazioni di lungo termine sono in grado di acquisire informazioni che non sono disponibili sul mercato.

Per cercare di riassumere quanto visto finora, è utile osservare la tabella seguente (tabella 3), che mostra una sintesi dei principali risultati della letteratura teorica ed empirica sul tema delle determinanti della struttura finanziaria, raggruppati per argomento. Nella prima colonna viene riportata la correlazione presa in esame nelle diverse teorie ed osservazioni empiriche, nella seconda i risultati di tali studi (in termini di segno, positivo o negativo, della relazione tra le variabili) e nella terza le motivazioni addotte. Quello che emerge dalla tabella è come la letteratura teorica ed empirica abbia prodotto in diverse ipotesi risultati contrastanti, mentre indicazioni univoche si hanno sostanzialmente solo per quanto riguarda gli effetti della tassazione.

In sintesi, se da una parte i vari sviluppi teorici indagano un ampio numero di elementi (asimmetrie informative, costi di agenzia, ecc.) che possono portare ad una differenziazione delle forme di finanziamento per le imprese, dall'altro la letteratura è anche concorde nel concludere che non esiste una struttura finanziaria ottimale in

assoluto, né per uno specifico settore di attività - laddove la leva finanziaria deve essere opportunamente pesata a seconda delle particolari condizioni dello stesso – né per una stessa impresa, nella quale il rapporto ottimale tra debiti di finanziamento e capitale proprio può modificarsi nel tempo. Non esiste dunque una teoria universalmente valida che sia in grado di fornire il leverage ottimale; si tratta di esaminare i vantaggi relativi dei diversi strumenti finanziari a seconda delle condizioni nelle quali le imprese operano.

Tabella 3 – Le determinanti del finanziamento con debito

Correlazione:			Modelli di riferimento teorici ed empirici di maggiore rilevanza
tra finanziamento con debito e	Tipo	Motivazione	
asimmetrie informative	+	Il debito "non rischioso" è visto come una forma di finanziamento che non implica una sottovalutazione del valore dell'impresa da parte del mercato. Il debito è un modo per evitare di segnalare informazioni.	Ross 1977 Leland e Pyle 1977 Myers e Majluf 1984
	-	Problemi di <i>adverse selection</i> e <i>moral hazard</i> nel rapporto con i finanziatori possono rendere difficoltoso l'accesso al credito da parte delle imprese.	Townsend 1979 Stiglitz e Weiss 1981 Diamond 1984
profittabilità	+	In presenza di una elevata profittabilità degli investimenti, il finanziamento con debito consente di 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	+	È stato osservato che in risposta ad una minaccia di <i>takeover</i> , la società target incrementa il finanziamento con debito e questo si riflette in un innalzamento del prezzo delle azioni.	De Angelo e De Angelo 1985 Harris e Raviv 1988 Stulz 1988; 1990
opportunità di crescita	+	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)
	-	Questo tipo di correlazione non è stata interpretata in modo univoco.	Jensen e Meckling 1976 Stulz 1990
CARATTERISTICHE DELL'INDUSTRIA			
Presenza di elevati livelli di immobilizzazioni materiali	+	È stata osservata una correlazione positiva tra il livello di indebitamento e la presenza di immobilizzazioni materiali.	Fama e French 2000 Rajan e Zingales 1995
Livello di competizione	+	L'incremento del livello di indebitamento consente all'impresa di intraprendere attività e realizzare strategie più rischiose.	Brander e Lewis 1986

Produzione di beni specifici/di elevata qualità	-	L'indebitamento tende a crescere con il crescere dell'elasticità della domanda e con il ridursi del livello di qualità del prodotto. La produzione di beni di qualità elevata e di lunga durata si accompagna a bassi livelli di indebitamento.	Titman 1984 Titman e Wessels 1988
Dimensioni/età	+	Al ridursi delle asimmetrie informative e all'aumentare della reputazione, la capacità dell'impresa di ottenere credito aumenta.	Hirshleifer e Thakor 1992
	-	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
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.	Graham 2003

A.Di Majo, M.G. Paziienza, B. Triberti (2005)

Riprendendo il modello del trade-off, inoltre, è possibile notare come i costi e i benefici del ricorso all'indebitamento, a cui si è accennato in precedenza, non si mantengano costanti durante tutto il ciclo di vita dell'impresa, ma risultano maggiori nelle fasi iniziali di vita per poi attenuarsi nelle fasi successive.

La tabella successiva (tabella 4) mostra il grado di intensità delle variabili di mercato in corrispondenza delle diverse fasi del ciclo di vita (dalla fase iniziale di start-up fino alla maturità e al declino).

Tabella 4 - Trade-off del debito e ciclo di vita aziendale

	Start up	Espansione	Crescita	Maturità	Declino
Beneficio fiscale	Zero	Basso	Medio	Alto	Decrescente
Disciplina debito	Basso	Basso	Alto	Alto	Decrescente
Asimmetrie informative	Elevate	Elevate	Decrescente	Decrescente	Aumento
Costi del dissesto	Molto alti	Molto alti	Alti	Decrescenti	Bassi
Costi di agenzia	Molto alti	Molto alti	Alti	Decrescenti	Bassi
Flessibilità	Molto alto	Alto	Alto	Basso	Inesistente
Trade-off	Costi debito > Benefici	Costi debito > Benefici	Benefici debito rilevanti	Benefici debito molto rilevanti	Costi debito < Benefici

Dalocchio, Salvi (2004)

La scelta dei diversi canali di finanziamento è quindi strettamente collegata sia all'età che alla categoria delle imprese. La fase di start-up è estremamente critica per le nuove imprese tanto che la probabilità di sopravvivenza delle stesse è fortemente correlata alla disponibilità di liquidità. Inoltre, ogni impresa nasce piccola quindi priva di una reputazione affermata presso i finanziatori (il track record) e con risorse insufficienti a dare le opportune garanzie ai finanziatori. Nella fase di crescita, i vincoli finanziari rimangono sempre rilevanti, questo perché con l'espandersi dei progetti di investimento ne consegue necessariamente un incremento del profilo di rischio e un fabbisogno finanziario maggiore, difatti, proprio in questa fase, risulterebbe più opportuno diversificare le fonti di finanziamento combinando prestiti bancari e capitale di rischio (anche nella forma del venture capital). Superate le fasi critiche dell'avvio e della crescita, durante la fase della stabilità si riconosce che le imprese tendono a diversificare le fonti di finanziamento e indirizzarsi verso strumenti finanziari più complessi come il debito obbligazionario e l'emissione di azioni, questo poiché le asimmetrie informative si riducono e l'impresa ha guadagnato una reputazione soddisfacente sui mercati finanziari.

Tuttavia, un percorso come quello indicato risulta complesso, soprattutto per le piccole e medie imprese.

Uno sguardo alle imprese innovative

Per quanto riguarda le imprese “innovative” il quadro visto in precedenza, soprattutto considerando la validità della pecking order theory, subisce modifiche sostanziali secondo Berger e Udell (1998). La prima osservazione è che le imprese innovative hanno un fabbisogno finanziario e un livello di rischio che dipende dal grado di sviluppo del progetto: il ricorso all’autofinanziamento nella fase detta comunemente early financing è ovviamente molto improbabile, dal momento che esse, essendo giovani, non sono in grado di generare sufficienti flussi di cassa. Nella stessa ottica, anche l’attività di screening e monitoring è difficile da implementare in questa fase, a causa dell’elevato livello dei costi di agenzia e dal grado di opacità informativa delle imprese oggetto di valutazione.

La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che le imprese innovative non sono spesso in grado di portare idonee garanzie per la copertura del finanziamento, a causa del fatto che esse sono costituite per lo più da attività immateriali, dunque, il rischio associato a questi finanziamenti cresce esponenzialmente. Tutte queste considerazioni portano a concludere che l’accesso alle tradizionali fonti di finanziamento analizzate in precedenza, inclusa l’opzione dell’emissione di azioni proprie, potrebbe essere precluso a queste imprese e dunque il finanziamento dell’innovazione potrebbe rappresentare un ostacolo serio e reale per le stesse.

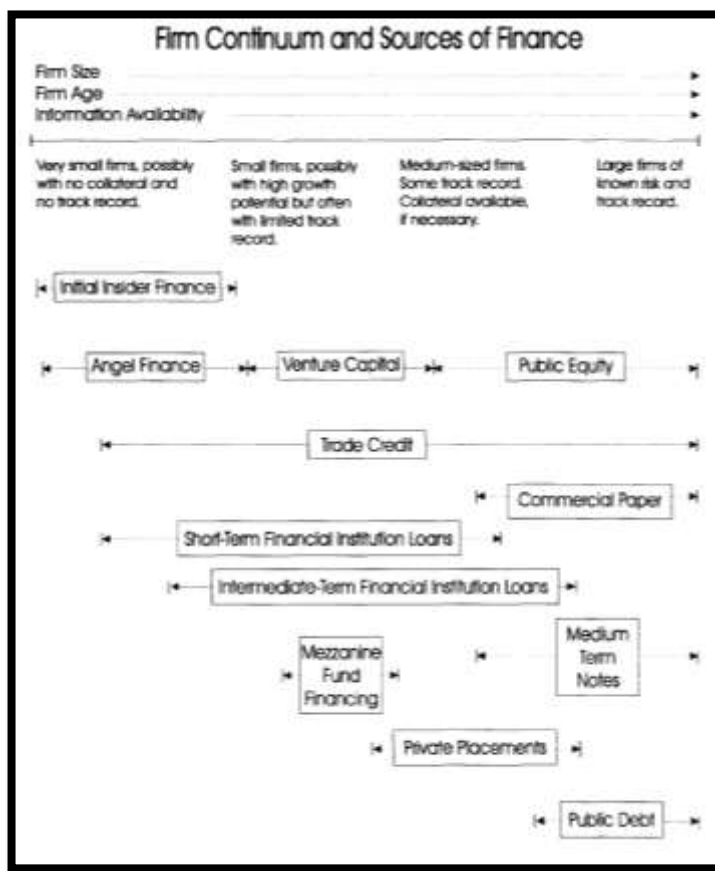
Una prima soluzione possibile a questo problema è rappresentata dal mercato del private equity e dalla presenza del venture capitalist quale forma di finanziamento. Il venture capitalist, infatti, oltre a sostenere l’impresa dal punto di vista finanziario, affianca spesso il management della stessa nella gestione delle prime fasi dello sviluppo, ponendosi inoltre come una forma di finanziamento ibrida, a metà tra il finanziamento azionario e obbligazionario: da un lato, il finanziatore, avendo acquistato partecipazioni nell’impresa e possedendo competenze tecniche adeguate, è incentivato ad effettuare quelle attività di screening (ex-ante) e monitoring (ex-post) dei progetti che altri individui non sono disposti ad effettuare, dall’altro lato in caso di performances insoddisfacenti dell’impresa venture backed (ossia imprese partecipate da venture capitalists), viene spesso stabilito

che il controllo passi all'intermediario, come per esempio accade in situazioni di insolvenza in caso di utilizzo del debito.

Berger e Udell (1998), partendo dal presupposto che il venture capitalist gioca un ruolo fondamentale per le imprese innovative, hanno riproposto la teoria della gerarchia delle fonti di finanziamento per questa tipologia di imprese riferendosi al loro financial growth cycle (figura 3). In particolare, essi sostengono che la gerarchia tradizionale vada modificata alla luce non solo della dimensione aziendale, ma anche del grado di sviluppo del progetto, al quale poi corrispondono diversi livelli di opacità informativa e di fabbisogno finanziario.

La figura 3 illustra le tipologie di investitori e le modalità di finanziamento a seconda dell'età e della dimensione aziendale; in base alla precedente teoria, dunque, l'impresa innovativa prima di accedere al private equity (venture capital compreso) ricorre a due forme di finanziamento informali quali l'insider finance e l'angel finance. La prima forma prevede l'utilizzo di fonti di finanziamento interne tipicamente dell'imprenditore e dei suoi familiari, la seconda implica spesso il coinvolgimento dei business angels. In questa fase di avvio, inoltre, esiste anche la possibilità di ricorrere a finanziamenti pubblici agevolati. Il venture capital dunque interviene dopo queste fonti ma prima che l'impresa si indebiti facendo ricorso al finanziamento bancario.

Figura 3 - Le fonti di finanziamento di un'impresa nel *financial growth cycle*



Berger e Udell (1998)

Per queste imprese, quindi, la gerarchia delle fonti di finanziamento si inverte: esse, a prescindere dalla loro dimensione, possono ricorrere al credito bancario solo dopo aver aperto il capitale a terzi tramite il venture capital, che permette di ridurre il grado di opacità informativa e di aprire la strada ad altri successivi investitori.

Struttura finanziaria delle PMI

Le piccole e medie imprese, così come le imprese innovative, presentano delle caratteristiche dal punto di vista della struttura finanziaria tali da giustificare un trattamento ad hoc. Le teorie sulla struttura finanziaria presentate sono state applicate e testate nei vari contesti anche sulle PMI.

Le imprese minori hanno ricevuto attenzione poiché 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 in vincoli istituzionali e in vincoli imputabili al rapporto con i finanziatori esterni (principalmente con il settore bancario).

Nella realtà tali vincoli giocano un ruolo differente a seconda che si considerino la fase di avvio, la fase di crescita oppure ancora la fase di maturità-stabilità delle imprese. Nella figura 3 riportata in precedenza è mostrato il ciclo di crescita finanziaria delle imprese come generalmente stilizzato nella letteratura sulla struttura finanziaria delle imprese minori (Carey et al. 1993; Berger e Udell,1998) ed appare evidente 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. Per quanto riguarda il rapporto con i finanziatori esterni, nella fase di avvio i vincoli finanziari sono stringenti: la capacità di raccolta dei fondi esterni è scarsa e dovuta alla presenza di forti asimmetrie informative, in quanto l'impresa appena costituita non ha una reputazione affermata presso i finanziatori, né risorse accumulate sufficienti a dare opportune garanzie.

L'autofinanziamento (nella forma di capitale iniziale di dotazione e di flussi di cassa generati dalla gestione) dovrebbe quindi coprire la quasi totalità del finanziamento. Gli stessi problemi informativi dovrebbero spiegare il ruolo importante che svolge il credito commerciale nella fase di vita iniziale dell'azienda.

Ferris 1981, Biais e Gollier 1997 hanno evidenziato come i fornitori abbiano dei 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. Nilsen 1994, Biais e Gollier 1997 hanno evidenziato che il credito commerciale agisce come un cuscino durante le fasi di restrizione del credito, tuttavia quest'ultimo è una fonte di finanziamento piuttosto costosa (Smith 1987; Marotta 2002) e studi empirici 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). Questi studi hanno mostrato inoltre che la fonte di finanziamento rappresentata dal credito commerciale è molto importante per tale imprese, suggerendo che negli ambienti in cui il sistema bancario è poco sviluppato e i problemi informativi sono rilevanti, il credito commerciale acquisisce un ruolo importante nel

risolvere i problemi informativi. I problemi informativi sono anche la causa della tendenza delle piccole imprese all'uso intenso dell'indebitamento di breve periodo che consente agli istituti bancari un monitoraggio più efficace.

La fase di avvio risulta dunque per le imprese estremamente critica, al punto che alcuni studi empirici (Carpenter e Petersen 2002; Holtz-Eakin, Rosen e Joulfaian 1994) mostrano che il tasso di crescita delle imprese nella fase di avvio è fortemente correlato con la capacità di autofinanziamento e che la probabilità di sopravvivenza delle nuove imprese è dipendente dalla disponibilità di attività liquide personali e dall'ammontare di ricchezza individuale.

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

Una volta superate le fasi critiche dell'avvio e della crescita, durante la fase della stabilità si è osservato come le imprese tendano a diversificare le fonti di finanziamento ed a indirizzarsi verso strumenti finanziari più complessi come il debito obbligazionario e l'emissione di azioni in quanto le asimmetrie informative si riducono e l'impresa ha guadagnato una reputazione soddisfacente sui mercati finanziari. L'evidenza empirica tuttavia non offre una conferma univoca del ciclo di crescita finanziaria evidenziato nella figura 3, Berger e Udell (1998) mostrano che l'indebitamento di un campione di imprese minori americane tende a ridursi al crescere dell'età dell'impresa e che le imprese più vecchie tendono a finanziarsi maggiormente con capitale di rischio. Dunque, sembrerebbe che le imprese tendano a preferire il finanziamento con debito nella fase di vita in cui il loro accesso al credito è più difficoltoso.

Infine, uno studio empirico di Fulck et al. (1997) mostra che nella fase di avvio per un campione di imprese americane il finanziamento esterno risulta superiore a quello interno: questo potrebbe derivare dal fatto che i prestatori di fondi fanno fronte ai problemi informativi ottenendo garanzie anche dal patrimonio personale dell'imprenditore.

Valutazione dei vincoli finanziari

Utilizzando le nozioni apprese nei precedenti paragrafi possiamo dire, quindi, che la realizzazione dei progetti di investimento è strettamente legata alle risorse finanziarie disponibili dall'impresa o che essa sarà in grado di disporre attraverso una politica di finanziamento che consiste nella ricerca della composizione migliore della propria struttura finanziaria. Per definizione un'impresa è sottoposta a vincoli finanziari quando è costretta a rinunciare all'esecuzione di progetti di investimento che, nonostante siano profittevoli, non è in grado di finanziare. Esistono numerose evidenze empiriche che mostrano come alcune imprese sono finanziariamente vincolate quando decidono di effettuare investimenti in capitale fisico (Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e (1996), Bond e Meghir (1994)).

Dall'analisi delle teorie di definizione della struttura finanziarie delle imprese si evince una forte correlazione tra le scelte finanziarie e la realizzazione dei progetti di investimento: in particolare il sentiero di investimento ottimale sembrerebbe essere condizionato dalla disponibilità di fondi interni. In questo paragrafo si presenteranno sinteticamente alcuni modelli utilizzati per verificare se i programmi di investimento delle imprese sono soggetti a vincoli finanziari. Gli approcci più diffusi sono il modello della Q di Tobin, l'equazione di Eulero e il modello di correzione degli errori.

Il filone di ricerca che segue l'approccio della Q di Tobin assume che in assenza di asimmetrie informative la domanda di investimento è funzione solo della Q (marginale) di Tobin, mentre in caso di distribuzione asimmetrica delle informazioni la domanda di investimento delle imprese dipende anche da altre variabili che sintetizzano la disponibilità della finanza interna. La Q di Tobin è data da un rapporto Market to Book Value che, a meno di particolari regimi fiscali, assume la seguente forma: $(V+B-N)/K$, in cui V è il valore di mercato del capitale azionario, B è il valore di mercato del capitale di debito, N è il valore di mercato delle scorte e K è il valore di sostituzione del capitale. Per verificare la sensibilità degli investimenti alla liquidità generata dall'impresa, la Q di Tobin è posta in relazione con gli investimenti attraverso la seguente equazione:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_t = \beta_0 + \beta_1 Q_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{t-1}$$

dove $\left(\frac{I}{K}\right)_t$ indica l'investimento normalizzato per la stima del valore di sostituzione del capitale, Q è la Q marginale di Tobin, utilizzata come indicatore delle opportunità di investimento dell'impresa, $\left(\frac{CF}{K}\right)_{t-1}$ rappresenta la liquidità, sotto forma di cash flow, generata dall'impresa e normalizzata per la stima del valore di sostituzione del capitale. Nonostante questo modello sia coerente con le teorie, da un punto di vista pratico l'utilizzo della Q di Tobin porta dei problemi di applicabilità del metodo, dovuti alla misurazione della Q marginale di Tobin e del costo di sostituzione del capitale. Inoltre, i risultati delle evidenze empiriche pongono problemi di interpretazione, poiché il contenuto informativo della sensibilità degli investimenti al cash flow non è univocamente interpretabile, in quanto una dipendenza degli investimenti dalle variabili finanziarie non costituirebbe evidenza indiscussa della presenza di vincoli finanziari. Si pensi, ad esempio, ad un'impresa che sostiene costi di aggiustamento strettamente convessi. In tal caso, l'investimento corrente dipenderebbe dalle aspettative in merito alle variazioni dello stock di capitale desiderato e, se le informazioni sul cash flow aiutano a prevedere l'output futuro, allora tale variabile finanziaria avrà potere esplicativo anche nella determinazione dell'intensità di investimento dell'impresa.

Date le difficoltà applicative del modello della Q di Tobin, gli studiosi hanno formulato un approccio alternativo che potesse meglio testare l'influenza dei vincoli finanziari sulle scelte di investimento delle imprese: la stima dell'equazione di Eulero il cui principale vantaggio è quello di non utilizzare indicatori di redditività basati su valutazioni del mercato. È bene sottolineare che sia questo approccio che quello della Q di Tobin nascono da un unico modello, basato sull'assunzione della convessità dei costi di aggiustamento, che cerca di risolvere il problema della ottimizzazione intertemporale del valore delle imprese. Diversamente dal metodo della Q di Tobin, l'equazione di Eulero testa un'equazione che non utilizza come misura della redditività attesa la Q media, ma utilizza una diversa condizione di primo ordine. Individuando la condizione che caratterizza il sentiero di investimento ottimale, ogni deviazione dei parametri stimati da quelli attesi indicano un'anomalia nel comportamento di investimento delle imprese. La verifica della presenza di eventuali vincoli finanziari si basa sull'analisi di eventuali deviazioni dai valori attesi dei parametri del cash flow.

Bond e Meghir (1994) partono dall'assunzione che ogni impresa cerca di massimizzare il valore attuale dei flussi di cassa attesi per il futuro, tenendo conto dei costi di aggiustamento, degli investimenti e del vincolo di accumulazione del capitale. Se si assume disponibilità simmetrica delle informazioni e se l'azionista marginale è neutrale rispetto al rischio, l'equazione di Eulero consente di caratterizzare il sentiero di investimento ottimale attraverso una condizione di primo ordine. Tale condizione riflette la convenzionale condizione marginale ottimale: il costo marginale dell'investimento è pari ai profitti attesi al netto del costo di utilizzo del capitale e dei risparmi di costo attesi, in caso di mancato incremento dei costi marginali.

L'equazione sottoposta a verifica econometrica assume la seguente forma:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_t = \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_3 \left(\frac{C}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_4 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_5 \left(\frac{B}{K}\right)_{i,t-1}^2 + d_t + a_i + v_{i,t}$$

In cui I_t rappresenta gli investimenti lordi al tempo t , C il *cash flow*, Y la produzione, B i debiti finanziari totali, K lo stock di capitale, $v_{i,t}$ l'errore. Il termine d_t cattura l'effetto specifico temporale, mentre a_i tiene conto dell'effetto specifico d'impresa.

Sotto l'ipotesi di assenza di vincoli finanziari gli autori si aspettano che β_1 sia positivo e maggiore di 1, β_2 negativo e maggiore in valore assoluto di 1, β_3 negativo e il suo valore dipende dall'entità dei costi di aggiustamento. Il rapporto Y/K serve per tenere conto del fatto che le imprese possono non operare in regimi di concorrenza perfetta: il suo coefficiente è, infatti, diverso da zero solo se l'impresa opera in mercati non concorrenziali; β_5 tiene conto della rilevanza delle scelte di finanziamento sulle decisioni di investimento ed è pari a 0 solo nel caso della irrilevanza del debito *à la M&M*.

Anche l'equazione di Eulero non è, però, esente da critiche, le principali delle quali sono legate alla distribuzione temporale uniforme dei vincoli finanziari ed all'utilizzo di dati panel con una dimensione temporale adeguata. La prima delle due critiche è dovuta al fatto che l'equazione di Eulero derivante da un problema di ottimizzazione dinamica è una soluzione che tiene conto di deviazioni temporanee dal sentiero di investimento ottimale, trascurando quelle permanenti (Bertsekas 1976). Pertanto, l'equazione di Eulero non è in grado di verificare la presenza di vincoli finanziari, quando essi sono permanenti

e costanti nel tempo. La seconda critica riguarda il fatto che se da un lato serie storiche troppo corte non consentono di ottenere stime attendibili, dall'altro serie storiche troppo lunghe rischiano di compromettere l'analisi. Si pensi all'evoluzione delle imprese nel tempo ed in particolare al loro ciclo di vita. Considerando serie storiche troppo lunghe si rischia di non tener conto della loro crescita o del loro declino nel tempo e dei conseguenti diversi vincoli finanziari a cui sono sottoposte. Inoltre, e in modo analogo al modello della Q di Tobin, si dimostra che i parametri stimati sono sensibili ai processi di normalizzazione e, in particolare, all'instabilità nel tempo del parametro dei costi di aggiustamento (Schiantarelli 1995).

Il terzo approccio utilizzato per studiare le deviazioni dal percorso di investimento ottimale di lungo periodo delle imprese è il modello di correzione degli errori (ECM). Le prime applicazioni di questo metodo al problema della stima dei vincoli finanziari sono Harhoff (1998) e Bond, Harhoff, e Van Reenen (1999), mentre la relazione di base tra lo stock di capitale desiderato nel lungo periodo k , l'output y e il costo d'uso del capitale w è stata originariamente introdotta da Bean (1981) in modo da tener conto anche degli aggiustamenti degli investimenti che le imprese attuano nel breve periodo.

In presenza di costi di aggiustamento, le variazioni di capitale non avverranno immediatamente, ma progressivamente e fintanto che il processo di modifica non sarà terminato lo stock corrente di capitale sarà diverso dall'ammontare desiderato.

Seguendo Bean (1981) e separando gli effetti di breve periodo dagli effetti di lungo periodo il corrispondente modello di correzione degli errori è il seguente:

$$\Delta k_{it} = a_0 + (a_1 - 1)\Delta k_{i,t-1} + \beta_0 \Delta y_{i,t} + (\beta_0 + \beta_1)y_{i,t-1} + \gamma_0 w_{i,t} + (\gamma_0 + \gamma_1)w_{i,t-1} - (1 - a_1 - a_2)(k - y)_{i,t-2} + [\beta_0 + \beta_1 + \beta_2 - (1 - a_1 - a_2)]y_{i,t-2} + (\gamma_0 + \gamma_1 + \gamma_2)w_{i,t-2} + \varepsilon_{i,t}$$

dove k indica il logaritmo dello stock desiderato di capitale, y indica il logaritmo della quantità prodotta, w il logaritmo del costo d'uso del capitale, $(\beta_0 + \beta_1 + \beta_2) / (1 - a_1 - a_2)$ indica l'elasticità di lungo periodo del capitale rispetto all'output e si richiede che essa sia pari a 1 affinché sia consistente con l'ipotesi di elasticità di lungo periodo unitaria e t è l'anno di riferimento. La variabile $(k - y)_{i,t-2}$ rappresenta il termine di correzione del modello e il meccanismo di aggiustamento che opera dipende dal segno

del parametro ad esso associato: se lo stock di capitale corrente è inferiore a quello desiderato, allora la correzione prevede che gli investimenti siano elevati (vale il viceversa).

Per verificare l'influenza esercitata dalle variabili finanziarie sulle decisioni di investimento delle imprese il modello sottoposto a verifica econometrica prevede l'inserimento tra i regressori dei valori ritardati e correnti della variabile *cash flow*.

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \rho \frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}} + \omega_0 \Delta y_{i,t} + \omega_1 \Delta y_{i,t-1} + \theta (k - y)_{i,t-2} + \phi y_{i,t-2} + \psi_0 \frac{C_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \psi_1 \frac{C_{i,t-1}}{K_{i,t-2}} + \mu_t + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

Dove $\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}}$ indica l'intensità di investimento in capitale fisico, y indica il logaritmo della quantità prodotta, k indica il logaritmo naturale dello stock desiderato di capitale, $\frac{C_{i,t}}{K_{i,t-1}}$ indica il rapporto tra il cash flow e lo stock di capitale posseduto dall'impresa all'inizio del periodo considerato e dove si tiene conto di eventuali effetti specifici d'impresa (η_i) e temporali (μ_t).

Affinché il modello porti delle evidenze consistenti con un comportamento di correzione degli errori è necessario che il parametro θ assuma valore negativo. Il coefficiente ϕ verifica l'ipotesi di rendimenti costanti di scala di lungo periodo, l'ipotesi è confermata quando il suo valore è nullo. Le indicazioni in merito alla presenza dei vincoli finanziari saranno tratte dal valore assunto dai coefficienti delle variabili finanziarie. Assumendo, infatti, che le differenze del costo d'uso del capitale possano essere incorporate dagli effetti specifici d'impresa, la dipendenza degli investimenti dalla disponibilità di fonti finanziarie interne costituirebbe evidenza della correlazione tra le scelte di investimento da quelle di finanziamento, ma non costituirebbe condizione sufficiente per poter affermare che le imprese considerate sono sottoposte a vincoli finanziari. Per tale motivo le considerazioni sui vincoli finanziari non vengono generalmente tratte dal valore assoluto assunto dai coefficienti delle variabili finanziarie, ma dalle differenze nei valori stimati.

Capitolo 2 - Il rapporto Banca-Impresa

Nel seguente capitolo saranno trattati da un punto di vista teorico i fondamenti del complesso fenomeno denominato “rapporto banca-impresa”. Solitamente ci si riferisce alle diverse modalità con cui le banche forniscono i diversi servizi alle imprese, ma considerando che la concessione del credito rappresenta l’attività cardine e fondante di una azienda di credito, si fa riferimento alla natura del rapporto che lega la banca al suo prenditore di fondi; la presenza poi di alcune imperfezioni del mercato, che approfondiremo in seguito, fa sì che per molte imprese l’accesso al credito bancario possa costituire l’unica forma di finanziamento esterno accessibile, da questo difatti scaturisce l’importanza e la giustificazione dell’esistenza stessa degli intermediari finanziari.

Confronto sistemi finanziari

I modelli della trade-off theory (TO) e della pecking order theory (PO) visti in precedenza vengono considerati in maniera diversa a seconda del differente contesto economico. Questo risulta evidente osservando come le imprese in Giappone ed in altri paesi dell’Europa Continentale, quali la Germania e l’Italia, sono più indebitate verso le banche rispetto alle imprese operanti in economie anglosassoni, pertanto, la letteratura distingue tra sistemi bank-based da un lato e sistemi market-based dall’altro.

In particolare, possiamo dire che la teoria del trade off rappresenta il modello interpretativo del comportamento finanziario di imprese che operano in paesi bank-based, dove predominano relazioni durature e strette tra banche ed imprese e le imprese utilizzano come schema di comportamento l’emissione di debito per raggiungere il rapporto d’indebitamento ottimale. Viceversa, il modello della pecking order è più rappresentativo delle decisioni finanziarie di imprese che operano in sistemi market-based quali l’Inghilterra e gli Stati Uniti, in cui non troviamo relazioni strette tra le aziende e gli investitori e dove le imprese scelgono l’emissione del debito solo se l’autofinanziamento non è più sufficiente.

La tabella 5 presenta le principali fondamenta dei due sistemi istituzionali, bank- e market-based:

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

Tabella 5– Sistemi finanziari

Fonte: Bontempi (2000)

Le teorie dell'intermediazione finanziaria ipotizzano che le banche abbiano un vantaggio informativo rispetto ad altri finanziatori esterni: difatti molto spesso le imprese preferiscono rivelare le proprie strategie ad una banca, con la quale poi instaurare un rapporto di lungo periodo, piuttosto che rendere di pubblico dominio informazioni rilevanti per il loro vantaggio competitivo, come difatti richiede l'accesso al mercato dei capitali. Una banca informata, piuttosto che una pluralità di investitori, è in grado di controllare le decisioni d'investimento dell'impresa e garantisce il prestito all'azienda soltanto se esso è finalizzato a finanziare progetti con VAN (valore attuale netto) positivo; inoltre, una stretta e duratura relazione con l'impresa riduce ulteriormente l'asimmetria informativa ed i costi di agenzia, aumentando la disponibilità di credito. Le banche hanno anche un ruolo rilevante nel monitorare i manager evitando sovra-investimenti e riducendo i costi di agenzia; tuttavia il vantaggio informativo di cui la banca dispone porta esse a espropriare parte dei profitti dell'impresa una volta che l'investimento è stato intrapreso: l'incremento del costo del prestito riduce infatti l'incentivo del proprietario a approfondire il livello ottimale di impegno e comporta un aumento del problema di sotto-investimento del tutto simile a quello che si verifica in conseguenza del lemon premium richiesto da una pluralità di investitori poco informati sul valore effettivo delle attività in essere e delle opportunità d'investimento delle imprese.

Infine, focalizzando l'attenzione sulla protezione offerta dal sistema legale agli investitori esterni, è stato evidenziato che nei paesi bank-based i creditori sono maggiormente tutelati rispetto agli altri investitori; viceversa, paesi market-based, caratterizzati dal diritto anglosassone, offrono maggiore protezione legale agli azionisti, anche se di minoranza. A limitare ulteriormente i conflitti di interesse tra manager ed azionisti contribuisce anche la concentrazione proprietaria come modello di governance tipica dei paesi come l'Italia e la Germania; in questi contesti, l'ipotesi della trade off theory sul ruolo del debito come strumento di controllo sulla gestione manageriale è più debole, a favore dell'ipotesi della pecking order secondo cui i manager agiscono nell'interesse degli azionisti privilegiando l'autofinanziamento.

Il relationship lending

Gli sviluppi della teoria dell'informazione hanno aumentato l'interesse per quanto riguarda il rapporto banca-impresa, per il quale si intende il sistema di superamento delle asimmetrie informative tra creditore e debitore e dunque questo fattore influenza le condizioni di offerta del credito bancario.

In tale paragrafo si andrà ad approfondire il tema del relationship lending e si analizzeranno i principali contributi teorici in merito.

Il relationship lending per definizione indica il rapporto molto stretto e di lunga durata tra banca e impresa caratterizzato da un forte scambio di informazioni grazie al quale la banca dovrebbe essere in grado di conoscere in maniera approfondita l'impresa, le sue aree di attività e le sue potenzialità sulla base delle conoscenze e delle informazioni che vengono gradualmente acquisite nelle operazioni di affidamento e grazie anche a servizi richiesti dall'impresa.

Gli aspetti di fondamentale importanza nel relationship lending sono il rapporto unitario (e quindi non frammentato tra numerosi intermediari finanziari aventi diversa specializzazione operativa), ma anche la ricchezza di informazioni, che ne derivano, ottenute grazie ad interazioni ripetute realizzate con l'impresa nel corso del tempo e su diversi tipi di interventi finanziari.

Attraverso il modello del relationship banking, la mancanza di informazioni che caratterizzano le operazioni fra prenditori e finanziatori viene superata, anche se non del tutto, dalla importante produzione di informazione da parte della banca.

Affinché le banche possano estrarre valore dal modello di relationship banking, devono essere rispettate due condizioni:

- la banca deve disporre di tutte le informazioni quantitative e qualitative necessarie a valutare ex ante il rischio di credito, riducendo così al minimo i problemi di selezione avversa; quindi deve esserci la disponibilità da entrambe le parti di agire sulla riduzione dell'asimmetria informativa fra banca e impresa;
- la banca deve disporre nel corso del finanziamento di tutte le informazioni necessarie per individuare, in tempi rapidi, la possibilità di comportamenti di azzardo morale da parte dell'impresa debitrice.

Secondo quanto evidenziano Berger (1999) e Boot (2000), con il termine relationship banking ci si riferisce ad una situazione in cui:

- a) la banca raccoglie informazioni private (soft information), oltre a quelle pubblicamente disponibili (hard information);
- b) l'informazione è raccolta attraverso un rapporto continuativo con il cliente, spesso attraverso l'erogazione di molteplici servizi;
- c) le informazioni raccolte rimangono confidenziali.

Hard information e soft information

Risulta opportuno approfondire i concetti di hard information e soft information, avvalendosi dei lavori di Stein (2002) e Petersen (2004).

Stein (2002) identifica la hard information come l'informazione che si può verificare basandosi su dati oggettivi, mentre la soft information come quella che può essere appurata soltanto dall'operatore che la produce e da nessun'altro. Petersen (2004) analizza le caratteristiche e le procedure di raccolta e di elaborazione che rendono l'informazione hard o soft, secondo l'autore non esiste una chiara distinzione tra queste due tipologie di informazioni.

L'hard information può essere espressa mediante variabili quantitative e quindi è possibile rilevarla mediante numeri, alcuni esempi sono i dati relativi ai bilanci di esercizio, dati riguardanti la puntualità dei pagamenti, i rendimenti dei titoli azionari ecc. Questa variabile quantitativa dunque, può essere facilmente raccolta, memorizzata e trasmessa mediante canale elettronico. La soft information si differenzia dall'hard information in quanto ha natura qualitativa ed è difficile da esprimere mediante un punteggio numerico, infatti di solito vengono descritte con parole. Riguarda variabili qualitative quali ad esempio giudizi, opinioni, idee, "rumors", la qualità e capacità dell'imprenditore e/o management, il loro profilo etico, i progetti futuri dell'impresa, le condizioni dei mercati di sblocco e di approvvigionamento.

Un altro elemento che le differenzia è la modalità di interpretazione. Le hard information sono di tipo oggettivo, misurate ed espresse allo stesso modo dai vari soggetti e gli intermediari possono avvalersene ricorrendo a banche dati, sia interne che esterne, riservate e pubbliche a cui si può accedere velocemente e agevolmente. Le soft information invece, sono di natura soggettiva in quanto le variabili che le rappresentano vengono valutate ed espresse in modo differente dai vari soggetti. Petersen (2004) nel suo paper apporta due esempi di hard information e soft information che identificano

rispettivamente l'oggettività e la soggettività delle informazioni. I ricavi di vendita prodotti di un'impresa in un anno è il classico esempio di hard information, la definizione di questo concetto è infatti condiviso dalla maggior parte delle persone, l'onesta del proprietario di un'impresa costituisce invece una soft information, questa qualità infatti può essere interpretata diversamente a seconda del soggetto che valuta. Anche creando un punteggio numerico per le soft information queste non perderebbero la soggettività e non si trasformerebbero in hard information in quanto anche se soggetti differenti assegnano uno stesso punteggio non è detto che l'informazione sia stata decifrata allo stesso modo.

Un altro elemento che contraddistingue l'hard information dalla soft information è la loro modalità di acquisizione. L'hard information deve essere raccolta in modo impersonale in quanto l'interpretazione dell'informazione non dipende dall'ambiente in cui è stata prodotta. L'oggettività la rende completa ed esauriente, di conseguenza, per ottenere questo tipo di informazione è sufficiente che il soggetto in possesso dell'informazione proceda alla compilazione di un modulo in formato elettronico senza la necessaria assistenza o indicazione di una persona. Questo ha il vantaggio di estendere le dimensioni geografiche e l'orizzonte temporale attraverso il quale i dati possono essere raccolti, inoltre, pone delle restrizioni sulle informazioni che possono essere ottenute. Questo fa sì che la persona o l'oggetto che raccoglie l'informazione possa essere diversa dalla persona o dall'oggetto che valuta l'informazione e prende la decisione. La raccolta di soft information avviene in modo personale in quanto nell'informazione è incluso il contesto in cui queste vengono ottenute ed elaborate. In particolare, il contesto in cui queste informazioni vengono raccolte e colui che le raccoglie sono parte integrante dell'informazione e dunque è impensabile scindere questi due elementi. Inoltre, poiché la soft information si basa sull'abilità acquisita nel tempo di chi la osserva, questa non può essere facilmente verificata e/o trasmessa a persone diverse da quelle direttamente coinvolte nella relazione e non è facile da archiviare e catalogare per potersene avvalere in futuro.

Moltissimi studi teorici evidenziano come sia preferibile questa forma di relazione rispetto a quella più frammentaria transaction-based, dove invece il rapporto tra la banca

e l'impresa è limitato alla singola operazione, la cui valutazione sotto il profilo rischio-rendimento è fondata solo su dati contabili e di mercato di dominio pubblico.

Dunque, in mancanza delle condizioni riportate, il rapporto banca-impresa è caratterizzato da una intensità informativa molto bassa. La banca, priva di un sufficiente patrimonio informativo, ha poche possibilità di esercitare una incisiva ed efficace attività di monitoraggio delle controparti per indirizzare le proprie politiche di credito, si vede quindi costretta a limitarsi ad una semplice attività di screening sul territorio delle realtà da finanziare, sfruttando canali informativi deboli, molto informali, che privilegiano le informazioni qualitative, raccolte attraverso un sistema di relazioni personali con l'imprenditore.

Gli studi teorici riguardo le asimmetrie informative, da Leland e Pyle (1977) in poi, individuano dunque la ragione dell'esistenza degli intermediari finanziari nel loro vantaggio comparato nella produzione e raccolta di informazioni sulle imprese richiedenti fondi. La banca, ed in particolare quella locale, grazie alla sua capacità di instaurare con l'impresa un rapporto di clientela fiduciario e di lungo periodo, che le consente l'accesso a informazioni riservate, può giocare un ruolo centrale nella riduzione delle asimmetrie. Questo è molto più evidente, come abbiamo avuto modo di osservare in precedenza, per le imprese più piccole, caratterizzate da una minore trasparenza informativa e da elementi strutturali, che rendono per loro eccessivamente costoso, quasi impossibile, il finanziamento sui mercati finanziari o presso intermediari di grandi dimensioni. Le imprese minori solitamente riescono ad avere un accesso limitato al finanziamento bancario per diversi fattori che vanno dalla presenza di contabilità semplificate, all'utilizzo di forme giuridiche societarie che non prevedono particolari meccanismi di controllo e di governance (ad esempio le società di persone), alla forte dipendenza che spesso queste piccole imprese hanno nei confronti della realtà in cui sono inserite, alla scarsità di garanzie offerte ai finanziatori.

Possiamo dunque considerare che elementi come la limitata possibilità di offrire garanzie reali, la scarsa patrimonializzazione, la struttura finanziaria povera, l'età di vita più bassa ed anche scritture contabili poco accurate, contribuiscono a rendere più difficoltoso l'accesso al credito per una piccola impresa. A queste incertezze, per l'intermediario, si aggiungono i più alti costi per monitorare le PMI rispetto alle imprese di maggiori

dimensioni, dato che queste ultime presentano una maggiore solidità organizzativa ed un flusso informativo con l'ambiente esterno più ricco.

La decisione tra il transactionship lending e il relationship lending è inoltre influenzata da altri elementi come il contesto economico e regolamentare in cui la banca opera, la struttura del mercato, la tecnologia esistente, la capacità della banca di implementare adeguati sistemi di valutazione dei collateral o dei bilanci. Vi sono quindi una serie di fattori esterni che possono influenzare la politica di prestito della banca e la sua scelta di affidarsi o meno al relationship lending, perché ad esempio la tecnologia utilizzata può influenzare la capacità della banca di processare le informazioni di tipo hard o la capacità del management e dei creditori di monitorare efficacemente la politica di prestiti attuata dalla banca stessa.

È importante considerare che le modalità con cui vengono misurate l'intensità e la qualità di queste relazioni possono variare di caso in caso, e può fare riferimento a diversi fattori, per esempio al fatto che l'impresa sia monobancata, ossia abbia una relazione esclusiva con un'unica banca, oppure al fatto che vi sia una banca locale nel territorio in cui l'impresa opera, o ancora alla durata temporale della relazione bancaimpresa, come al tipo di servizio che viene offerto dalla banca.

Il vantaggio informativo della banca

Quello che si è potuto evincere dalle osservazioni precedenti è che la disponibilità di informazioni "riservate" da parte delle banche permette ad esse di ottenere un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti, difatti il possesso di tali informazioni, consentendo una valutazione più efficiente del merito creditizio dei propri affidati, riduce il rischio di comportamenti opportunistici.

Diverse teorie cercano di spiegare come la banca riesca a ottenere questo vantaggio informativo.

Una prima teoria sostiene la tesi del vantaggio assoluto secondo la quale la banca decide di investire in tecnologie per una selezione più efficiente dei potenziali affidati, in modo da rendere il credito bancario meno costoso rispetto al finanziamento diretto sul mercato. Secondo la teoria del vantaggio relativo, invece, la banca non acquisisce alcun vantaggio competitivo al momento della prima valutazione del merito creditizio, ma lo acquisisce solo nel tempo. Difatti, quello che fornisce alla banca le informazioni riservate e

sconosciute agli altri investitori ed anche alle banche concorrenti è proprio il protrarsi della relazione. Le informazioni accumulate su ogni cliente nel corso del tempo costituirebbero appunto il vantaggio relativo della banca.

Anche se queste due visioni possono essere complementari, le verifiche empiriche hanno dimostrato il prevalere della teoria del vantaggio relativo. La tabella seguente mostra le principali differenze fra le due impostazioni teoriche.

Tabella 6 – Vantaggio assoluto vs vantaggio relativo.

Vantaggio Assoluto	Vantaggio Relativo
MODELLI UNIPERIODALI	MODELLI MULTIPERIODALI
Necessità di giustificare l'esistenza della banca e la superiorità dell'intermediazione sul credito diretto	Scontata la necessità della intermediazione, si approfondisce il rapporto di credito per individuare il comportamento ottimale dei contraenti
Rilievo della tecnologia di selezione (Screening)	Rilievo della relazione di clientela (Monitoring)
Informazione asimmetrica selezione avversa e signalling	Effetti della competizione e della durata su: - prezzi - quantità - condizioni del credito
Asimmetrie ex ante ed ex post rilievo della "delega" sia per la valutazione (ex ante) sia per il monitoraggio (ex post)	Benefici - scambio di informazioni - contratti "flessibili" (impliciti) - attenuazione variazioni cicliche (prezzi e quantità)
Agency problem	
Dimensione e diversificazione del portafoglio prestiti	Costi - obbligo di sostegno in caso di crisi (soft budget constrain)
Riduzione del rischio e dei costi di delega	- "cattura" del debitore (hold up)

Corigliano 2001

Il primo filone di studi, ossia quello relativo al vantaggio assoluto, coincide con i modelli uniperiodali e afferma la presenza del vantaggio a priori delle banche nella valutazione del rischio di credito, inoltre cerca di giustificare l'esistenza della banca e la superiorità dell'intermediazione sul credito diretto. I mercati finanziari, poiché sono caratterizzati da asimmetria informativa, senza alcun intervento volto a ridurre il fenomeno della selezione avversa ed evitare comportamenti opportunistici, potrebbero fallire, difatti la banca e i potenziali finanziatori dispongono di minori informazioni rispetto all'imprenditore (asimmetria ex ante) e quindi non risulta una valutazione efficiente del rischio di credito.

Dunque, l'imprenditore può svolgere comportamenti opportunistici, come richiedere finanziamenti maggiori rispetto al suo reale bisogno oppure condizioni contrattuali a lui più vantaggiose. Le imprese, però, per dare maggiore credibilità alle informazioni rilasciate, possono emettere dei segnali (funzione di signalling) finalizzati a convincere i finanziatori, ad esempio, aumentando l'investimento personale dell'imprenditore o costituendo una garanzia con i beni del suo patrimonio personale. La banca, a sua volta, può attuare meccanismi selettivi che le consentano di identificare il grado di affidabilità dei diversi tipi di imprese (screening). Inoltre, attuando monitoraggio ex post, quindi una volta concesso il finanziamento, le informazioni "riservate" raccolte permettono di ridurre il rischio di questi comportamenti opportunistici. Il singolo finanziatore non è incentivato ad effettuare monitoring perché il costo è troppo elevato e quindi delega alla banca, a questo punto, però, nasce un nuovo problema, ossia incentivare il monitor a comportarsi correttamente. Da questo si origina il problema dell'agenzia, che è la causa della nascita dei costi di delega. Per superare questa problematica, la banca deve diventare investitore "delegato" e diversificare il portafoglio prestiti in modo da monitorare solo il rischio specifico d'impresa e coprirsi da quello sistematico.

I modelli multiperiodali, invece, non hanno vogliono dimostrare la superiorità dell'intermediazione rispetto al credito diretto, che danno per scontata, ma vogliono evidenziare qual è il comportamento ottimale delle banche e dei prenditori di fondi nel rapporto di affidamento nel lungo periodo. Quindi, secondo tale visione, poiché la relazione si protrae nel tempo, la banca può raccogliere informazioni riservate e accumulare un patrimonio informativo che costituisce proprio il suo vantaggio relativo rispetto alle banche concorrenti. Questa seconda visione individua due tipologie di relazioni banca-impresa: il transaction lending e il relationship lending.

Influenze esterne sul relationship lending

All'interno di questo paragrafo si valutano alcuni dei fattori esterni che incidono sul relationship lending, in particolare si considera l'influenza delle variazioni del contesto economico.

Uno dei primi fattori storici che è risultato rilevante è stato l'introduzione delle cartolarizzazioni dei prestiti bancari. Queste operazioni risultano più difficili da attuare se si tratta di prestiti concessi sulla base di relazioni durature. Colui che acquista il prestito

cartolarizzato non riesce a processare le informazioni di tipo soft in maniera efficiente come può invece fare il loan officer ed è anche meno incentivato a monitorare i prestiti concessi, questo a causa della lontananza dal soggetto affidato o della scarsa produzione di informazioni soft successivamente alla cartolarizzazione del prestito. Dunque, la cartolarizzazione non viene usualmente applicata in relazioni durature e solide, anche nel caso in cui vi fossero sussidi statali in favore di queste operazioni si avrebbe comunque una perdita dei benefici tradizionali del relationship lending, cioè la perdita di quelle relazioni strette tra affidato e banca che costituiscono un patrimonio informativo costruito nel continuo.

La politica di credito delle banche può essere fortemente influenzata anche dalle variazioni a livello legislativo, ad esempio l'imposizione di standard di capitale più elevati o l'utilizzo di coefficienti di riserva minima più consistenti (come accade nel caso della nuova normativa di Basilea II e III) può influenzare le disponibilità finanziarie della banca. Diverse evidenze empiriche negli Stati Uniti mostrano come questi effetti influiscono maggiormente sulle banche che si affidano al relationship lending, quindi istituzioni che erogano finanziamenti sulla base di informazioni di tipo prevalentemente qualitativo che sono meno facili da "giustificare" di fronte al legislatore.

Anche interventi politici volti alla liberalizzazione del mercato influiscono sul relationship lending, come è avvenuto nell'Unione Europea, dove il legislatore ha portato a una deregolamentazione che portasse alla presenza di una singola licenza valida su tutto il mercato unico e che consentisse l'esercizio dell'attività bancaria anche in altri Paesi o tramite la libera prestazione dei servizi o attraverso l'istituzione di proprie succursali. Una situazione analoga si verificò nel 1999 negli Stati Uniti con il Gramm-Leach-Bliley Act che portò ad una complessiva rimodulazione del sistema bancario e del sistema di vigilanza, incoraggiando la creazione di gruppi finanziari di grandi dimensioni. Quindi con interventi legislativi di questo tipo si porta ad una crescita dimensionale delle banche sfavorendo così l'applicazione del relationship lending. Difatti l'aumento delle dimensioni e della complessità organizzativa, le concentrazioni, l'allontanamento della direzione dal centro di erogazione del prestito, rendono più difficile l'erogazione del finanziamento a soggetti che presentano una maggior opacità dal punto di vista informativo.

Tuttavia, le evidenze empiriche riguardo gli effetti del consolidamento mostrano che possono esserci diverse risposte a questi interventi legislativi che portano indirettamente ad aggregazioni tra le banche. In particolare, la disponibilità di credito da parte delle piccole imprese non cambia sensibilmente se l'aggregazione riguarda banche di piccole dimensioni o se nel mercato sono presenti altre istituzioni finanziarie in grado di rispondere alla riduzione di offerta di credito da parte delle banche aggreganti. Il consolidamento influisce anche sulla mobilità dei loan officer (figura che sarà approfondita successivamente) tra le piccole banche, difatti questi, a seguito di aggregazioni tra banche, potrebbero essere spinti ad abbandonare le banche oggetto di aggregazione e ad avvicinarsi, invece, verso altre istituzioni che praticano il relationship lending. Questi allontanamenti possono rappresentare un importante fattore di rischio per la banca: per prima cosa a causa del fatto che il loan officer è il possessore delle soft information e il suo spostamento può dare vita ad un'attività concorrenziale rivolta alla stessa clientela, ma anche perché le banche stesse si vedono costrette a ricostruire il patrimonio informativo accumulato nel corso del tempo costringendo le piccole imprese a sopportare questa lacuna informativa della banca con condizioni contrattuali più sfavorevoli.

Quindi come visto precedentemente l'aggregazione internazionale, soprattutto nel caso dell'Unione Europea, ha contribuito in maniera sensibile alla riduzione di politiche di credito basate sul relationship lending; le evidenze empiriche mostrano inoltre che istituti provenienti da differenti paesi, contesti, mercati e culture sono in generale più riluttanti a erogare prestiti basati sulla soft information. Inoltre, altri studi evidenziano come le banche estere siano tradizionalmente meno efficienti di quelle nazionali nell'espletamento dell'attività creditizia basata sul relationship lending.

Infine, risulta importante anche effettuare delle considerazioni sugli effetti che variazioni di natura macroeconomica possono avere sull'utilizzo del relationship lending da parte delle banche, con particolare riferimento a cambiamenti di politica monetaria, ossia a quelle politiche che vengono trasmesse al sistema economico attraverso una variazione degli strumenti della politica monetaria stessa. Una manovra restrittiva sulle riserve bancarie, ad esempio, da un lato può incidere sulla quantità di credito disponibile per le piccole imprese, che dunque sono penalizzate data la loro propensione a fare affidamento al finanziamento bancario, dall'altro influenza anche i coefficienti di bilancio delle

imprese, perché innalzando il tasso di interesse deprime il valore delle loro garanzie e peggiora il loro merito di credito, anche se in realtà questi effetti influiscono in maniera prevalente le piccole e medie imprese che fanno affidamento a politiche di prestito basate sul transactional lending.

La struttura organizzativa della banca e i conflitti d'agenzia

In questa parte si andranno ad analizzare le influenze che il fenomeno del relationship lending porta all'interno delle banche e della loro struttura organizzativa, concentrandosi sul ruolo del cosiddetto loan officer, ossia il direttore di filiale.

Berger e Udell nel 2001 pongono l'attenzione sulla figura professionale dei loan officer, ossia coloro che detengono il patrimonio informativo raccolto tramite la soft information, che si ricorda essere un tipo di informazione difficile da trasmettere o da osservare per altri soggetti. Secondo gli autori, i conflitti d'agenzia, in particolare modo nelle banche di piccole dimensioni, possono essere contenuti in base alla struttura organizzativa. A seconda del tipo di lending technology che viene utilizzata, la banca deve dotarsi quindi di diverse strutture organizzative.

Quando viene applicato il relationship lending è richiesta discrezionalità da parte del loan officer, che conosce al meglio le relazioni tra affidato e banca. Poiché il loan officer è un soggetto che vive nelle comunità delle piccole imprese affidate, è la persona in grado di realizzare la sintesi migliore tra l'informazione di tipo soft e i dati di tipo quantitativo relativi alla piccola impresa presenti nel database della banca. La necessità delle banche che fanno affidamento al relationship lending di delegare maggiore indipendenza al loan officer può però portare alla nascita di una serie di conflitti di agenzia tra loan officer e banca: il primo può infatti avere incentivi di short-termism che portano ad un sovra-investimento nel breve periodo orientato verso investimenti ad alta remunerazione, oppure potrebbe essere incentivato a nascondere una situazione finanziaria critica di un soggetto affidato a causa di un rapporto d'amicizia con l'imprenditore o per interessi legati all'impresa affidata, anche nella prospettiva di un lavoro futuro all'interno dell'impresa stessa.

Le banche che si affidano al relationship lending possono quindi trovarsi nella situazione in cui la presenza di questi conflitti d'agenzia costringe le banche stesse ad investire risorse nel monitorare non solo le performance dei propri prestiti, ma anche il

comportamento dei propri loan officer. Questi conflitti di agenzia si generano a causa del processo di erogazione dei prestiti, dato che esso richiede varie interazioni tra diversi soggetti. Difatti questo processo prevede che il piccolo imprenditore contratta il proprio finanziamento con il loan officer, che a sua volta contratta con il management e l'alta direzione della banca. Il management della banca, poi, deve riferire agli azionisti della banca, i quali per ultimi devono mediare con i creditori della banca e con la regolamentazione imposta dallo Stato o da altre autorità di vigilanza.

Quindi possiamo dire che nel relationship lending, poiché il rapporto tra il loan officer e l'affidato si basa sulle soft information, che sono di difficile decodificazione, diviene anche difficile per il management della banca il controllo sull'operato del loan officer, a questo si aggiunge inoltre anche il problema che il direttore di filiale potrebbe avere degli interessi diversi da quelli della banca per cui lavora.

Nel caso del relationship lending, le banche possono attenuare tali problematiche andando ad intervenire sulla struttura organizzativa, ossia adottando una struttura che preveda un numero molto limitato di livelli gerarchici, la vicinanza della direzione al centro di erogazione del prestito, la presenza di un presidente che rivede tutti i principali affidamenti della banca stessa. Per quanto riguarda le piccole banche, inoltre, risulta più limitato il ricorso al mercato esterno e questo riduce inevitabilmente la presenza di conflitti tra i loan officer e la banca, ma anche quelli tra management della banca e proprietà e tra proprietà e creditori della banca stessa.

Questi interventi non risultano però compatibili con la realtà italiana delle piccole banche, per esempio le banche di credito cooperativo prevedono di fatto dei limiti alla quota di partecipazione detenibile da ciascun socio e il voto capitaro indipendentemente dalla quota sociale. Quindi, in queste situazioni, la presenza di un socio rilevante nel capitale della banca, condiziona solo in linea teorica l'entità del conflitto d'agenzia tra management e azionisti.

Questa semplificazione gerarchica adottata dalle piccole banche non è tuttavia compatibile con la struttura organizzativa adottata dalle banche di maggiori dimensioni, che devono necessariamente ricorrere al mercato per reperire le risorse finanziarie. Le banche maggiori non tendono verso il relationship lending per motivi legati alla distanza esistente tra la direzione della banca e il centro di erogazione del finanziamento, questa distanza non facilita difatti la comprensione delle relazioni locali su cui si basa il

relationship lending e le evidenze empiriche dimostrano come il numero di prestiti riservati dalle grandi banche alle piccole imprese sia minoritario e comunque si tratta di prestiti indirizzati verso business più tradizionali.

Quindi, secondo quanto rilevato empiricamente, i prestiti che le banche maggiori affidano alle piccole e medie imprese sono basati soprattutto su informazioni di tipo quantitativo, mentre si rileva la difficoltà per le grandi banche di controllare l'efficienza delle piccole banche controllate e i prestiti realizzati dalle stesse a causa della loro distanza rispetto alla direzione, anche se, tuttavia, questa difficoltà si sta pian piano superando grazie ai progressi dell'information technology .

Per quanto riguarda la relazione tra management e proprietà, questa ci porta al classico conflitto d'agenzia esistente tra chi controlla e chi ha la proprietà dell'impresa, ed in questa situazione i conflitti sorgono in base al tipo di prestiti che vengono preferiti dal management, che può effettuare scelte fondate solo sulla propria funzione di utilità, senza considerare la massimizzazione del valore per la banca. Si tratta di un conflitto d'agenzia che nel caso del relationship lending può essere ridotto, ad esempio, dalla presenza di un'identità tra presidente della banca e principale azionista.

L'ultimo conflitto d'agenzia riguarda la relazione tra soci e creditori della banca o tra soci e legislatore, difatti i comportamenti assunti da questi due soggetti possono incidere considerevolmente sulle politiche di prestito della banca, aumentando i coefficienti patrimoniali richiesti o riducendo la propensione ad erogare credito nel caso in cui la banca si trovi in difficoltà finanziarie.

Vantaggi e svantaggi del relationship lending

In questa sezione si analizzano gli effetti del relationship lending, nel dettaglio quali sono i vantaggi associati all'instaurarsi di una stretta relazione tra la banca e l'impresa, così come gli eventuali svantaggi ed effetti negativi che possono nascere a seguito di tale relazione, ed eventualmente i rimedi e le possibili soluzioni da adottare all'insorgere di tali svantaggi.

Successivamente sono poi anche riportate le principali verifiche empiriche in materia, con riferimento al contesto italiano e a quello statunitense ed europeo.

In linea generale si può affermare che nella maggioranza dei casi l'applicazione di un approccio di questo tipo comporta una serie di condizioni (prevalentemente contrattuali)

più vantaggiose per l'impresa, il che giustifica l'importanza e la rilevanza di un modello relazionale di questo tipo. Queste migliori condizioni sinteticamente possono consistere sia in tassi di interesse sui prestiti più convenienti, sia in una minore necessità di garanzie collaterali necessarie per l'ottenimento del prestito stesso, sia in una maggiore disponibilità di credito erogato, e dunque un minor razionamento dello stesso, sia ancora in una maggior flessibilità nella rinegoziazione dei termini contrattuali del finanziamento. Tutto questo però porta l'impresa ad una condizione di monopolio informativo e dunque in tal modo diventa estremamente dipendente dalla banca affidante.

Dopo questa visione molto generale degli effetti che il relationship lending porta sia alla banca che all'impresa, ci si focalizza più nel dettaglio cominciando da quelli che sono i vantaggi.

I vantaggi del relationship lending

L'adozione del relationship lending porta in primo luogo diversi e importanti vantaggi, quelli più importanti risiedono nel continuo scambio di informazioni private e dunque riservate tra la banca e l'impresa affidata. Le condizioni di finanziamento di un'impresa dipendono dalla solvibilità della stessa e dalla valutazione delle prospettive sui progetti di investimento che essa intraprende, quindi affinché un'impresa sia reputata solvibile e con buone prospettive di finanziamento da una banca, è necessario che fornisca a quest'ultima informazioni relative al suo profilo.

La disponibilità di informazioni riservate è utile alla banca non solo nel caso di asimmetria ex-ante nella distribuzione di informazioni, ma anche di asimmetria ex-post, cioè dopo che il contratto di prestito è stato stipulato, difatti grazie a queste informazioni la banca riduce il rischio di comportamenti opportunistici da parte dell'impresa finanziata. Lo scambio continuo di soft information, di cui abbiamo parlato in precedenza, ossia quel tipo di informazioni strettamente confidenziali acquisite dalla banca in seguito ad un rapporto con l'impresa esclusivo e duraturo, favorisce lo svolgimento del rapporto creditizio in diverse modalità:

- per prima cosa lo scambio facilita l'individuazione del profilo di rischio dell'impresa, con conseguenti effetti positivi sia sul costo del finanziamento, che viene diminuito avendo ridotto il profilo di rischio, sia in termini di adattamento all'andamento prospettico dei cashflow. Viene, così, ridotto il

fenomeno di selezione avversa originato da asimmetrie informative nella stipulazione del contratto, nella quale l'imprenditore è in una posizione dominante rispetto alla banca in quanto esso è il solo ad avere una conoscenza chiara ed effettiva sullo stato di salute finanziaria dell'impresa;

- aumentando la disponibilità di credito alle imprese nei momenti di maggiore fabbisogno, ovvero riducendo i casi di razionamento del credito o gli effetti di politiche monetarie restrittive;
- “sostenendo” l'impresa dal punto di vista dell'onerosità del credito in caso di difficoltà finanziarie transitorie (smoothing intertemporale dei tassi). Infatti, se da un lato l'esclusività della relazione con una sola banca espone l'impresa al rischio di vedersi espropriata di parte dei suoi profitti, dall'altro pone i presupposti per l'offerta di un servizio assicurativo implicito: la banca è cioè pronta a fornire linee di credito di emergenza quando l'impresa si trovi ad affrontare temporanee crisi di liquidità o a isolarla da improvvisi rialzi generalizzati dei tassi d'interesse;
- fornendo maggiore flessibilità nel rapporto, sia dal punto di vista della possibilità di rinegoziare i termini del credito (come la scadenza, o le condizioni del tasso) che di modificare la forma tecnica dell'affidamento. Tale caratteristica può risultare particolarmente importante quando l'impresa si trova a dover superare momentanee difficoltà gestionali e di mercato che indurrebbero una banca non sufficientemente informata a interrompere il rapporto e a promuovere immediatamente azioni di recupero;
- miglioramento della reputazione dell'impresa quando gli operatori percepiscono che essa è collegata da rapporti di lungo periodo con intermediari di prestigio, questo effetto diventa fondamentale soprattutto nell'operatività finanziaria dell'impresa, basti pensare, ad esempio, ai rapporti con controparti estere o alla possibilità di accedere in prospettiva al mercato dei capitali attraverso successive emissioni di titoli.
- riduzione per la banca dei costi di screening e monitoring, limitando anche il rischio di controparte;

Quindi seguendo questa strada le decisioni di concessione o rinnovo del prestito da parte della banca nei confronti dell'impresa sono conseguenza della continua interazione che unisce le due parti. La maggior parte dei vantaggi che derivano sono riconducibili proprio all'instaurarsi di un rapporto unitario ed esclusivo, e non frammentato, con un'unica banca (detto monoaffidamento): la concentrazione dell'indebitamento dell'impresa verso un unico intermediario conferisce infatti all'intermediario stesso il fondamentale ruolo di "banca di riferimento".

Ricapitolando, quindi abbiamo visto che delle relazioni di clientela stabili possono consentire alle imprese di:

1. disporre di una maggiore quantità di credito;
2. creare valore per gli azionisti;
3. migliorare la performance aziendale.

Questo viene confermato da uno studio di Berger e Udell del 1995. La loro analisi pone l'attenzione sulle aperture di credito concesse alle imprese statunitensi di piccole e medie dimensioni. I dati osservati sono relativi al periodo 1988-'89 e riportano le caratteristiche delle aperture di credito concesse, informazioni relative alle imprese finanziate (struttura, dati di bilancio, ...) e informazioni sulla relazione banca impresa. Ci sono due variabili che descrivono la relazione tra finanziatore e impresa: la prima indica da quanti anni l'impresa è guidata dal management in carica (informazione pubblica), la seconda misura da quanti anni dura la relazione con la banca finanziatrice (informazione riservata).

I risultati ottenuti da Berger e Udell dimostrano che:

- l'intensificarsi delle relazioni di clientela è accompagnato da una riduzione del tasso praticato dalla banca;
- la prestazione di garanzie non riduce il tasso praticato (ma aumenta);
- al crescere della durata del rapporto cala la probabilità che l'impresa debba costituire garanzie per ottenere il credito.

Con questi risultati gli autori affermano che le relazioni di clientela creano valore per le imprese e indicano un comportamento di pricing da parte delle banche teso a trasferire all'impresa affidata parte della rendita estraibile dal rapporto. Le ragioni principali di questo fenomeno sono appunto: la riservatezza delle informazioni divulgate alla banca,

la flessibilità del rapporto con la banca, la riduzione dei costi di agenzia, la reputazione del debitore.

In particolare, considerando il tema della reputazione del debitore, Diamond nel 1989 costruisce un modello dinamico per le scelte di finanziamento delle imprese e assume che i possibili finanziatori siano a conoscenza di ogni operazione di prestito e delle eventuali inadempienze nel rimborso dei crediti ricevuti in passato da parte di ogni impresa. Esse quindi, rimborsando ogni prestito ricevuto, acquisiscono una “buona reputazione”. Diamond dimostra che, in assenza di effetti di reputazione, gli imprenditori sono incentivati a investire in progetti molto rischiosi: difatti se la qualità delle imprese richiedenti è complessivamente scarsa, i tassi di interesse richiesti dai finanziatori saranno necessariamente elevati, riducendo il valore attuale del beneficio di una buona reputazione. La reputazione cioè, non produce incentivi sufficienti a indurre le imprese con breve storia creditizia a comportarsi virtuosamente.

Col trascorrere del tempo il debitore acquisisce affidabilità: una buona reputazione e l'applicazione da parte della banca di tassi di interesse decrescenti spingono l'impresa a scegliere investimenti meno rischiosi, eliminando così il conflitto di interessi con la banca. Successivamente sempre Diamond (nel 1991), in un secondo modello, dimostra che il possesso di una buona reputazione presso il sistema bancario facilita l'impresa a finanziarsi con successo nei mercati aperti. Infatti, col passare del tempo, la crescita del valore economico di tale reputazione induce l'impresa a finanziarsi mediante l'emissione di strumenti negoziabili. Una buona reputazione facilita dunque l'approdo dell'impresa ai mercati mobiliari.

Gli svantaggi del relationship lending

Come visto precedentemente le imprese che hanno intensi rapporti con poche banche ottengono un costo del credito minore e una maggiore disponibilità di prestito da parte delle banche. Questo si verifica grazie alla stabilità della relazione di credito che aiuta la banca nell'esercitare il controllo e nel ridurre nel corso del tempo il tasso applicato conseguentemente al rischio minore di comportamenti opportunistici.

Nonostante queste solide relazioni di clientela vadano a ridurre il costo di produzione del credito tramite l'attenuazione dei comportamenti opportunistici dei debitori, non è scontato che vi sia la riduzione del tasso di interesse applicato dalla banca.

La riduzione del tasso è influenzata anche dalla concorrenza nel mercato del credito, cioè dalla capacità delle altre banche, esterne alla relazione, di ottenere le informazioni che consentono una corretta analisi del merito di credito delle imprese affidate dalla banca interna.

Il ricorso al relationship lending è giustificato dalla possibile presenza di quelle asimmetrie informative nei rapporti banca-impresa e dei conseguenti problemi di selezione avversa e di azzardo morale. Difatti la banca tramite la conoscenza più approfondita del debitore può evitare il razionamento del credito (possibile risposta al rischio di selezione avversa) riuscendo ad erogare prestiti alle imprese con buone opportunità di investimento nella giusta quantità e nel giusto costo.

Non sempre però questa teoria è verificata, in particolare non è detto che il credito di relazione si traduca in una maggiore disponibilità di fondi.

Abbiamo visto che un rapporto solido e continuo consente alla banca di valutare meglio la rischiosità dell'impresa e quindi di ridurre il rischio di credito a cui si espone. Questa conoscenza più approfondita, quindi, porta la banca ad erogare finanziamenti alle imprese meritevoli ed a farlo con un costo adatto alla minore rischiosità delle imprese stesse. Risulta, però, importante sottolineare come la riduzione dei tassi alle imprese meritevoli non è una logica conseguenza della buona qualità, a causa della possibilità degli affidati di ricorrere ad altre fonti di finanziamento.

Quello che è emerso è che tanto più l'informazione prodotta durante la relazione è esclusiva della banca che l'ha generata, quindi non disponibile da parte di altri potenziali finanziatori, tanto minori potrebbero essere i benefici per le imprese dal punto di vista della riduzione dei tassi pagati man mano che la relazione si consolida nel tempo.

Fare affidamento su di un'unica sola banca può risultare dunque costoso per certi aspetti. Quindi ricapitolando i principali problemi che derivano dal relationship lending sono due e questi possono anche determinare l'eliminazione totale dei benefici del rapporto:

- il cosiddetto "*soft budget constraint*";
- il cosiddetto "*hold up problem*".

La causa di entrambi i problemi deriva dalla natura stessa dell'informazione tra banca e impresa. Queste informazioni sono riservate, quindi poco trasferibili, difatti potrebbero

influenzare negativamente l'impresa se diffuse al pubblico, ed inoltre il trasferimento comporterebbe la possibile nascita di conflitti d'interesse, soprattutto quando la banca è in rapporto anche con concorrenti diretti dell'impresa stessa.

Nel primo caso, cioè nel "soft budget constraint", potrebbe verificarsi la possibilità per l'impresa di costringere la banca all'erogazione dei finanziamenti anche quando non sarebbe ottimale farlo. Il caso tipico è il caso di un'impresa in difficoltà che spinge la banca a concedere ulteriori finanziamenti nella speranza di recuperare il vecchio credito. In questa situazione l'eccesso di credito per progetti rischiosi comporta una minore efficienza del sistema finanziario, a causa della scarsa allocazione delle risorse tra i vari soggetti da finanziare. Quindi il sistema finanziario a causa dei tanti legami stretti tra banca e impresa ne risente in termini di efficienza, infatti in questa situazione l'erogazione dei prestiti non avviene più secondo valutazioni di rendimento e rischio delle imprese.

Per quanto riguarda invece il problema dell'"hold up", la situazione è esattamente capovolta. Possiamo dire che questa volta è la banca che "cattura" l'impresa. Durante la relazione stabile e duratura, l'impresa concede il monopolio informativo alla banca. Quest'ultima grazie al legame creatosi, potrebbe trarre vantaggio imponendo, ex-post, tassi d'interesse più elevati o condizioni più onerose alle imprese, privandole anche della possibilità di ricevere altrove finanziamenti competitivi.

Se l'informazione generata nei precedenti rapporti di affidamento fosse osservabile, le altre banche potrebbero effettuare una valutazione del merito di credito delle imprese non ancora clienti e quindi potrebbero competere con le banche interne alla relazione. Poiché, però, la banca interna, detiene un patrimonio informativo maggiore, ottiene vantaggio competitivo sulle altre banche, così le imprese possono rimanere catturate all'interno del rapporto con la propria banca e questo può portare alla mancata o ridotta traslazione del minor costo di produzione del credito sui tassi.

Questa situazione, verificatasi grazie alla esclusività del patrimonio informativo acquisito dalla banca dovuto alla solidità del rapporto, potrebbe essere ancora peggiore soprattutto a seguito dei costi sostenuti dalla banca per lo screening e il monitoring. Se l'informazione non è trasferibile all'esterno, anche le imprese meritevoli di affidamento hanno difficoltà ad abbandonare la banca della relazione, perché la loro capacità non viene riconosciuta dagli altri finanziatori per mancanza delle informazioni stesse.

Questo rischio potrebbe portare quindi le imprese a contrarre finanziamenti di breve periodo, dal momento che una relazione di lungo periodo permetterebbe alla banca di estrarre dei profitti aggiuntivi (Von Thadden, 1992). Inoltre, le imprese sarebbero meno incentivate ad investire in progetti di “alta qualità” poiché il maggior rendimento che ne deriverebbe sarebbe successivamente assorbito dalle banche a causa degli alti tassi di interesse. Si nota, pertanto, che anche nel caso dell'*hold up* si giunge ad un'allocazione delle risorse non efficiente.

Le soluzioni al problema di hold up

Quindi ricapitolando quanto detto precedentemente la banca all'interno della relazione, in condizioni di monopolio informativo, può scegliere se:

- approfittare di tale vantaggio, applicando tassi di interesse superiori a quelli adeguati al grado di rischio sopportato (effetti positivi sulla propria redditività);
- finanziare l'impresa alle migliori condizioni possibili (effetti positivi sulla redditività di quest'ultima e nel lungo periodo sulla propria).

Sharpe nel 1990, attraverso lo sviluppo di una teoria delle relazioni di clientela nel mercato dei prestiti bancari, dimostra che anche nel caso in cui si ponga il vincolo di profitti attesi nulli sulla durata complessiva del rapporto, la presenza di asimmetrie informative tra i finanziatori porta allo sfruttamento del cliente tramite la sua “cattura”. Quindi solo tramite la disciplina del mercato non è possibile imporre alle banche di praticare tassi competitivi alla clientela migliore e così le banche estraggono una rendita dal rapporto.

Inoltre, per le banche esterne il processo competitivo è considerato piuttosto rischioso a causa del rischio di selezione avversa: difatti la banca esterna rischierebbe di portarsi la clientela peggiore, non riuscendo a distinguere il cliente “buono” da quello “cattivo” per l'insufficienza di informazioni.

Nella realtà però, nonostante la banca abbia discrezionalità nel determinare i tassi di interesse attivi, questa non viene sfruttata appieno, difatti il relationship lending non si basa soltanto sul tasso di interesse, ma anche su altre variabili. Nello studio di Sharpe, l'autore suppone l'esistenza di contratti impliciti tra banca e cliente che stabilizzerebbero

la relazione per favorire un pricing più efficiente. Quindi in queste situazioni la banca pur di mantenere una buona reputazione decide di mantenere le promesse di questi contratti impliciti. Nella pratica, quindi, la banca rinuncia a parte della propria discrezionalità se i profitti attesi durante il rapporto, in caso di mantenimento delle promesse, superano quelli conseguibili in caso di inadempienza.

Il tasso praticato ai clienti migliori consente comunque alla banca di ottenere una rendita monopolistica dal rapporto, infatti il tasso praticato supera quello di concorrenza perfetta, ma viene posto ad un livello che minimizzi il rischio di perdere la clientela migliore, difatti se un'impresa tentasse di cambiare la banca della relazione con una concorrente, rischierebbe, a causa delle scarse informazioni detenute dalle banche esterne, di essere considerata di bassa qualità e quindi di vedersi applicato un tasso di interesse meno conveniente.

Nella ricerca di Sharpe, l'autore si chiede fino a che punto la banca può sfruttare il proprio vantaggio informativo, rispetto alle altre banche, per ottenere profitti dalla relazione. Secondo lo stesso Sharpe la banca interna ha due vincoli per l'ottenimento di rendite monopolistiche e sono rappresentati:

- dalla capacità del cliente della banca di inviare informazioni credibili alle banche concorrenti riguardo la propria affidabilità;
- dalla reputazione della banca riguardo il rispetto dei contratti impliciti (promesse) nei confronti dei propri clienti. Infatti, qualora la banca interna non dovesse "mantenere" le promesse sarà lo stesso mercato a punire tale comportamento, indirizzando i clienti verso altre banche.

La prima soluzione al problema dell'*hold up* risiede nella decisione delle banche stesse, ossia esse devono astenersi dall'ottenimento di eventuali profitti grazie al monopolio informativo al fine di acquisire una **buona reputazione** nei confronti delle imprese.

La seconda soluzione al problema in questione è speculare alla precedente, ossia la decisione del cliente di costituirsi una **reputazione di buon debitore** nei confronti della banca di riferimento e in questo caso un buon indicatore risulta essere la durata della relazione con la banca. Considerando la durata della relazione bancaria, troviamo due filoni di studi che giungono a conclusioni discordanti: nel primo filone si dimostra che i tassi d'interesse applicati dovrebbero essere bassi all'inizio del rapporto per concorrere con le banche concorrenti, per poi aumentare successivamente in modo da compensare i

minori ricavi della fase iniziale del rapporto. Da una situazione come questa però è lecito aspettarsi che vi sia un aumento, nel tempo, della probabilità di perdere il cliente.

Il secondo filone di studi invece, dimostra che le banche dovrebbero praticare tassi più elevati all'inizio del rapporto data la scarsa conoscenza del debitore, per poi ridurli in seguito, ossia una volta osservata la correttezza e l'affidabilità del cliente. Tuttavia, i debitori sono incentivati a comportarsi in maniera corretta nei confronti della banca durante il rapporto dato che la banca è in grado di promettere ai clienti "buoni" migliori condizioni e tassi più bassi.

Nel 1994 Boot e Thakor hanno realizzato un modello sulla questione di avvantaggiare i debitori con cui si hanno rapporti consolidati, da cui emergono due contratti di prestito ottimali: il primo con tassi superiori a quelli di mercato per i nuovi debitori, il secondo con tassi inferiori per i vecchi clienti. Con questa contrattualizzazione, il maggiore profitto ottenuto dalla banca ad inizio rapporto si trasferisce ai clienti affidabili nelle fasi successive avvantaggiando nel lungo termine l'impresa affidabile. Quindi la banca tramite la promessa di un contratto di prestito più conveniente per i clienti che si sono dimostrati affidabili è uno strumento di incentivazione che comporta anche la riduzione dell'importanza degli aspetti informativi della relazione. In questa situazione la durata infinita concordata della relazione di clientela viene utilizzata per rendere credibile l'impegno assunto dalla banca nel premiare i clienti affidabili.

La terza soluzione all'*hold up* potrebbe essere da parte dell'impresa di **stabilire più di una relazione** bancaria. In relazione a tale tematica, gli studi contemporanei affermano la superiorità della banca rispetto ad altri intermediari (ai quali l'impresa potrebbe rivolgersi per allargare il loro portafoglio di prestatori di fondi e ottenere una maggiore diversificazione di debito e di rischio) dato che essa riesce a proporre contratti di finanziamento più convenienti. Risulta fondamentale capire se la teoria, che suggerisce alle imprese di finanziarsi tramite una sola banca per evitare duplicazioni di costo, è auspicabile anche in presenza di rischio di *hold up* e quindi l'unicità del rapporto può essere inopportuna.

Nel 1995 Von Thadden afferma che una relazione solida con due banche porterebbe competizione tra esse e così facendo diminuirebbe il rischio di aumento dei tassi di interesse. Sulla stessa idea di Von Thadden troviamo anche Forestieri e Tirri (2003) secondo i quali questo molteplice legame con le banche, oltre a limitare la minaccia

dell'hold up, comporta anche la diminuzione dei tassi di interesse e delle garanzie richieste.

Altri studi, tuttavia, come quello di Rajan nel 1992 affermano che la concorrenza tra intermediari può rivelarsi come una “lama a doppio taglio”. In particolare, secondo Rajan, le banche esterne che si trovano a competere con la banca interna, andranno ad offrire alle imprese un tasso di interesse più basso, incorrendo in questo modo nel problema della “maledizione del vincitore” (*winner's curse problem*). La banca interna offrirà un tasso competitivo alle imprese meritevoli mentre permetterà alle imprese non “buone” di prendere l'offerta del creditore esterno. Rajan sostiene, quindi, che il problema dell'hold up può essere eliminato solo se la competizione avviene tra banche simmetricamente informate, ovviamente questo a spese degli scarsi controlli sugli investimenti delle imprese. Considerando gli effetti che la concorrenza tra banche determinerebbe, Petersen e Rajan (1995) risultano decisamente a sfavore del multiaffidamento. Attraverso analisi sulle piccole-medie imprese americane, i due autori elaborano una teoria secondo la quale la presenza di competizione e quindi di più relazioni ridurrebbe il set informativo, che risulta completamente assimilabile dalle banche solo tramite relazioni esclusive e durature, provocando così la riduzione delle quantità di credito e l'aumento del suo costo. Tuttavia, nella pratica le relazioni esclusive con una o due banche sono decisamente rare. La quarta soluzione al problema dell'*hold up* consiste nella **diversificazione delle fonti di finanziamento**, quindi di fare affidamento ad intermediari finanziari diversi dalla banca per ottenere dei finanziamenti.

Un intermediario alternativo alla banca può essere il venture capitalist, il quale si obbliga a garantire il finanziamento tramite sottoscrizione di titoli di capitale e obbligazioni convertibili. Tuttavia, in Italia troviamo prevalentemente banche commerciali come finanziatori di fondi di venture capital, a fianco di gruppi industriali e finanziari. Un aspetto fondamentale del venture capitalist è la consulenza e il supporto che esso fornisce alle imprese generalmente in fase di start-up, soprattutto poiché si tratta di investimenti rischiosi.

Gli effetti della concorrenza tra banche sul relationship lending

Un tema di rilevante importanza che è necessario approfondire riguarda gli effetti che può provocare l'aumento della concorrenzialità tra banche, in particolare se determina uno

sviluppo oppure una contrazione del relationship lending a favore o a discapito del transaction lending. Con un'analisi generale si potrebbe pensare che la crescita della concorrenza contragga il relationship lending, difatti, per le imprese risulta più facile cambiare la fonte di finanziamento, cambiando banca o passando dai prestiti bancari al finanziamento sui mercati mobiliari, invece per le banche è più difficile trattenere i clienti che sono risultati affidabili se non si riducono i tassi di interesse.

Secondo lo studio di Boot e Thakor (2000), la maggior competizione invece porta le banche ad adottare maggiormente il relationship lending. Secondo il loro modello, le banche devono decidere quanti sono i prestiti erogabili e come spartirli tra relationship lending e *transaction lending*, per cui le banche competono tra loro ma anche con il mercato dei capitali, mentre gli investitori devono scegliere se affidarsi ad intermediari mobiliari o se rivolgersi alle banche per ottenere finanziamenti. Gli effetti della concorrenza sul tipo di prestito concesso sono i seguenti:

- la maggiore competizione accresce il relationship lending a discapito del *transational*;
- la concorrenza dei mercati porta ad effetti negativi maggiori rispetto alla concorrenza tra banche per quanto riguarda il *transaction lending*;
- al crescere della concorrenza il volume del credito basato sul relationship lending prima aumenta e poi diminuisce.

Analisi empiriche mostrano che quando l'ambiente diventa più competitivo le banche aumentano il credito basato sul relationship lending, in modo da allontanarsi dalla pura concorrenza di prezzo, attraverso l'offerta di prestazioni creditizie a maggior valore aggiunto. Difatti nel credito relazionale entrano in gioco altri fattori oltre al prezzo. La conoscenza approfondita tra banca e cliente/impresa, porta entrambe le parti ad avere atteggiamenti corretti tra loro e quindi risulta molto probabile la conclusione positiva dell'investimento. In una relazione stretta, inoltre, le banche sono anche invogliate a sostenere il cliente, fornendo consulenza, erogando credito a lungo termine e dando la possibilità di ristrutturare il debito, quindi i clienti sono disincentivati a comportarsi in maniera opportunistica. Il principale vantaggio che il credito basato sul relationship lending comporta rispetto al mercato mobiliare deriva dalla possibilità di migliorare l'esito atteso dell'investimento, in quanto la conoscenza tra banca e clienti può indurre le parti ad assumere comportamenti idonei che di conseguenza favoriscono il successo

dell'investimento, costituendo di fatto un vantaggio competitivo per il credito di relazione.

Le stesse analisi empiriche però mostrano che oltre una certa soglia di concorrenza il numero di crediti di relazione subisce una contrazione. In particolare, andando a classificare possiamo dire che per livelli intermedi di concorrenza, imprese di buona qualità si rivolgono direttamente al mercato data la loro facilità nel collocare sul mercato titoli con costi contenuti e l'assenza di necessità di supporto delle banche per migliorare una qualità che risulta già elevata. Imprese di qualità intermedia, invece, fanno ricorso al credito bancario evitando così l'incertezza sul costo dei finanziamenti richiesti direttamente sul mercato, e infine clienti di qualità inferiore si affidano al credito di relazione per gli effetti positivi sul buon esito dell'investimento.

Effetti del relationship lending sul tasso di interesse

In questa sezione si andranno ad analizzare le conseguenze del relationship lending sui tassi di interesse applicati dalle banche alle imprese. In linea generale possiamo pensare che il relationship lending causi una diminuzione dei tassi di interesse, diversi studi empirici hanno dato però risultati ambigui, in alcune situazioni la teoria risulta verificata mentre in altri no. Questa ambiguità di risultati è decisamente evidenziata quando si analizzano il mercato statunitense e quello europeo.

I principali studi in riferimento al mercato statunitense sono quelli di Petersen e Rajan nel 1993 e Berger e Udell nel 1995. La ricerca di Petersen e Rajan ha consistito nell'analizzare, tramite un campione di piccole e medie imprese americane, la variazione del tasso considerando come fattore la durata della relazione bancaria e quello che è emerso è che all'aumentare della durata i tassi applicati tendono a diminuire. Gli autori rilevano inoltre che se l'impresa sfrutta altri servizi offerti dalla banca il tasso di interesse non è influenzato significativamente.

Nonostante sia emerso che all'aumentare della durata della relazione i tassi di interesse diminuiscono, Petersen e Rajan rilevano che questa diminuzione non è significativa dal punto di vista statistico ed economico per due principali ragioni:

- per le piccole e medie imprese, anche se la relazione con la banca è importante, è preferibile aumentare la disponibilità di credito piuttosto che sfruttare tassi

di interesse inferiori. Tuttavia, anche le banche preferiscono utilizzare le informazioni della relazione per aumentare la disponibilità di credito anziché praticare tassi inferiori.

- a causa dell'hold up problem, la banca interna alla relazione pratica tassi più elevati perché è l'unica banca informata rispetto alle altre banche esterne alla relazione, e quindi sa che quelle esterne non affiderebbero completamente l'impresa cliente.

Nello studio di Berger e Udell, gli autori si sono concentrati, a differenza dei precedenti, solo sulle linee di credito bancarie, escludendo i prestiti basati sul transactional lending.

I risultati emersi sono i seguenti:

- con l'aumentare dell'età dell'impresa, aumenta la durata della relazione bancaria, e diminuiscono i tassi applicati dalla banca;
- questi risultati sono significativi sia dal punto di vista statistico che economico.

Quindi riassumendo gli autori affermano che la relazione creditizia è un fattore fondamentale nella determinazione del costo del prestito, ma vi è un'eccezione, ossia i risultati non sono confermati quando si vanno a considerare imprese molto piccole. Per questo tipo di imprese è importante la reputazione dell'imprenditore, che deve essere verificabile a priori, quindi solo in questa situazione la relazione bancaria non è sufficiente per ottenere l'applicazione di tassi più vantaggiosi.

Considerando ora il mercato europeo, risultati empirici dimostrano che il problema principale è quello dell'hold up, quindi i tassi applicati aumentano con l'ampiezza della relazione.

A questo risultato sono arrivati Degryse e Van Cayseele nel 2000, i quali giustificano questa differenza rispetto alla situazione statunitense con la struttura del mercato bancario europeo che risulta essere più concentrato, quindi le imprese hanno poche alternative per i loro finanziamenti e quindi le banche fanno leva su questo vantaggio.

Gli studi effettuati sul mercato europeo sono quelli di Cardone, Casasola e Samartin (2005) che analizzano le PMI spagnole e di Lehmann e Neuberger del 2001 che analizzano invece il mercato tedesco. Per quanto riguarda il primo studio, gli autori analizzano un campione di imprese e le suddividono in tre classi, ossia microimprese, piccole imprese e medie imprese, considerano sia il breve che il lungo periodo e i risultati

affermano che la durata della relazione non influisce in modo significativo sul costo del credito.

Per quanto riguarda la ricerca di Lehmann e Neuberger, un risultato significativo emerso riguarda la relazione tra dimensione dell'impresa e tasso applicato dalla banca, in particolare emerge una relazione inversa tra questi due fattori, questo è spiegato dal fatto che imprese di grandi dimensioni godono di una maggiore trasparenza rispetto alle piccole e medie imprese e quindi possono avere dei vantaggi sulle condizioni dei prestiti. Per quanto riguarda invece il fattore età dell'impresa, questo non influisce significativamente sul tasso di interesse ad eccezione di una classe di età: ossia la classe 2-6 anni. Questo può essere giustificato dal fatto che in Germania i fallimenti imprenditoriali sono molto frequenti in questa fascia di età e quindi le banche considerano queste imprese rischiose.

Considerando il mercato italiano troviamo i contributi di Angelini, Di Salvo e Ferri (1996) e di Forestieri e Tirri (2003). Gli autori mostrano che il problema dell'hold up è particolarmente presente in Italia e quindi che il relationship banking ha effetto negativo per le imprese. In particolare, i risultati di tale analisi affermano che i costi derivanti dal problema di hold up sono maggiori rispetto ai benefici della relazione bancaria. Quindi le imprese per eludere questo problema adottano il multi affidamento, che riducendo il monopolio informativo garantisce tassi d'interesse più bassi. Secondo gli autori gli effetti della relazione bancaria portano più che ad una riduzione dei tassi di interesse ad una maggiore disponibilità di credito ed inoltre comportano il rischio da parte delle imprese di piccole dimensioni di vedersi costrette a non poter uscire dalla relazione a causa dell'assenza di alternative.

Negli ultimi anni, nel nostro paese hanno avuto un ruolo sempre più crescente le banche di credito cooperativo, in particolare nel finanziamento delle piccole e medie imprese. Questo è giustificato dal fatto che queste banche, grazie al loro forte legame col territorio, riescono a reperire le informazioni di tipo soft anche alle imprese che sono poco trasparenti.

Oltre al forte legame con il territorio le banche di credito cooperativo riescono ad offrire tassi bassi anche in presenza di relationship lending grazie allo sfruttamento del *peer monitoring* per monitorare i clienti, ma le differenze sostanziali rispetto alle altre banche commerciali risiedono nella natura delle banche di credito cooperativo, ossia esse sono

banche che non hanno scopo di lucro, ma hanno l'obiettivo di massimizzare il benessere di tutta la clientela e di mantenere il livello di capitalizzazione tale da garantire la propria esistenza futura. Questi risultati sono anche dimostrati nello studio di Di Salvo e Galassi, i quali notano appunto che con l'aumento dei tassi d'interesse di mercato, le cooperative possono garantire delle migliori condizioni ai clienti data la natura della banca stessa. Inoltre, le banche di credito cooperativo hanno anche il vantaggio di erogare prestiti a buone condizioni alle imprese che non riescono a segnalare a priori la propria capacità creditizia.

Effetti del relationship lending sulla disponibilità di credito

Vediamo adesso quali sono gli effetti che genera un rapporto solido creditizio tra banche e imprese sulla disponibilità di credito da parte delle banche. In linea generale gli studi mostrano che queste relazioni aumentano la disponibilità di credito delle banche interne alla relazione.

Su questo tema è necessario prestare molta attenzione alle piccole imprese, che sono maggiormente influenzate, poiché le imprese di dimensioni maggiori godono di un accesso al credito molto più semplice. Le imprese di dimensioni minori hanno tipicamente poca trasparenza e quindi la soluzione per risolvere tale problema è rappresentato dal relationship lending, che permette il flusso di informazioni tra le parti riducendo così i problemi di asimmetria informativa.

Parallelamente a quanto fatto prima si parte osservando le ricerche riguardo il mercato statunitense, in particolare si fa riferimento al National Survey of Small Business Finances (NSSBF) del 1993. Questo survey ha permesso agli autori di accedere a molti dati come informazioni standard quali dati contabili, età e settore di appartenenza dell'impresa ma anche dati riguardo i prestiti passati, tipo le mancate concessioni e le caratteristiche delle banche.

Anche su tale tema intervengono Petersen e Rajan (1994), che attraverso i dati relativi NSSBF stimano le conseguenze del relationship lending sulla disponibilità di credito. Gli autori hanno rilevato una dipendenza diretta tra la disponibilità di credito dalle banche, la durata della relazione ed anche il numero di rapporti con la stessa banca.

Attraverso gli stessi dati Cole nel 1998 analizza gli stessi effetti concentrandosi sulle piccole e medie imprese. Cole nota la presenza di una relazione positiva tra un rapporto precedente con la banca e la possibilità di ricevere credito dalla stessa, quindi le banche tendono ad erogare prestiti con più facilità alle imprese con cui ha avuto già altri rapporti creditizi. L'autore evidenzia come anche la durata della relazione abbia delle conseguenze e in particolare afferma che più è lunga la relazione, maggiori sono le informazioni estrapolate dalla banca. Per quanto riguarda la durata della relazione, possiamo dire che questa è direttamente correlata con l'età dell'impresa, ma mentre Berger e Udell (1995) affermano che l'età dell'impresa influisce positivamente sulla concessione del credito,

dato che l'età è un tipo di informazione pubblica, Cole invece ha una tesi opposta, egli afferma che la durata non è un fattore incisivo poiché il vantaggio informativo derivante dal relationship lending si genera subito e quindi non è necessario un rapporto di lunga durata. Infine, Cole evidenzia una relazione inversa tra disponibilità di credito e numero di servizi finanziari forniti da diversi operatori istituzionali al prestatore. L'autore suggerisce che il numero di servizi erogati da diversi intermediari finanziari fornisce una indicazione sulla qualità del credito dell'impresa in particolare un aumento di questo valore genera la diminuzione della qualità e dunque maggiore difficoltà ad avere accesso al credito.

Per quanto riguarda il mercato europeo, possiamo fare riferimento agli studi di Elsas e Kraemen (1998) riguardo la Germania e Cardone, Casasola e Samartin (2005) per quanto riguarda la Spagna. Lo studio di Elsas e Kraemen pone l'attenzione sulle politiche di affidamento delle *housebank* e delle altre tipologie bancarie. Quello che emerge è la corrispondenza tra il concetto di *housebank* e relationship lending, difatti le *housebank* risultano disponibili ad estendere il credito concesso alle imprese anche nel caso in cui peggiori la qualità dell'impresa. Questa operazione concessa, come una specie di assicurazione, da queste banche è appunto giustificata dal fatto che le *housebank*, basandosi sui principi del relationship lending, hanno molta informazione riguardo le imprese affidate.

Spostandoci invece sullo studio di Cardone, Casasola, Samartin, essi evidenziano che le imprese che richiedono finanziamenti a più banche godono di un maggior accesso al credito, considerato che ricevono dei finanziamenti proporzionali alle stesse istituzioni. Inoltre, gli autori rilevano che anche la durata della relazione ha una corrispondenza diretta con la disponibilità di credito per l'impresa e come verifica di questo effetto gli autori si concentrano sulla possibilità di razionamento del credito a lungo termine. Quello che è emerso da questa verifica è che la durata del rapporto, con la banca aumenti la possibilità di accesso a finanziamenti di lungo periodo.

Conclusioni

Quindi quello che è evidente da queste analisi è che non è possibile affermare con certezza che vi sia una unicità di risultati rispetto all'analisi empirica degli effetti del relationship lending sulle condizioni contrattuali praticate.

Considerando, però, gli effetti del relationship lending sulla disponibilità di credito, gli studi sono sostengono fortemente la tesi per cui l'aumentare di un rapporto di tipo relazionale con la banca aumenta la disponibilità di credito per il cliente. Questi risultati sono sostanzialmente verificati dalla teoria del relationship lending, inoltre l'effetto positivo della relazione può essere verificato ricordando che uno degli svantaggi del relationship lending è costituito dal soft budget constraint, per cui una banca è motivata alla concessione di ulteriore credito all'impresa affidata, e quindi a finanziare l'impresa anche quando non se ne riscontra una motivazione economica, con la speranza di recuperare l'intero ammontare di fondi erogato.

I conflitti di agenzia

In termini di relationship lending, giocano un ruolo fondamentale le asimmetrie informative, i problemi informativi si presentano ex ante, durante la selezione del progetto da finanziare (screening) ed ex post, durante il controllo dell'azione del soggetto finanziato (monitoring).

Secondo la teoria classica di Diamond (1984), la relazione stretta con le banche risulta la soluzione ottima per la scelta della concessione del prestito dato l'elevato costo nel reperire le informazioni riguardo i progetti delle imprese. Difatti, secondo Diamond è indispensabile che il finanziamento venga concesso da un intermediario specializzato per far sì che non vi siano costi multipli da parte dei diversi finanziatori per ottenere le informazioni dell'impresa ma anche per fare in modo che gli intermediari non si comportino da free-rider nel monitoraggio dell'impresa.

Inoltre, a differenza dei rapporti sporadici, con i rapporti stretti le banche sono anche più invogliate nel sostenere costi elevati per l'ottenimento delle informazioni, in quanto queste spese possono essere spalmate nel tempo, quindi la banca potrebbe concedere un prestito che non risulti subito redditizio, ma che nel corso del tempo potrebbe diventar redditizio nel caso in cui il legame tra le parti sia duraturo. Così facendo, inoltre, l'impresa godrebbe di un costo di finanziamento stabile (intertemporal smoothing). In aggiunta le imprese potrebbero essere più favorevoli a comunicare informazioni alla banca della relazione, rispetto a quanto accadrebbe in un rapporto transaction-based, dato che esse rimangono confidenziali. Questo maggiore passaggio di informazioni porta dei benefici, ossia la riduzione dei costi di screening e di selezione avversa ed anche una maggiore

flessibilità contrattuale, cosa non fattibile sui mercati finanziari, in quanto facilita l'utilizzo di informazioni riservate non codificabili.

Altro beneficio conseguente all'ampio scambio di informazioni risiede nella possibile customizzazione dei servizi alle imprese, potenziando così il rapporto. Quindi, da tutto questo le imprese considerano la banca come unica rispetto a tutte le altre, evitando così i processi concorrenziali di prezzo (Boot e Thakor, 2000).

Nazione	Autori	Conclusioni
USA	Petersen e Rajan (1994)	La durata e lo scopo di una relazione bancaria sono direttamente proporzionali alla disponibilità di credito, ma queste non influenzano i tassi di interesse. PMI che operano con più banche sopportano tassi di interesse più elevati e beneficiano di una maggiore disponibilità di credito.
	Berger e Udell (1995)	La durata della relazione bancaria è inversamente proporzionale ai tassi di interesse praticati e alle garanzie richieste.
	Cole (1998)	La durata della relazione bancaria è direttamente proporzionale alla disponibilità di credito e inversamente proporzionale al numero di istituzioni finanziarie con cui le PMI operano.
Germania	Elsas e Krahn (1998)	La durata della relazione bancaria non è rilevante per il costo del credito. Quello che è rilevante non è la durata ma l'intensità della relazione bancaria.
	Lehmann e Neuberger (2001)	Percezione dell'istituzione finanziaria: nessuna possibilità di ottenere credito durante i primi due anni della relazione bancaria.
Spagna	Cardone, Casasola e Samartin (2005)	La durata della relazione bancaria e la mediazione degli intermediari finanziari facilitano solo la disponibilità di credito ma non ne riducono il costo.
Italia	Forestieri, Tirri (2003)	I costi del relationship lending sono superiori ai benefici. Le condizioni di affidamento migliorano all'aumentare del numero di relazioni bancarie: minori tassi d'interesse e minori garanzie.

Tabella 7- Teorie sul relationship lending

Il transaction lending

Facendo riferimento alla ricerca di Dabrassi Prandi nel 2006 definisce il tipo di relazione basata sul *transaction banking*, ossia egli afferma che in questo tipo di rapporto la banca considera ogni operazione come un rapporto a sé stante a prescindere della costruzione del rapporto fiduciario banca-impresa. Quindi la valutazione del cliente avviene considerando la singola transazione, separata dalle altre, sulla quale si misurano le performance. In questa situazione l'obiettivo delle banche è quello di massimizzare l'utile derivante dalla specifica transazione e rinunciare all'erogazione di servizi che mostrano livelli di redditività insufficienti, se valutati individualmente, ma che potrebbero generare sinergie, di natura anche economica, se inserite in un portafoglio più ampio di servizi offerti a un cliente. In questo modello teorico di relazione, la banca non si preoccupa di raccogliere informazioni riservate ma attua lo *screening* e il *monitoring* del potenziale prenditore di fondi basandosi sull'elaborazione di indicatori oggettivi di qualità (*ratios*), attraverso i quali è in grado di valutare il proprio cliente in base a ciascun prodotto erogato. Poiché le informazioni utilizzate non sono private, la banca che ha erogato il credito non assume vantaggio rispetto agli altri intermediari e quindi, a fronte del considerevole risparmio dei costi di raccolta delle informazioni medesime, non beneficia della rendita monopolistica tipica di un rapporto solido.

Facendo riferimento alle erogazioni di prestito alle imprese, il modello del *transaction banking* viene denominato *transaction lending*, quindi il *transaction lending* si riferisce a rapporti creditizi discontinui e la decisione di affidamento da parte delle banche è basata sulle garanzie delle imprese e sulla ripartizione dei loro finanziamenti tra i vari intermediari.

In una relazione discontinua le banche si interessano a recuperare le informazioni di tipo *hard* in modo standardizzato, con riferimento alle diverse forme tecniche di credito (le cosiddette *lending technologies*). Quando ci si riferisce al modello del *transactional lending* le tipologie di affidamento tipiche sono *financial statement lending*, *asset based lending*, *credit scoring*, *factoring*, *leasing*, *fixed asset lending*, perché questi prestiti vengono concessi tramite valutazioni basate essenzialmente su *hard information* e su

asset del cliente. Invece, dato che nel *relationship lending* la banca concede il prestito prevalentemente in base ad informazioni di tipo *soft*, che hanno un valore superiore a quello delle informazioni che si possono ottenere dai bilanci, la forma tecnica che meglio esprime tale situazione è quella dell'apertura di credito in conto corrente.

Dal punto di vista del prestatore di fondi, un approccio di *transaction lending* porta la concorrenza tra le banche e quindi è lecito aspettarsi una pluralità di relazioni bancarie (multiaffidamento), infatti, un'impresa può instaurare un legame con più banche al fine di evitare i rischi e gli svantaggi connessi al *relationship lending* (può evitare l'*hold – up problem*). A sua volta, anche il finanziatore può adottare una strategia di multiaffidamento per cercare di eliminare il problema del *soft – budget constraint*. Vediamo quindi nel dettaglio il fenomeno del multiaffidamento.

Il multiaffidamento

Come visto precedentemente il singolo affidamento risulta essere la miglior soluzione per superare le asimmetrie informative, tuttavia le evidenze empiriche dicono che le imprese si affidano a più banche e questo fenomeno, detto multiaffidamento, è molto diffuso (soprattutto in Italia) nonostante negli ultimi anni si sia registrata una fase di leggera riduzione.

I fattori che vanno ad influire sul numero di relazioni tra banca e impresa sono stati ampiamente trattati in letteratura e possono essere ricondotti alle caratteristiche delle imprese affidate, questi si possono riassumere in:

- opacità informativa;
- dimensione dell'impresa;
- peculiarità della relazione banca impresa;
- struttura del mercato.

La necessità delle imprese di ottenere maggiore credito ma anche il grado di sofisticazione finanziaria della stessa, portano appunto le imprese ad aumentare il numero di banche con cui relazionarsi. Il multiaffidamento, difatti, è un fenomeno che ostacola l'instaurarsi di relazioni di clientela solide e durature ed inoltre l'esistenza della moltitudine di relazioni riduce il valore delle informazioni raccolte dalle singole banche, così queste ultime diminuiscono la disponibilità di credito e ad aumentano il costo dello stesso (Petersen e Rajan, 1994). Tuttavia, a contrario di questo, è molto raro che l'impresa decida di affidarsi

ad una sola banca preferendo relazionarsi con molti creditori. Molti ricercatori hanno studiato questo fenomeno con lo scopo di individuare le cause che lo caratterizzano, ed i risultati hanno portato verso una sola direzione, ossia la decisione di fare affidamento a più banche è una decisione consapevole col fine di evitare i rischi e gli svantaggi connessi al relationship lending. Il multiaffidamento potrebbe dunque essere conseguenza della scelta della banca che, per ridurre i rischi, preferisce diversificare le proprie esposizioni verso un numero più elevato di imprese.

La numerosità delle relazioni potrebbe dipendere anche dalle caratteristiche strutturali e informative dell'impresa, difatti le informazioni pubbliche, che mostrano la situazione economico-finanziaria dell'impresa, giocano un ruolo fondamentale nell'affidamento. Infine, anche le caratteristiche del mercato di riferimento dell'impresa condizionano le relazioni con le banche: il multiaffidamento presenta caratteristiche differenziate a seconda del diverso livello di concentrazione presente nel sistema bancario. Vediamo quindi nel dettaglio quelle che sono le determinanti di questo fenomeno.

Le determinanti del multiaffidamento

Nonostante i vantaggi visti relativi al relationship lending, il monoaffidamento, rappresenta ancora un fenomeno alquanto raro nella realtà. Nella maggioranza dei casi, soprattutto in Italia, le imprese preferiscono ricorrere al multiaffidamento. È utile, però, evidenziare che la numerosità delle relazioni bancarie mostra una accentuata variazione fra i paesi.

In base allo studio condotto da Ongena e Smith (2000) sulle imprese europee, è possibile notare il diverso ricorso a relazioni contemporanee di credito a seconda della concentrazione dei sistemi bancari: si va infatti da un minimo di relazioni contemporanee di 2-3 (Norvegia 2,3 Svezia 2,5 Regno Unito 2,9) ad un massimo di 15,2 (Italia), inoltre appartiene all'Italia l'impresa con il più alto numero di relazioni, pari a 70. Su livelli intermedi troviamo Portogallo, Francia, Belgio e Spagna (10-11) e la Germania (8).

Inoltre, nonostante con l'aumento della concentrazione si riduca il numero delle relazioni, contemporaneamente con il crescere dell'importanza del segmento privato del mercato obbligazionario tende ad aumentare il ricorso al multiaffidamento.

Un altro studio su tale tematica è stato svolto da Detragiache *et al.* (2000), che, concentrandosi sulla situazione italiana e statunitense, evidenzia una numerosità media rispettivamente pari a 3 ed a 1 e riscontra inoltre che negli USA il 44,5% delle imprese

ha una relazione esclusiva con una banca mentre in Italia la percentuale di *single-bank relationship* scende drasticamente all'11%. I dati riportati avvalorano l'idea che il multiaffidamento sia una pratica estesa nel nostro paese. Queste differenze possono essere giustificate dai diversi sistemi finanziari dei due paesi, il primo orientato al mercato (market based), il secondo bancocentrico (bank based) nel quale lo scarso sviluppo dei mercati finanziari e la ridotta dimensione delle medie imprese comportano la mancanza di alternative alle fonti di finanziamento, riducendole solo a quelle bancarie.

Nel corso degli ultimi anni sono stati molti gli studi volti alla ricerca delle giustificazioni del multiaffidamento. Una prima, come visto precedentemente, è riferita alla volontà dell'impresa di limitare la minaccia dell'*hold up*. Questo risultato è evidenziato dalla ricerca empirica svolta da Forestieri e Tirri nel 2003, i quali hanno considerato 3347 imprese italiane nel periodo 1998-1999. Quello che è emerso è che il legame finanziario con più banche permette di ridurre il tasso d'interesse e la richiesta di garanzie, difatti gli autori sottolineano che una banca molto esposta nei confronti di una impresa percepisce questa posizione come più rischiosa, elevando la richiesta di strumenti di riduzione del rischio.

Alcuni ricercatori hanno identificato altre ragioni, oltre al problema dell'*hold up*, che spingono le imprese ad adottare il modello di multiaffidamento. Detragiache, Garella e Guiso evidenziano che alcune imprese fanno ricorso a tale strumento per eludere delle possibili crisi di liquidità della banca di riferimento, dato che in questa situazione la banca potrebbe anche negare il credito ai suoi debitori più affidabili, generando così situazioni di selezione avversa qualora l'impresa decidesse di richiedere il finanziamento ad altri intermediari. Secondo Detragiache, quindi, il multiaffidamento viene utilizzato per andare ad intervenire sul rischio che una banca possa non avere la liquidità sufficiente per finanziare un progetto, a causa di una improvvisa crisi di liquidità. In questo caso il progetto potrebbe essere caratterizzato da un'*adverse selection*, difatti, un'altra banca potrebbe considerare l'ipotesi che il progetto non sia stato finanziato a causa della sua scarsa qualità. Il monoaffidamento aumenterebbe, quindi, la probabilità che il progetto si trovi, a prescindere dalla sua qualità, senza sostegno finanziario. Secondo gli stessi autori nel caso in cui, invece, l'*adverse selection* sia ridotta e tale da consentire comunque un finanziamento tramite un'altra banca, allora il monoaffidamento rimarrebbe la scelta preferibile per l'impresa. Quindi, ricapitolando, da questo studio si evince come la scelta

di affidarsi a più imprese sia da attribuite alla potenziale “fragilità delle banche”.

In aggiunta a questa visione si aggiunge quella di Cosci e Meliciani nel 2005, secondo i quali il multiaffidamento è tanto maggiore quanto maggiore è l’indebitamento delle imprese. Quindi le imprese richiedono finanziamenti a più banche per aumentare la loro capacità di finanziamento ed in questa situazione le imprese grazie alla continua negoziazione del prestito con i vari intermediari riescono a raggiungere una disponibilità di credito che supera gli assets dell’impresa stessa, scenario mai raggiungibile in un contesto di monoaffidamento bancario. Il multiaffidamento, quindi, data la sua correlazione positiva con il grado di indebitamento dell’impresa, rappresenterebbe per la stessa una scelta ottimale per aumentare i propri finanziamenti. Cosci e Meliciani affermano dunque che il multiaffidamento è conseguenza della scelta delle imprese che vogliono aumentare la propria disponibilità di credito, all’interno di rapporti bancari *transaction based*. Quindi instaurando un rapporto con più banche l’impresa raggiungerebbe una situazione di “*over-leverage*”, inteso come l’ammontare di indebitamento non giustificabile in base al valore degli *assets*.

Infine, attraverso il contributo di De Bodt et al. nel 2005, si può notare come il multiaffidamento sia derivante anche da fattori come le dimensioni delle banche e delle imprese.

Inoltre, il multiaffidamento potrebbe anche essere conseguenza dalle scelte delle banche, difatti, nel caso di imprese di grandi dimensioni, le banche, per limitare il rischio specifico di controparte, scelgono di diversificare l’attivo. Anche secondo Carletti *et al.* (2004), dato che le banche sono vincolate nello svolgimento della funzione creditizia (capacità), ma hanno anche vincoli regolamentari (requisiti minimi di capitale) e gestionali (distanza dal cliente, ecc.), il multiaffidamento potrebbe risultare la soluzione ottimale per finanziare più progetti e per raggiungere una maggiore diversificazione; questo risulterà tanto più vero quanto più le banche sono piccole rispetto al progetto che intendono finanziare.

In linea generale possiamo dire che per le imprese i vantaggi di avere rapporti con più banche sono molteplici e sono l’ottenimento di una maggiore disponibilità di fondi, l’accesso a un profilo differenziato di servizi, offerte e capacità, la possibilità di mettere in concorrenza fornitori alternativi di fondi e la riduzione dei conflitti che possono insorgere con il finanziatore in caso di rapporto esclusivo. Tuttavia, un numero elevato di

rapporti risulta dannoso, in quanto porta alla perdita di gran parte dei vantaggi connessi al relationship lending visti precedentemente e può portare a comportamenti opportunistici sia da parte della banca (free riding nell'attività di monitoring) che da parte dell'impresa (opacità, moltiplicazione dell'accordato e "rientri selettivi").

Il ricorso al multiaffidamento diventa quindi opportuno soprattutto se si considerano due rischi, così come presenta il modello di Detragiache del 2000:

- la banca potrebbe rifiutare i finanziamenti richiesti, per ragioni interne perciò l'impresa deve considerare il rischio di dover reperire prestiti imprevisi presso altre banche, le quali però non conoscendo l'impresa scontano un certo rischio di selezione avversa, perciò se la qualità medie delle imprese sul mercato è bassa può essere opportuno intrattenere da subito più di una relazione di credito.
- la molteplicità delle banche potenzialmente concorrenti potrebbe avvantaggiare l'impresa in situazioni particolari.

In sostanza, è possibile affermare che la scelta tra mono e multiaffidamento dipende da:

- tutela offerta ai creditori (più alta è la probabilità di recupero dell'intero capitale prestatato maggiore è la probabilità di ricorrere al monoaffidamento)
- fragilità del sistema bancario (più alta è la probabilità di interruzione dei finanziamenti più alta è la probabilità di ricorrere al multiaffidamento)
- redditività delle imprese (più alta è la redditività attesa delle imprese più alta è la probabilità del monoaffidamento).

Il multiaffidamento rischia di essere dannoso per le banche esterne nel caso in cui queste non sono in grado di valutare l'affidabilità delle imprese e propongono tassi d'interesse più convenienti di quelli della banca di riferimento, riuscendo così ad ottenere nuova clientela con però alta probabilità di attrarre imprese di bassa qualità, poiché la banca interna applicherà tassi migliori alla clientela di qualità elevata mentre accetterà il rischio di perdere la clientela marginale. Una ulteriore causa del multiaffidamento è il fenomeno *soft budget constraint*. Tale vincolo è legato alla possibilità che la banca, nonostante il momento di grave difficoltà finanziaria affrontata dall'impresa, conceda comunque un nuovo prestito. Quindi, anche nel caso in cui il merito creditizio dell'impresa scenda a livelli tali da presumere che la stessa possa essere insolvente, la banca potrebbe preferire la concessione di un nuovo prestito in modo da evitare il fallimento dell'impresa e quindi non vedere compromesso in modo definitivo il capitale investito. Questa eventualità crea

però un disincentivo per il debitore che, consapevole della facilità nella rinegoziazione del prestito, può essere disincentivato a prevenire risultati reddituali poco soddisfacenti. Uno dei più importanti studi riguardo le determinanti del multiaffidamento è quello di Ongena e Smith (2000), i quali concludono che il settore di operatività dell'impresa e le specificità della stessa non riescono a spiegare interamente le differenze nel numero di relazioni bancarie che risultano nei diversi paesi, ma è importante considerare anche fattori come il sistema legale e bancario di un paese e lo sviluppo dei mercati finanziari. In particolare, Ongena e Smith dimostrano che le imprese fanno maggiore ricorso al multiaffidamento nei paesi il cui sistema bancario è stabile e non concentrato, mentre in presenza di un forte sistema giudiziario ed una forte tutela dei diritti dei creditori le imprese tendono a ridurre i numeri di rapporti bancari. Inoltre, il numero medio di rapporti bancari è positivamente correlato all'importanza del mercato del debito pubblico e negativamente correlato all'importanza del mercato azionario.

Anche Neuberger e Schacht (2005) hanno svolto una ricerca empirica con l'obiettivo di analizzare le determinanti del multiaffidamento, in particolare i due autori suddividono le variabili in due classi: *demand side* e *supply side*. Le prime si riferiscono alla specifica domanda maturata dalle imprese, mentre le seconde fanno riferimento alle caratteristiche del sistema bancario, come il suo livello di concentrazione, difatti, in un mercato che presenta scarsità di operatori, anche se le imprese volessero avere relazioni finanziarie con più intermediari, la loro domanda potrebbe non essere soddisfatta. Anche l'evoluzione del numero di relazioni bancarie potrebbe essere ricondotta a fattori riguardanti la domanda e l'offerta, ad esempio una diminuzione del numero di relazioni bancarie può essere giustificata sia da un aumento della concentrazione del mercato dovuto a fusioni o acquisizioni sia dalla sostituzione da parte delle imprese dei prestiti bancari con forme alternative di finanziamento, incentivate in particolare dalle innovazioni finanziarie. Neuberger e Schacht analizzano un campione di 1700 piccole imprese elvetiche, disaggregato rispetto alla dimensione, all'industria e alla tipologia di gruppo bancario di appartenenza. Gli autori hanno rilevato che per le imprese di medie dimensioni l'aumento del numero di relazioni finanziarie dipende sia dalle variabili *demand* che *supply side*, mentre nel caso delle imprese di minori dimensioni, l'operazione di fusione tra due dei tre colossi bancari nazionali (UBS e SBC), ha portato alla diminuzione dei prestiti bancari.

Come visto in precedenza Detragiache *et al.* (2000) studiano il fenomeno del multiaffidamento. Lo studio è sviluppato in due fasi: nella prima viene analizzata la scelta dell'impresa per quanto riguarda il numero di relazioni bancarie, mentre nella seconda vengono stimate le determinanti del mutiaffidamento. I risultati che gli autori hanno ottenuto sono in linea con la loro idea, ossia che il monoaffidamento è la scelta ottimale per le imprese che si aspettano di non avere problemi a rifinanziarsi da una banca alternativa, poiché in tale caso il maggior numero di relazioni bancarie presenta un costo ma non dei benefici. Lo studio, inoltre, evidenzia che l'efficienza del sistema legale, approssimata dai prestiti recuperati dopo il fallimento, è positivamente e significativamente correlata con la probabilità di ricorso al monoaffidamento. Gli autori rilevano anche che la scelta sul numero di relazioni bancarie è influenzata anche da caratteristiche dell'impresa, in particolare la scelta del monoaffidamento diminuisce al crescere della dimensione, dell'indebitamento e della propensione all'innovazione.

Cosci e Meliciani (2005), facendo riferimento allo stesso dataset, utilizzato da Detragiache, effettuano le loro analisi, e in particolare, la ricerca è effettuata su un campione di 2612 imprese, per il periodo che va dal 1998-2000. I risultati ottenuti evidenziano che il livello di indebitamento delle imprese dipende positivamente dal numero di relazioni bancarie e negativamente dalla quota della *main bank*. Inoltre, emerge che il multiaffidamento è più probabile che venga riscontrato per le imprese più innovative, così come per quelle di dimensione maggiore e da più anni sul mercato.

Per quanto riguarda il contributo di Pelliccioni e Torluccio (2006), i risultati del loro studio sono in linea con i precedenti: il multiaffidamento aumenta all'aumentare dell'età dell'impresa e della sua dimensione (misurata dal totale attività). Per quanto riguarda il fattore della ricerca e sviluppo dell'impresa è stata rilevata una correlazione negativa con il numero di relazioni bancarie, stesso risultato di quanto riportato dalla teoria economica ma non dagli studi precedenti: le imprese con più alta R&S presentano meno relazioni bancarie. Il multiaffidamento risulta positivamente correlato alla leva finanziaria e, invece, inversamente correlato rispetto al rapporto immobilizzazioni materiali/totale attivo. Nell'analisi del mercato in cui si trova l'impresa, gli autori hanno considerato il contesto regionale, quindi, il numero di banche, la variazione del credito concesso dal sistema bancario e l'indice di Herfindahl sono riferiti alla regione dove ha sede l'impresa. Dall'analisi risulta che:

- la numerosità delle sedi bancarie presenti in regione, incide positivamente sul multi affidamento;
- la variazione del credito utilizzato risulta economicamente significativa e con influenza positiva sul numero di relazioni;
- all'aumentare della concentrazione del sistema bancario regionale si riduce il fenomeno del multi affidamento.

Vulpes (2005), utilizzando i dati della Centrale dei Rischi ed un data set interno di Unicredit Banca d'Impresa (UBI), mostra che il numero di relazioni bancarie è positivamente correlato con la dimensione dell'impresa, la dipendenza dal debito bancario e il rischio dell'impresa. L'autore, inoltre, evidenzia come il fenomeno del multi affidamento sia più accentuato all'aumentare dell'opacità informativa e della debolezza della struttura di governance dell'impresa. In contrapposizione a questi ultimi risultati, Machauer e Weber (2000), studiando all'interno del sistema bancario tedesco, non rilevano che il merito creditizio vada ad influire sul numero di relazioni bancarie, questo sia in presenza che in assenza di una hausbank.

Quindi quello che è emerso da queste analisi empiriche svolte è l'assenza di risultati concordi, sia dal punto di vista del relationship lending, sia da quello del multi affidamento. Difatti, come osservato, è necessario considerare la differenza dei sistemi finanziari in cui le relazioni sono state analizzate. I fattori esterni che hanno portato ai diversi risultati ottenuti sono rappresentati dalle caratteristiche dei mercati e degli intermediari, dalla concentrazione del sistema bancario, dallo sviluppo dei mercati finanziari, dal sistema legale ed anche dalla presenza di meccanismi di condivisione delle informazioni oltre che dall'intervallo temporale analizzato.

All'interno del contesto italiano nonostante il multi affidamento sia tuttora prevalente, negli ultimi anni le imprese italiane si stanno riorientando verso un rapporto relationship based, diminuendo il numero di banche con cui relazionarsi e scegliendo di avere una banca partner di riferimento.

In particolare, le medie e grandi imprese preferiscono relazionarsi principalmente con una banca di fiducia, mentre per delle operazioni particolari scelgono altre banche di supporto, magari specializzate in determinati aspetti. Le piccole imprese, invece, preferiscono avere il rapporto esclusivo con una singola banca, in genere locale. Difatti l'impresa, scegliendo una banca locale, grazie alle caratteristiche peculiari di questa tipologia bancaria,

(radicamento sul territorio e maggiore flessibilità organizzativa rispetto alle banche più grandi) riesce ad instaurare un rapporto più solido con la banca. Quindi quest'ultima ottiene tutti gli strumenti necessari a valutare in maniera efficiente il merito di credito dell'impresa ed a proporre soluzioni finanziarie personalizzate.

La diminuzione del numero di rapporti bancari è giustificabile dalla maggiore considerazione della finanza d'impresa, difatti negli ultimi anni è aumentata la consapevolezza che la finanza aziendale deve supportare la crescita dell'impresa, sia assicurando la disponibilità dei capitali necessari per sostenere lo sviluppo del business sia individuando migliori soluzioni di finanziamento.

La tabella seguente offre uno schema riassuntivo di alcuni dei più importanti lavori empirici sul multiaffidamento, condotti sia in Italia che a livello internazionale.

Tabella 8– Le teorie sul multiaffidamento.

Autori	Conclusioni
Detragiache et al. (2000)	Il multiaffidamento può ridurre il rischio di non vedere rifinanziato il progetto imprenditoriale a causa di una crisi di liquidità della banca. Se la capacità di rifinanziarsi presso una nonrelationship bank è elevata, allora il monoaffidamento rimane la scelta ottimale.
Forestieri, Tirri (2003)	I costi del relationship lending sono superiori ai benefici. Le condizioni di affidamento migliorano all'aumentare del numero di relazioni bancarie: minori tassi d'interesse e minori garanzie.
Cosci, Meliciani (2005)	Il multiaffidamento può essere interpretato come una scelta razionale da parte delle imprese al fine di aumentare la loro capacità di finanziamento (over-leverage). Il numero di relazioni bancarie cresce se l'impresa è innovativa, di grandi dimensioni e da più anni sul mercato.
De Bodt et al (2005)	Non esiste una strategia unica nella scelta del numero delle relazioni bancarie. Essa dipende dalle dimensioni di banche e imprese: i) imprese molto piccole che interagiscono con banche grandi traggono vantaggio dal multiaffidamento; ii) imprese più grandi che interagiscono con banche locali traggono vantaggio dalla concentrazione della relazione presso una sola banca.
Machauer, Weber (2002)	Il multiaffidamento cresce all'aumentare della dimensione e decresce in presenza di una <i>housebank</i> . Il merito creditizio dell'impresa non influenza la scelta del numero delle relazioni bancarie. Il numero delle banche non incide sul costo del credito ma sulla richiesta di garanzie che aumenta per le imprese con un numero inferiori di relazioni bancarie.
Vulpes (2005)	Il numero di relazioni bancarie è positivamente correlato con la dimensione dell'impresa, la dipendenza dal debito bancario e il rischio dell'impresa.
Neuberger, Schacht (2005)	Le determinanti del multiaffidamento vengono suddivise in due classi: <i>demand side</i> e <i>supply side</i> . Per le imprese di medie dimensioni il numero delle relazioni bancarie è frutto dei cambiamenti sia della domanda che dell'offerta mentre per le piccole imprese dipende solo da fattori <i>supply side</i> (aumento della concentrazione)
Ongena, Smith (2000)	Il multiaffidamento è più diffuso in paesi con sistemi giuridici inefficienti, mercati dei capitali poco sviluppati e sistemi bancari stabili ma poco concentrati.

Fonte: Maria Rosaria Rispo (2011/2012)

Facendo ancora riferimento all'Italia, dallo studio di Giannini del 1991 risulta una diminuzione del fabbisogno creditizio per le grandi imprese mentre è aumentato per le PMI, favorito anche dall'aumento dei rapporti di fido.

Focarelli (1997) esegue una ricerca su 94 banche (suddivise in due sottogruppi da 48 e 46 banche rispettivamente) che ricoprono quasi il 75% del sistema. I risultati più rilevanti sono riportati nella tabella seguente.

Tabella 9 – Risultati dello studio di Focarelli (1997)

33 BANCHE	<ul style="list-style-type: none"> - aumento dei prestiti (quota di mercato) - aumento della qualità degli impieghi - rischiosità degli impieghi bassa - tassi di interesse in diminuzione - qualità elevata della clientela - efficienza operativa
15 BANCHE	<ul style="list-style-type: none"> - aumento delle sofferenze in proporzione superiore dei prestiti - concede credito a tassi crescente perché consapevole di operare con clientela marginale - scadimento della qualità dei prestiti - elevati costi di gestione
33 BANCHE	<ul style="list-style-type: none"> - riduzione delle sofferenze in modo più rapido rispetto gli impieghi (quota di mercato) - grado di rischiosità degli impieghi crescente nel tempo - tassi inferiori alla media per mantenere la clientela migliore
13 BANCHE	<ul style="list-style-type: none"> - aumento delle sofferenze e riduzione della quota di mercato - peggiora qualità del portafoglio prestiti - pessimi livelli di efficienza operativa - livelli di redditività inferiori alla media

Fonte: Maria Rosaria Rispo (2011/2012)

I risultati dell'analisi empirica di Focarelli mostrano che le banche con i risultati migliori sono le più aggressive, quindi quelle relative al primo sottogruppo che pur aumentando la loro quota di mercato hanno mantenuto la clientela di maggiore qualità. Viceversa, per il secondo sottogruppo di banche, la clientela buona nel breve periodo non si distingue da quella cattiva nel lungo perciò un'espansione delle quote di mercato può fare acquisire anche della clientela cattiva che la banca non riesce a penalizzare con tassi più elevati.

Il relationship lending tra banche e PMI italiane

Con questo paragrafo si va ad analizzare il legame tra le banche e le imprese all'interno del sistema finanziario italiano, un rapporto legato alle peculiarità economiche del nostro Paese. Le imprese italiane, in base agli asset proprietari e alle regole di governance, si caratterizzano per particolari aspetti:

- la forte concentrazione della proprietà, indipendentemente dalla dimensione dell'impresa, che deriva dal tipo di capitalismo adottato in Italia, ossia quello "familiare", soprattutto se l'impresa non è quotata;
- la poca contendibilità, ossia la scarsa possibilità che l'impresa venga espropriata se gestita con risultati poco apprezzabili da parte dei manager.

Questi fattori evidenziati influiscono anche per quanto riguarda le decisioni di investimento, difatti il tipo di relazioni banca-impresa che si sono stabilite in Italia deriva proprio dagli aspetti di governance delle imprese. In particolare, il rapporto banca-piccola e media impresa si è contraddistinto per relazioni estremamente frazionate (difatti il multiaffidamento in Italia è molto più presente rispetto agli altri paesi europei), basate su rapporti quotidiani, informali e poco strutturati, probabilmente a causa dalla volontà delle imprese di mantenere il livello di asimmetria informativa. In Italia l'analisi volta alla conoscenza dell'impresa risulta ancora lontana da quella tipica dei modelli anglosassoni basata su indicatori finanziari e patrimoniali, essa si fonda molto spesso sulle garanzie personali dell'imprenditore e sul suo patrimonio personale, che non viene investito in azienda ma indirettamente utilizzato come garanzia a copertura del rischio di credito. Quindi questa situazione comporta una scarsa capacità da parte delle banche di valutare i profili di rischio e rendimento delle imprese clienti ed inoltre una ridotta capacità di discriminazione sia ex ante che ex post dei clienti sia sotto il profilo della redditività prospettica sia in base al merito creditizio.

Ulteriore conseguenza di quanto evidenziato è la necessità da parte delle banche italiane a rinunciare ad alcuni vantaggi del relationship lending, quindi a politiche di pricing customizzate per impresa, ad obiettivi di massimizzazione della redditività e del mark up nel lungo periodo e alla gestione attiva dei portafogli facendo spesso ricorso alle garanzie personali.

Ricapitolando, possiamo affermare che in Italia il rapporto banca-impresa, anziché indirizzarsi verso l'eliminazione delle barriere informative e quindi verso il modello della

banca di riferimento unica, è caratterizzato dalla volontà da parte delle imprese di mantenere una certa opacità informativa, quindi frammentazione e fragilità nella relazione sia informativa che operativa con le banche. Difatti le PMI italiane, mostrando poca propensione a condividere il controllo aziendale, fattore evidenziato anche dal raro ricorso alla quotazione in borsa e dal basso grado di apertura al mercato, tendono a non rivelare soft information indebolendo quindi il legame con le banche e contribuendo ad essere un ostacolo della loro crescita.

Quindi tramite questo modello di rapporto si sono generate imprese più piccole, con deboli strutture finanziarie, caratterizzate da sotto-capitalizzazione e con molti crediti a breve termine e pochi crediti a lungo termine, quindi concentrate maggiormente alla gestione ordinaria piuttosto che a finanziamenti relative a strategie di crescita.

Questi risultati si evincono anche dai dati sulla capitalizzazione di borsa: a fine 2000 la capitalizzazione della borsa italiana ammontava al 69.2% del PIL, questo valore è calato nel fine del 2001 al 48.3% a causa soprattutto della crisi economica mondiale. Quest'ultimo valore risultava inferiore rispetto a quello registrato in Spagna (75%) e Francia (84%) ma molto simile a quello della Germania, la cui borsa a fine 2001 valeva il 49% del PIL tedesco. Altro fattore da considerare è che le piccole e medie imprese italiane sono generalmente più indebitate, quindi affrontano maggiori costi di finanziamento e inoltre tali imprese non possono far riferimento a canali esterni. In aggiunta, la loro opacità informativa porta a svantaggi per quanto riguarda i tassi di interesse che risultano elevati e quindi poco convenienti.

Per le varie ragioni mostrate, possiamo dire che il sistema di finanziamento è stato per molti versi strumentale alla modalità di crescita delle imprese italiane, dimostrando flessibilità di fronte alle fluttuazioni cicliche ed anche adattamento, contribuendo quindi allo sviluppo industriale del paese. Un sistema finanziario di questo tipo va a influenzare le banche nell'allocazione e nella scelta del credito ma anche la struttura finanziaria delle imprese data la loro difficoltà di accesso alla finanza esterna, ad eccezione dei prestiti bancari di breve periodo. Quindi possiamo dire che risulta più probabile che all'interno di un sistema finanziario così caratterizzato, un'impresa scelga di finanziarsi attraverso il canale del credito bancario. In Italia lo sviluppo del sistema economico deriva principalmente da due fattori come la capacità delle banche nel localizzarsi e assistere fin da subito le iniziative imprenditoriali.

Capitolo 3 - La crisi finanziaria e la stretta creditizia

La Crisi Finanziaria Internazionale

In questa sezione ci andremo a concentrare sulla crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti nell'agosto del 2007 che ha poi coinvolto l'economia globale, influenzando inizialmente il sistema finanziario internazionale ma in seguito anche l'economia reale. Molti economisti la definiscono una delle più gravi crisi della storia recente vista la sua profondità ed estensione, i cui effetti avranno ripercussioni intense e prolungate nel tempo.

Anche se la crisi è iniziata a causa della diffusione dei mutui *subprime* esistono altre ragioni che hanno portato a tutto ciò ed esse risiedono nei diversi squilibri che si sono creati e diffusi negli anni precedenti. A partire dal 2003 gli intermediari finanziari hanno iniziato a concedere svariati prestiti sia a coloro che godevano di una valutazione creditizia meritevole e che offrivano garanzie, ma anche a coloro che non godevano di un adeguato merito creditizio e con una scarsa capacità di rimborso. Le ragioni principali di questo comportamento da parte degli intermediari risiedono in diversi fattori, ossia l'andamento sempre più crescente del mercato mobiliare, i bassi tassi di interesse negli USA e la cartolarizzazione. In particolare, tra il 2000 e il 2006 il prezzo degli immobili era aumentato di oltre il 130% e sulla base di questo aumento dei prezzi, il problema dell'inadempimento dei debitori subprime non venne considerato dagli intermediari dato che con la crescita del mercato immobiliare l'attività risultava conveniente e poco rischiosa. Inoltre, la FED (*Federal Reserve*) per evitare la recessione, a seguito della crisi della bolla Tech del 2000 e dell'attacco alle Torri Gemelle l'11 settembre del 2001, tra gennaio 2001 e giugno 2004, decide di abbassare il tasso di riferimento che passa dal 6% all'1%. Quindi in questa situazione, con l'incremento dei prezzi degli immobili e la forte riduzione dei tassi di interesse, le famiglie americane si sono indebitavano sempre più. Altro fattore determinante fu il processo di cartolarizzazione svolto dagli intermediari che avevano nei loro bilanci debiti, come i mutui *subprime*, costituiti quindi da un rischio ingente. Questo processo consente la trasformazione di attività finanziarie illiquide e quindi non negoziabili in strumenti finanziari negoziabili sui mercati finanziari. Con questo strumento gli intermediari hanno cambiato il loro modello di business passando dal modello classico *originat to hold* a quello *originat to distribute*. Quindi tramite questo

modello i mutui concessi venivano in seguito venduti ad un soggetto terzo, che sono le società veicolo (società concessionaria abilitata ad emettere i titoli in cui sono incorporati i crediti ceduti) o SPV (*special purpose vehicle*) che emettevano altri prodotti finanziari aventi come collaterale i mutui, i quali successivamente erano offerti sul mercato. Così facendo, le banche cedono a terzi i propri crediti in bilancio e trasmettono il rischio ad altri operatori nei mercati finanziari. Le società veicolo a loro volta, con i mutui hanno emesso gli ABS (*asset backed securities*), ossia strumenti finanziari molto simili a delle obbligazioni che corrispondono cedole a scadenza fissa agli investitori e l'importo della cedola viene definito in base ai tassi di interesse fisso o variabile. Gli ABS sono stati successivamente "impacchettati" in altri strumenti chiamati CDO (*collateralized debt obligation*), ossia titoli di debito emessi a fronte di cartolarizzazioni. Il più delle volte chi acquisiva delle quote di CDO non era a conoscenza della loro composizione effettiva, le quote dei CDO potevano a loro volta finire in altre scatole oppure in altri CDO. In questo sistema che si era sviluppato troviamo anche altri prodotti finanziari derivati: i CDS (*credit default swaps*) che rappresentano delle polizze assicurative, offerte dalle banche e dalle compagnie assicurative, di cui si sono avvalsi gli investitori per tutelarsi dai rischi di insolvenza di coloro che emettevano obbligazioni. L'insieme di questi strumenti quindi aveva generato un sistema complesso e poco trasparente. La crisi inoltre è stata alimentata anche a causa dell'alto livello di indebitamento, difatti con la cartolarizzazione le banche hanno aumentato le attività rispetto al capitale proprio (che costituisce appunto il *leverage* o effetto leva finanziaria).

I primi effetti si sono riscontrati verso la metà del 2004 quando la FED, per evitare un aumento del tasso di inflazione, ha iniziato ad aumentare il tasso di rifinanziamento, così per le famiglie che avevano ottenuto i mutui, questi sono diventati sempre più costosi e difficili da rimborsare. Inoltre, nel 2006 si è fermato l'aumento del prezzo delle case e nel 2007 è iniziato a diminuire, così in seguito a questi andamenti, le banche che avevano concesso i mutui hanno segnalato perdite consistenti. Con le prime perdite sui titoli legati ai mutui subprime è aumentata la tensione, in particolare con il fallimento della banca americana *Lehman Brothers* il 15 settembre 2008, considerato il più grande *default* che gli Stati Uniti avessero mai subito. A seguito di questo default si è verificata una crisi di fiducia nel sistema finanziario colpendo anche il mercato interbancario con conseguente incremento del tasso di interesse interbancario. Inoltre, la mancanza di fiducia e

l'aumento dei tassi interbancari ha comportato una stretta creditizia o *credit crunch* che si ripercuote su imprese e famiglie.

La crisi finanziaria si è poi trasformata in crisi economica facendo diminuire il Prodotto Interno Lordo (PIL), la produzione, i consumi e il commercio mondiale.

L'impatto della Crisi Finanziaria in Italia

La crisi finanziaria internazionale ha avuto delle ripercussioni anche in Italia, anche se non ha richiesto degli interventi urgenti. Il sistema bancario italiano è un sistema basato in particolar modo nella classica attività bancaria, ossia la sua attività principale è la concessione di prestiti alla clientela mentre le attività finanziarie sono secondarie, difatti per l'Italia la crisi ha avuto un impatto limitato rispetto alle altre banche europee.

Esistono anche altri fattori che hanno contribuito a far sì che l'impatto della crisi sulle banche italiane non fosse così violento, tra questi:

- il minor livello di indebitamento rispetto a quello degli altri paesi;
- un'adeguata soglia patrimoniale;
- l'attività svolta dalla Banca d'Italia in tema di regolamentazione del capitale e vigilanza che consente all'Italia di avere un quadro normativo esteso e prudente;
- la scarsa presenza di strumenti ibridi di capitalizzazione che ha consentito alle banche una migliore qualità patrimoniale rispetto agli altri gruppi europei. Le banche italiane non hanno infatti registrato elevate perdite derivanti dai prodotti strutturati presenti nei loro portafogli.

Le ripercussioni più evidenti per le banche italiane all'inizio della recessione sono stati il blocco delle transazioni sui mercati all'ingrosso e i rilevanti picchi al ribasso dei mercati azionari. Ma anche l'economia reale ha risentito della crisi finanziaria e le conseguenze hanno influenzato anche il portafoglio crediti delle banche.

Inoltre, è stato evidenziato come i finanziamenti sono stati concessi in modo difforme a seconda delle diverse dimensioni della banca. In particolare, le banche più grandi hanno maggiormente ridotto l'ammontare di credito erogato rispetto agli intermediari più piccoli. Le motivazioni sono riconducibili sia ad aspetti congiunturali che ad aspetti strutturali. Dal punto di vista congiunturale emergono i seguenti aspetti:

- 1) le grandi banche hanno maggiormente risentito dell'impatto della crisi, in quanto buona parte della loro provvista giunge dai mercati finanziari internazionali all'ingrosso. Inoltre, l'apertura ai mercati internazionali è stata più difficoltosa a causa dell'intuizione del rischio di controparte che ha limitato la concessione di prestiti da parte dei grandi gruppi bancari internazionali;
- 2) i grandi gruppi bancari italiani, all'avvento della crisi, erano coinvolti in processi di ristrutturazione indispensabili a seguito delle operazioni di concentrazione. A seguito degli interventi di ristrutturazione vi è stato un riesame del portafoglio crediti che ha razionalizzato le esposizioni dei debitori precedentemente affidati dalle banche che hanno preso parte al processo;
- 3) le grandi banche rispetto agli altri intermediari possiedono una dotazione patrimoniale limitata e un livello di indebitamento più ingente.

Per quanto riguarda l'aspetto strutturale emerge invece:

- 1) le banche di minori dimensioni valutano il merito di credito avvalendosi delle informazioni ottenute dal contatto diretto con il cliente, informazioni non solo quantitative, ma anche qualitative. Questo consente di soddisfare meglio le esigenze di finanziamento delle imprese di piccole e medie dimensioni, la cui valutazione del merito di credito non è così agevole. Si differenziano dalle imprese di grandi dimensioni per il più basso grado di capitalizzazione, per la più delimitata attitudine all'investimento e per una redditività più moderata. Proprio per le caratteristiche di queste tipologie di imprese le informazioni qualitative hanno un valore aggiunto rispetto alle altre;
- 2) le banche di maggiore dimensione non hanno ancora individuato un modello organizzativo in grado di soddisfare in modo appropriato le necessità delle imprese di minore dimensione. Prima dell'avvio della recessione sono state compiute alcune iniziative in tal senso, tuttavia alcune di esse non sono ancora state definite.

Gli effetti della crisi sul relationship lending

Come visto precedentemente la crisi finanziaria *subprime* è stata innescata dal fallimento della banca d'affari *Lehman Brothers* nel 2008 e ha portato conseguenze sia sul piano economico che sul piano finanziario. A seguito del fallimento della banca d'investimento della *Lehman Brothers* si è verificata la caduta dei finanziamenti a breve all'interno del mercato interbancario che ha generato aspettative di una contrazione generale del credito. Le conseguenze delle restrizioni creditizie sull'economia reale possono essere decisamente gravi, difatti le recessioni di natura finanziaria si sono dimostrate molto profonde con la contrazione degli investimenti e dell'occupazione dovuta a causa della stretta creditizia (Jordà et al. 2013).

Uno dei modi tramite il quale le imprese cercano di superare le conseguenze delle restrizioni creditizie è il relationship lending, che si distingue come uno dei più importanti (Petersen e Rajan (1994), Berger e Udell (1992)). Le ripetute interazioni tra banca e impresa derivanti dai rapporti di prestito facilitano l'acquisizione da parte del finanziatore di soft information che possono mitigare le asimmetrie informative, difatti l'efficacia del relationship lending nel riequilibrare le fluttuazioni del credito e nell'assicurare liquidità alle imprese, anche in caso di crisi, è ormai consolidata come affermano Sette e Gobbi (2015) e Bolton et al (2016). Tuttavia, la misura in cui l'erogazione di prestiti relazionali consente alle imprese di mantenere elevati gli investimenti e i tassi di utilizzo del lavoro durante le crisi rimane un'importante questione ancora aperta.

Su questa tematica risulta di grande rilievo lo studio svolto da Banerjee, Gambacorta e Sette, i quali analizzano se le imprese con solide relazioni bancarie hanno registrato durante la crisi maggiori investimenti e tassi di utilizzo del lavoro più elevati rispetto ad altre imprese, fornendo così una prova diretta degli effetti reali del relationship lending. Gli autori dopo aver stabilito che, in un periodo di crisi, le banche forniscono più credito alle imprese con relazioni più lunghe, mostrano come funziona questo sostegno, in particolare analizzano se i rapporti più lunghi tra banca e impresa influiscono maggiormente sulla quantità e sul prezzo del credito. In secondo luogo, verificano se questo si traduce in maggiori investimenti e maggiore occupazione.

Gli autori inoltre si concentrano su un'altra questione importante, ossia se il supporto fornito dalle relazioni bancarie sia diverso quando il sistema bancario è sottoposto a uno

shock sistemico. In particolare, viene effettuato un confronto tra gli effetti dei relationship lending dopo la crisi del debito sovrano europeo e dopo lo shock da default di Lehman. Il primo ha rappresentato uno shock sistemico sia per l'economia italiana che per il sistema bancario, minacciando la sopravvivenza stessa delle banche, mentre il secondo ha interessato solo indirettamente il sistema bancario italiano soprattutto attraverso il mercato interbancario.

A priori, non è chiaro in che modo uno shock sistemico del sistema bancario possa incidere sul relationship lending. Da un lato, in un periodo di incertezza macroeconomica, le informazioni private derivanti dalle relazioni bancarie potrebbero rivelarsi particolarmente preziose nella valutazione della qualità dei prestiti e questo aumenterebbe l'offerta di credito alle imprese con forti relazioni bancarie. D'altro canto, quando aumenta la probabilità di insolvenza della banca, il valore futuro dei rapporti continuativi sarà più fortemente scontato in quanto la banca potrebbe non essere vicina a raccogliere i benefici e questo intaccherebbe gli effetti isolanti dell'offerta di credito da parte delle banche.

I risultati mostrano che, a seguito dello shock da insolvenza di Lehman, le banche hanno riservato l'offerta di credito alle imprese con le quali intrattenevano rapporti bancari più lunghi e ad un costo inferiore. Dopo la crisi del debito sovrano europeo, alcune evidenze mostrano che la concessione dei prestiti esclusivamente alle imprese con i rapporti più solidi sono ulteriormente aumentati. Le imprese hanno utilizzato questo isolamento per mantenere investimenti maggiori rispetto alle imprese con relazioni più deboli.

Durante la crisi finanziaria le banche hanno indirizzato il credito verso i rapporti che avevano il maggior valore pre-crisi. In particolare, le banche hanno fornito maggiori prestiti alle imprese che pagavano tassi d'interesse del credito più elevati prima della crisi, dunque le imprese che hanno pagato di più per mantenere i rapporti prima della crisi finanziaria sono state ricompensate con un maggiore isolamento dell'offerta di credito durante la crisi. Questo quindi ha sostenuto sia gli investimenti che l'occupazione.

In termini di durata dei rapporti durante uno shock bancario sistemico, si è notato come solo i rapporti con le banche ben capitalizzate hanno permesso l'isolamento dell'offerta di credito alle imprese, mentre non ci sono prove che le banche scarsamente capitalizzate abbiano isolato l'offerta alle imprese con rapporti più forti, il che è coerente con la forte riduzione del valore dei rapporti.

Concludendo, lo studio di Banerjee, Gambacorta e Sette riporta che a seguito dello shock da default di Lehman, le imprese che avevano intrattenuto rapporti più lunghi con le banche hanno registrato una maggiore crescita del credito e una riduzione dei tassi d'interesse sia sulle linee di credito rotativo che sui prestiti a termine. Inoltre, gli effetti isolanti del credito relazionale si sono verificati anche durante la crisi del debito sovrano europeo. In termini di effetti reali, risulta che, a seguito del default della Lehman, le imprese che hanno mantenuto rapporti bancari più lunghi hanno utilizzato l'isolamento per ottenere una maggiore crescita degli investimenti e del tasso di occupazione. Tuttavia, l'isolamento dell'offerta di credito alle imprese si è verificata solo per le imprese all'interno di relazioni solide e durature con le banche meglio capitalizzate. Vi sono inoltre prove del fatto che le banche hanno fornito un maggiore isolamento nei confronti dei rapporti più preziosi, che hanno avuto effetti reali di investimento e occupazione.

Il fenomeno del Razionamento del Credito

Il razionamento del credito è un fenomeno che si presenta nel momento in cui la richiesta di prestiti eccede l'offerta, quindi nel momento in cui il tasso di interesse è minore di quello di equilibrio. Possiamo definire due tipologie di razionamento del credito, in base al tipo di squilibrio: il razionamento dinamico nei casi in cui si ha un eccesso temporaneo della domanda, mentre il razionamento di equilibrio si riscontra quando l'eccesso di domanda è permanente.

La letteratura propone diversi studi riguardo la comprensione delle cause del razionamento del credito. Inizialmente si supponeva che la rigidità dei prezzi fosse a causa di elementi esterni, mentre poi l'attenzione si è spostata sulle asimmetrie informative, procedendo quindi all'endogeneizzazione del fenomeno.

Secondo Hodgman (1960), fissato un certo importo del credito, anche se si verificasse un aumento del tasso di interesse, questo non può controbilanciare le perdite attese derivanti dall'incremento del rischio di insolvenza, che viene associato all'ammontare del finanziamento concesso.

Questo modello però contiene delle restrizioni in quanto considera solo i fattori esogeni per spiegare il razionamento del credito e non considera invece le logiche del comportamento delle banche. Il risultato quindi implica che è necessario giungere a delle soluzioni per far sì che i fattori che rendono "imprecisa" la differenziazione della clientela

vengano endogenizzati.

Riassumendo, secondo le teorie di Hodgman oltre un determinato ammontare del prestito si presenta una forte probabilità di insolvenza del credito.

Nella seconda metà degli anni '70 si sono sviluppati dei modelli basati sulle asimmetrie informative, sia ex-post che ex-ante, per spiegare il del razioneamento del credito e che superano le idee di Hodgman.

Il modello di Stiglitz e Weiss

Il modello di Stiglitz e Weiss (1981) risulta uno delle teorie principali riguardo il razioneamento del credito e afferma che in presenza di asimmetrie informative possono verificarsi selezione avversa o moral hazard che danno luogo al razioneamento del credito. Nel loro studio, gli autori analizzano le conseguenze dell'asimmetria informativa nel mercato dei capitali e affermano che in determinate condizioni di mercato può verificarsi il razioneamento del credito, ossia in presenza di equilibrio e di informazione imperfetta. Questa tesi è contrastante con i principi teorici dell'economia, secondo i quali l'incontro tra domanda e offerta genera equilibri di mercato.

Considerando il fenomeno della selezione avversa, che si verifica a causa di asimmetria informativa ex-ante, gli autori affermano che questa mancanza di informazioni va ad influire nelle decisioni degli intermediari, i quali non sono in grado di distinguere progetti di investimento con rendimento uguale ma livello di rischiosità differente. Quindi è possibile affermare che i soggetti avvantaggiati sono i prenditori di fondi, mentre gli intermediari, che di conseguenza sono molto più prudenti, risultano svantaggiati. Difatti gli intermediari che non riescono ad ottenere delle informazioni dettagliate sui debitori, come l'attitudine imprenditoriale, la rischiosità e la capacità di far fronte agli obblighi di rimborso, risultano più prudenti nella concessione del credito, in particolare il credito viene concesso ad un tasso di interesse maggiore o uguale a quello insito nella rischiosità media dei progetti di investimento analizzati. Stiglitz e Weiss sostengono che le banche condizionano la qualità dei progetti tramite lo screening svolto sui soggetti che richiedono finanziamenti, nel dettaglio, gli autori sostengono che a parità di ammontare, ogni tasso di interesse fissato dall'intermediario genera due effetti:

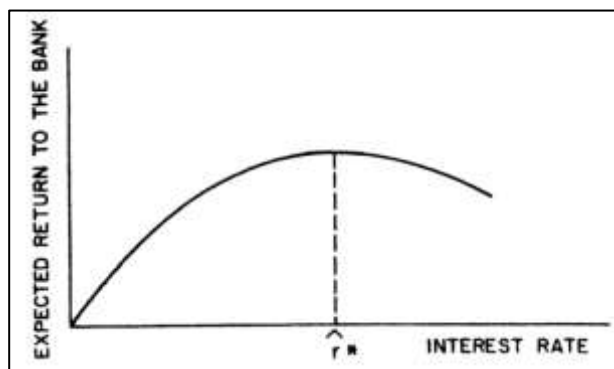
- un “effetto di incentivo positivo” ossi l'aumento del rendimento atteso dalla banca, purché i prenditori di fondi si dimostrino solvibili (all'aumentare del tasso

di interesse aumenta il profitto realizzato dalla banca).

- influisce negativamente sulla qualità dei progetti finanziati dall'intermediario. All'aumentare del tasso di interesse i mutuatari meno rischiosi, ossia i soggetti che presentano progetti di investimento con un livello di rischio/rendimento più basso, vengono spinti a non accettare tassi di interesse così alti e quindi a rinunciare alla domanda di credito, si parla in questo caso di “*adverse selection effect*”. Quindi questo effetto incoraggia i prenditori di fondi a presentare progetti più rischiosi e con un rendimento maggiore, si parla in tal caso di “azzardo morale”.

Come si evince dal grafico X il tasso di rendimento atteso dalla banca non è funzione monotona crescente del tasso di interesse.

Grafico X: Relazione non monotona tra tasso di interesse richiesto e rendimento atteso dalla banca.



Fonte: Stiglitz e Weiss (1981)

Nel dettaglio, il grafico mostra che quando il tasso di interesse richiesto dalla banca (r) assume valori relativamente bassi allora l'effetto incentivo positivo prevale sia sull'effetto di selezione avversa che sull'effetto di azzardo morale e di conseguenza il tasso di rendimento atteso dell'intermediario finanziario aumenta all'aumentare del tasso di interesse. Viceversa, quando il tasso di interesse richiesto dalla banca (r) assume valori relativamente alti l'effetto negativo costituito dalla selezione avversa e dall'azzardo morale domina l'effetto di incentivo positivo e quindi il rendimento atteso della banca diminuisce all'aumentare del tasso di interesse e la funzione diventa decrescente. Dunque affinché la banca eviti che i profitti attesi si riducano essa fisserà un tasso di interesse che

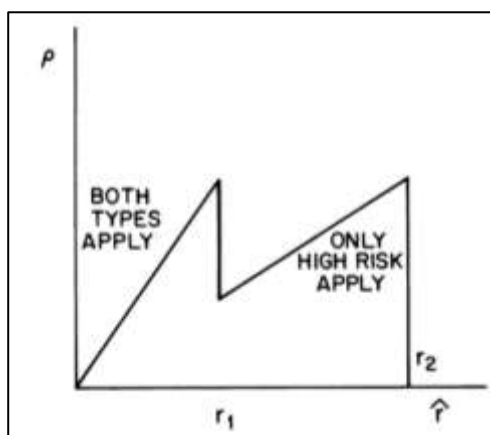
massimizzi il proprio rendimento atteso(r^*).

Nel mercato del credito, in presenza di asimmetrie informative il sistema secondo cui l'eccesso di domanda fa aumentare il prezzo fino ad un punto in cui vi è uguaglianza tra domanda e offerta non risulta valido, infatti la miglior soluzione che la banca può attuare, per riequilibrare il mercato, è quella di razionare il credito ogni volta che l'eccesso di domanda porta il tasso di interesse sopra di r^* . Per la banca non risulta conveniente aumentare l'offerta di credito e fissare un tasso di interesse maggiore di r^* dato che questo comporterebbe una minore qualità dei progetti che diventerebbero molto rischiosi e la diminuzione del rendimento atteso della banca. Dunque, tutte le volte che il tasso di interesse supererà il rendimento atteso ottimale per la banca si verificherà un razionamento del credito.

Considerando due diverse tipologie di mutuatari che differiscono per la loro rischiosità è possibile comunque utilizzare la relazione tra tasso di interesse e rendimento atteso della banca. Definiamo la prima tipologia di mutuatari costituita da soggetti poco rischiosi, quindi disposti a prendere a prestito ad un tasso di interesse pari ad r_1 , mentre la seconda da soggetti che sono più rischiosi e disposti a prendere a prestito al tasso r_2 , ossia un tasso superiore a r_1 . Se il tasso venisse alzato ad un livello superiore ad r_1 il credito verrebbe concesso soltanto ai mutuatari più rischiosi e che sono meno affidabili, ma sarebbero gli unici ad accettare un tasso così elevato. In questa situazione verrebbero quindi esclusi i debitori meno aleatori e quindi più affidabili.

Come emerge dal grafico Y il rendimento atteso dalla banca non è funzione monotona del tasso di interesse, in quanto, aumentando il tasso di interesse una tipologia di mutuatari viene meno causando un crollo del tasso di rendimento atteso della banca. In particolare, all'aumentare del tasso di interesse i primi che lasciano il mercato sono i mutuatari meno aleatori e successivamente quelli più rischiosi, dunque la banca subisce la diminuzione del suo rendimento atteso.

Grafico Y: Relazione non monotona tra tasso di interesse richiesto e rendimento atteso dalla banca



Fonte: Stiglitz e Weiss (1981)

Abbiamo visto che, secondo la teoria di Stiglitz e Weiss, la presenza di asimmetrie informative nel mercato creditizio fa sì che il tasso di equilibrio non corrisponde al punto in cui vi è uguaglianza tra domanda e offerta di fondi, ma quello in cui la banca massimizza il proprio rendimento atteso. Se la domanda di fondi è maggiore dell'offerta si verrebbe a creare una situazione di razionamento del credito.

Come detto in precedenza, il razionamento del credito può derivare anche da asimmetrie informative ex-post che generano effetti di moral hazard. Secondo il modello di Stiglitz e Weiss il tasso di interesse influisce sulle scelte del prenditore di fondi. Infatti, un aumento dei tassi porta i prenditori di fondi a scegliere i progetti più rischiosi, mentre la scelta ottimale per la banca vorrebbe che i mutuatari scelgano gli investimenti più sicuri e non quelli rischiosi. Le due controparti presentano obiettivi diversi dati i differenti interessi, gli intermediari oltre a voler ottenere un certo rendimento hanno anche come obiettivo quello di individuare la probabilità di fallimento del debitore, mentre i mutuatari mirano ad ottenere profitti dall'investimento in modo da rimborsare il prestito. Per il conseguimento di tali obiettivi la banca fissa un livello di indebitamento che ritiene ottimale per le sue scelte chiudendo le possibilità di offrire progetti ad un tasso superiore, dato che questa soluzione incentiverebbe le imprese a scegliere investimenti più rischiosi con la conseguente diminuzione delle probabilità di rimborso.

Aspetti critici del modello di Stiglitz e Weiss

Per spiegare il fenomeno del razionamento, gli autori adottano diverse ipotesi per semplificare lo scenario reale. Proprio l'adozione di queste ipotesi è stata criticata in quanto sono state considerate troppo semplificative.

Nel modello, per esempio, si esclude che le garanzie collaterali possano essere utilizzate come strumento di discriminazione della clientela. Questa critica è stata mossa da Bester (1984), secondo il quale se le banche riuscissero a discriminare proponendo sul mercato vari contratti, con combinazioni diverse di tasso e garanzie, tramite il meccanismo di self-selection tipico della discriminazione identificherebbero i clienti più affidabili e meno rischiosi, annullando così casi di razionamento.

La seconda ipotesi contestata riguarda l'esogeneità della dimensione dei prestiti e dei progetti assunta; Gale e Hellwing (1985) affermano che il razionamento di equilibrio esiste, tuttavia dimostrano come la dimensione del prestito e del progetto sia variabile perchè oggetto di contrattazione tra le parti.

Anche l'ipotesi di contratti uniperiodali risulta irrealistico, dato che di solito le relazioni tra banca e clienti si estendono per più periodi. Tuttavia in presenza di contratti multiperiodali i processi di moral hazard e adverse selection continuano ad agire, anche se gli intermediari tramite il monitoring possono mitigarli.

Ultima ipotesi contestata è quella che considera l'asimmetria informativa come un dato immutabile. Questa ipotesi non considera il fatto che uno dei principali compiti dell'intermediazione finanziaria sia la produzione di informazioni e la sua capacità di discriminare la qualità dei clienti "ex-ante". Williamson ha dato il suo contributo alla letteratura sulle asimmetrie informative affermando che l'origine della banca sia dovuto all'esistenza di economie di scala nell'esercizio dell'azione di monitoring sui progetti finanziari. Dunque, Williamson con questa affermazione ha accettato implicitamente che il compito della banca è anche la produzione di informazioni.

Il fenomeno del razionamento del credito può essere illustrato anche attraverso modelli differenti, data la presenza di altre ricerche sulla tematica. Ci si è concentrati sul modello di Stiglitz e Weiss dato che questo rappresenta la base dei futuri studi successivi e di riformulazioni partendo dalle critiche viste.

La stretta creditizia durante la crisi

Durante il periodo della crisi finanziaria il rallentamento del credito è attribuibile a diversi fattori come il crollo del settore immobiliare, la caduta della spesa per consumi ed investimenti e l'inasprimento del merito creditizio della clientela bancaria, oltre alle agitazioni che hanno coinvolto i mercati dei capitali. Dato che la diminuzione del credito dipende da questi diversi fattori, risulta complicato affermare se la diminuzione dei finanziamenti sia riconducibile ad un restringimento della domanda da parte delle imprese oppure ad un contenimento dell'offerta da parte delle banche. Il termine inglese "credit crunch" vuol dire stretta del credito ed indica un calo dell'offerta di credito, tuttavia la letteratura fornisce una pluralità di definizioni di credit crunch che si differenziano a seconda delle cause che hanno fatto sì che si verificasse una riduzione dei finanziamenti concessi dagli intermediari finanziari. Secondo quanto stabilito da Bernanke e Lown (1991) il credit crunch è una significativa traslazione verso sinistra della curva di offerta di credito bancario, a parità di tasso di interesse e di merito di credito di potenziali debitori.

Domaç e Ferri (2002) studiando la recessione dell'economia asiatica del 1997-1998 definiscono dei fattori indicativi di *credit crunch*:

- riduzione eccessiva dei finanziamenti alle PMI;
- incremento del tasso di rifiuto delle domande di credito;
- crescita del tasso di interesse reale;
- aumento dello spread tra tasso di interesse relativo ai prestiti e tasso risk-free;
- diminuzione dei tempi di scadenza dei prestiti;
- notevole rallentamento dei tassi di crescita degli impieghi;
- caduta delle linee di credito accordate;
- perdita della qualità dei depositanti sia a livello di banche nazionali sia tra banche nazionali e banche estere
- perdita della qualità delle banche.

Come visto precedentemente il credit crunch si verifica a seguito di una minore possibilità di accedere al credito, ma questo non a causa dell'aumento dei tassi di interesse stabiliti dalle autorità monetarie centrali, dunque il credit crunch deriva da cause che sono interne al sistema bancario e finanziario. Infatti, per individuare la stretta creditizia sarebbe

opportuno che non si verificasse alcuna variazione dei tassi di interesse ufficiali dato che questa andrebbe ad influire sul sistema bancario non riuscendo così a cogliere le conseguenze dei fattori interni. Verso la fine del 2008, però, le banche centrali hanno fortemente ridotto i tassi di interesse ufficiali e hanno messo a disposizione una quantità illimitata di fondi, incrementando le possibilità di domanda e offerta di credito. Tuttavia, in condizioni normali questi interventi andrebbero ad aumentare il numero dei prestiti concessi, ma questo in realtà non si è verificato e rappresenta quindi un primo elemento di possibile credit crunch. Un secondo fattore di credit crunch è la scarsa fiducia all'interno del sistema bancario, che è alla base della crisi finanziaria, difatti la mancanza di fiducia tra banche causa di conseguenza una scarsa fiducia nei confronti delle imprese che richiedono finanziamenti. Per stabilire se si è o meno in presenza di credit crunch si osserva l'andamento dei prestiti, è possibile affermare che se questi crescono sicuramente non si sta verificando una stretta creditizia, mentre quando i prestiti decrescono non si può affermare con certezza la presenza di credit crunch, anche se crolla contemporaneamente, con la stessa intensità o con forza maggiore, l'attività economica. In una situazione di questo tipo si verificherebbe una diminuzione dei prestiti dovuta ad una minore domanda di credito e non offerta di credito. In Italia, oltre alla riduzione dei prestiti, si è verificata una contrazione del PIL e una minore domanda di beni di consumo durevoli e di investimento, dunque basandosi semplicemente su questi dati quantitativi sorge il dubbio che non si sia verificato un fenomeno di credit crunch, ma che la diminuzione dei prestiti sia imputata ad una diminuzione della domanda.

Capitolo 4 -Analisi empirica sulle imprese italiane

Nel presente capitolo vengono presentati i risultati della stima del modello econometrico a partire dai dati raccolti. L'obiettivo è quello di valutare quantitativamente gli effetti che le variabili indipendenti prese in considerazione sortiscono sulla variabile dipendente da noi selezionata.

Nello specifico, tramite i risultati ottenuti saremo in grado di comprendere le dinamiche di concessione del credito bancario alle imprese. Come detto in precedenza il ciclo economico è stato decisamente influenzato dalla crisi bancaria e finanziaria a partire dalla fine del 2007. Nell'analisi il 2007 è stato considerato come spartiacque di due periodi, ossia il primo che va dal 1998 al 2006 ed il secondo che va dal 2007 al 2009, così da evidenziare meglio le differenze plausibili generate dall'evoluzione del ciclo economico. Tramite questa analisi si vuole osservare se e come le banche hanno cambiato il metodo di valutazione delle imprese in base all'andamento macroeconomico. Nel condurre l'analisi dei risultati si deve considerare che le variabili patrimoniali, data la situazione di crisi e di stallo dell'economia, possono essere influenzate a causa di una contrazione del credito da parte delle banche (dunque una riduzione dei finanziamenti attraverso il lending channel), situazione che può essere ulteriormente aggravata dal peggioramento dei bilanci delle imprese, rendendole quindi meno solide e non profittevoli (balance sheet channel). Tuttavia, è necessario considerare anche il lato della domanda, dato che a causa di un rallentamento dell'economia le imprese potrebbero chiedere meno finanziamenti in quanto sono meno propense ad intraprendere nuovi progetti a lungo termine o nuovi investimenti. Nel considerare come variabile dipendente la percentuale di credito effettivamente concesso dalle banche si considerano sia i rallentamenti provenienti dal lato della domanda che le restrizioni derivanti dal lato dell'offerta di credito.

L'obiettivo del lavoro è analizzare quali siano le caratteristiche delle imprese che maggiormente condizionano gli istituti bancari nell'emettere finanziamenti. Le variabili esplicative utilizzate per condurre quest'indagine sono state selezionate dai bilanci aziendali oppure ottenute dall'elaborazione di alcune voci di bilancio al fine di ottenere indici di bilancio.

Le analisi sono state svolte prendendo in riferimento un campione di 88620 imprese, tutte manifatturiere, che vanno dal settore 10 al settore 33 della classificazione ATECO 2007.

Per valutare meglio la concessione del credito le imprese sono state suddivise in base alla Raccomandazione 2003/361/CE in piccole, medie e grandi imprese. In questo modo si è potuto analizzare e confrontare se, e come, la dimensione aziendale possa in qualche modo influire negativamente nella decisione della banca di concedere il credito richiesto.

La raccomandazione 2003/361/CE

La raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 124 del 20 maggio 2003, costituisce l'unico riferimento autentico per determinare le condizioni relative alla qualifica di PMI. La definizione di PMI prende in considerazione i tre criteri seguenti:

- numero dipendenti;
- fatturato annuo;
- totale di bilancio annuo.

Per essere considerata una PMI, è obbligatorio soddisfare il criterio del numero di effettivi. Tuttavia, un'impresa può scegliere di soddisfare il criterio del fatturato o il criterio del totale di bilancio. L'impresa non deve soddisfare entrambi i requisiti e può superare una delle soglie senza perdere la sua qualifica di PMI.

La definizione offre questa possibilità di scelta poiché il fatturato delle imprese che operano nel settore del commercio e della distribuzione, per la loro stessa natura, è più elevato di quelle del settore manifatturiero. L'opportunità di scegliere tra questo criterio e quello del totale di bilancio, che rappresenta il patrimonio totale di un'impresa, consente di trattare in modo equo le PMI che svolgono diversi tipi di attività economica. Confrontando i suoi dati con le soglie stabilite per i tre criteri, un'impresa può determinare se è una microimpresa, una piccola o una media impresa.

- Le microimprese sono definite come imprese con meno di 10 occupati e che realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro.
- Le piccole imprese sono definite come imprese con meno di 50 occupati e che realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro.

- Le medie imprese sono definite come imprese con meno di 250 occupati e che realizzano un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

Categoria d'impresa	Effettivi: unità lavorative-anno (ULA)	Fatturato annuo	Totale di bilancio annuo
Medie	< 250	≤ 50 milioni di EUR (nel 1996: 40 milioni di EUR)	≤ 43 milioni di EUR (nel 1996: 27 milioni di EUR)
Piccole	< 50	≤ 10 milioni di EUR (nel 1996: 7 milioni di EUR)	≤ 10 milioni di EUR (nel 1996: 5 milioni di EUR)
Micro	< 10	≤ 2 milioni di EUR (precedentemente non definito)	≤ 2 milioni di EUR (precedentemente non definito)

Il modello stimato

Per condurre l'analisi si è deciso di considerare il modello di regressione ad effetti fissi (*FE: Fixed Effects*) che tiene conto della natura longitudinale dei dati, tale per cui la variazione tra le entità ($i = Imprese$) non si assume essere casuale e priva di correlazione con le variabili del modello. Il ricorso al modello citato è legato principalmente al fatto che i dati con cui trattiamo sono disponibili sottoforma di *panel*, dunque le osservazioni cambiano tra le varie entità oltre che nell'orizzonte temporale.

Modello di regressione con effetti fissi:

$$Y_{it} = \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + \alpha_i + u_{it}, \quad \text{con } i=1, \dots, n \text{ e } t=1, \dots, T,$$

dove Y_{it} è la variabile dipendente, $X_{1,it}$ è il valore del primo regressore per l'entità i al tempo t , $X_{2,it}$ è il valore del secondo regressore e così via, β_1, \dots, β_k sono i coefficienti

stimati dei regressori, $\alpha_1, \dots, \alpha_n$ sono le intercette specifiche per ciascuna entità, u_{it} è il termine di errore. Come detto si tratta di dati panel, ossia di un insieme di dati in cui per ogni entità (ciascuna società) si dispone di informazioni per ciascuna variabile per ciascun anno:

Nome unità	Anno	Variabile 1	Variabile 2	Variabile 3	...	...	Variabile 9
Società α	2010	...	...	...			...
Società α	2009	...	...	...			...
.	.						
.	.						
.	.						
...	...						
Società β	2010	...	...	...			...
Società β	2009	...	...	...			...
.	.						
.	.						
.	.						

Dati panel

Le variabili utilizzate

La variabile dipendente **Bankdebt share** è calcolata come rapporto percentuale tra i debiti bancari e i debiti totali di bilancio, questa variabile rappresenta la percentuale di credito effettivamente concesso dalle banche alle imprese rispetto a i debiti totali. Il debito bancario risulta essere nel campione la variabile che incide maggiormente in termini percentuali sull'ammontare del debito contratto, si intende la somma delle voci D.1 (Obbligazioni), D.2 (Obbligazioni convertibili), D.3 (Debiti verso soci per finanziamenti), D.4 (Debiti verso banche) e D.8 (Debiti rappresentati da titoli di credito). Non si considerano le voci D.9 (Debiti verso imprese controllate), D.10 (Debiti verso imprese collegate) e D.11 (Debiti verso imprese controllanti) perché ricomprendono anche debiti di natura commerciale.

La prima variabile esplicativa è la dimensione dell'impresa, misurata come logaritmo naturale del totale attivo dell'impresa in migliaia di euro e denominata **Ln(size)**. Come discusso in precedenza, le dimensioni dell'impresa sono state considerate un fattore che ha influenzato le decisioni di finanziamento delle imprese, difatti viene considerata in vari studi svolti da parte di Gertler e Gilchrist (1994), Oliner e Rudebusch (1996), Kashyap et al. (1996), Atanasova e Wilson (2004) e Bougheas et al. (2006).

La seconda variabile è il logaritmo naturale dell'età dell'impresa, denominato *Ln(age)*. La nostra misura dell'età è la differenza tra l'anno in corso e la data "impostata" che appare nel database AIDA per ogni azienda. Di solito, le imprese più anziane hanno stabilito un track record che tutti i finanziatori possono valutare, quindi questi effetti sulla reputazione possono portare a una minore concessione di finanziamenti bancario. Pertanto, i modelli teorici suggerirebbero una relazione negativa tra l'età dell'impresa e la dipendenza dal debito bancario. Tuttavia, alcuni studi empirici, come Bougheas et al. (2006), mostrano una relazione positiva con i rapporti di indebitamento a breve e a lungo termine, suggerendo che le imprese più anziane hanno semplicemente un maggiore accesso a finanziamenti esterni di ogni tipo.

La terza variabile esplicativa è il rapporto tra le immobilizzazioni materiali dell'impresa e le attività totali, denominata *Tangibility*, ed è intesa come una misura indicativa delle garanzie reali disponibili dell'impresa. Diversi modelli, come quello di Bougheas et al. (2006), suppongono che le imprese con attività più tangibili in percentuale del totale delle attività abbiano un più facile accesso al credito non bancario, ad esempio dal mercato dei capitali, il che implica una relazione negativa con i finanziamenti bancari. Tuttavia, la teoria del trade-off individua una relazione positiva tra questa determinante e la variabile dipendente. Le immobilizzazioni materiali essendo più facilmente liquidabili rispetto agli asset intangibili in caso di esigenza di liquidità da parte della società, vengono viste come una forma di assicurazione da parte dei portatori di interessi, difatti in caso di crisi finanziaria possono essere liquidate per far fronte agli impegni inderogabili della società. Si tratta quindi di una variabile legata ai cosiddetti costi del dissesto finanziario che variano proprio a seconda del tipo di attività detenute dalle società, più le immobilizzazioni materiali incidono sul totale dell'attivo, più i costi del dissesto finanziario diminuiscono e conseguentemente aumenta la possibilità da parte della società di contrarre debito godendo dei relativi vantaggi a costi contenuti.

La quarta variabile considerata è una variabile fiscale, che considera gli effetti degli scudi fiscali da ammortamento, chiamata nel modello *NDTS (No Debt Tax Shield)*. Facendo riferimento alla teoria del trade-off e alle sue implicazioni, la presenza di vantaggi fiscali connessi a elementi diversi dalla deducibilità degli interessi passivi, potrebbe comportare una diminuzione dell'ammontare di debito, in quanto il vantaggio fiscale che si ottiene da quest'ultimo può essere raggiunto in maniera diversa grazie alle opportunità date dalla

legislazione fiscale, e senza sopportare i costi legati all'indebitamento. Si può supporre quindi una relazione negativa tra la variabile *NDTS* e la variabile dipendente. Tuttavia, bisogna considerare che con questa variabile si possono anche rilevare effetti derivanti dall'entrata in vigore della legge Finanziaria 2008 sugli ammortamenti anticipati, in particolare la legge Finanziaria per il 2008 abolendo l'istituto dell'ammortamento anticipato va teoricamente a rendere meno potente il contrappeso al vantaggio connesso all'indebitamento.

La quinta variabile esplicativa è una misura della redditività, ***Profitability (ROA)***, per la quale si è preferito seguire la costruzione effettuata dallo studio di Frank M. Z., Goyal V. K. (2009), che utilizzano il rapporto tra l'earning before interest and taxes sul total asset. La teoria del trade-off e quella dell'ordine di scelta predicono un segno opposto per descrivere la relazione tra la variabile e il rapporto tra debito bancario e il totale delle attività. La prima infatti ipotizza una relazione positiva in quanto un'impresa a redditività elevata si presume in grado di far fronte ai propri debiti in maniera più puntuale rispetto ad un'impresa a bassa redditività o addirittura in perdita. Ciò rende l'impresa a minor rischio di dissesto finanziario e in grado di reperire debito nel mercato più facilmente e ad un minor costo, in quanto verrà vista come più affidabile. Secondo la teoria dell'ordine di scelta la prima fonte a cui un'impresa attinge per supportare la propria attività e progetti, è interna, ossia reinveste gli utili prodotti per autofinanziarsi; solo se tale fonte si esaurisce ricorre a fonti esterne, emettendo obbligazioni o contraendo debito, e successivamente emettendo nuove azioni. A maggior redditività corrisponde quindi una minore probabilità di dover ricorrere al finanziamento esterno, e quindi anche al debito.

La sesta variabile considerata, denominata ***Liquidity***, è il rapporto tra attività liquide e passività correnti. Come evidenziato nel modello di Lago, Salas e Lopez del 2007, la liquidità è un sostituto diretto del finanziamento esterno, il che suggerisce una relazione negativa con il finanziamento bancario.

La variabile successiva è uno dei fattori di analisi per valutare la solidità patrimoniale, ossia l'indice d'indipendenza finanziaria (***Financial independence***), che mette in relazione il patrimonio netto al totale delle attività, rappresentando la capacità aziendale di autofinanziarsi e quindi il suo ricorso al debito. Solitamente si ritiene buono un valore di quest'indice che superi il 60%, mentre è considerato sufficiente un valore superiore al 30%. Quando l'azienda presenta un valore dell'indice minore del 30% è segno di un forte

squilibrio interno. Quindi, la relazione attesa con la componente bancaria del debito è negativa.

L'ottava variabile indipendente che viene considerata nel modello è la variabile **Growth rate** che si riferisce al tasso di crescita percentuale dei ricavi da vendite, considerato anche in altri studi come un buon proxy per la valutazione della concessione di finanziamenti alle aziende, difatti può essere considerato un indice di affidabilità dell'impresa che riesce ad ottenere un tasso di crescita delle vendite anche in un periodo di crisi economica.

Inoltre, sono state create due variabili dummies **P** e **MG**, per effettuare le interazioni nei vari modelli. In particolare, la variabile P contraddistingue le piccole imprese, mentre la variabile MG si riferisce alle medie e grandi imprese.

Infine, per poter valutare al meglio l'effetto delle variabili indipendenti sulla variabile dipendente, è necessario utilizzare un termine di interazione che permetta di considerare il cambiamento della variabile indipendente durante la **crisi**. Questo termine di interazione sarà misurato moltiplicando la variabile dummy, denominata crisi (uguale a 1 dal 2007 al 2010 e 0 negli altri anni), con tutte le variabili indipendenti.

Attraverso i dati raccolti dal database AIDA si costruisce il dataset, ossia per ogni impresa e per ciascun anno si costruiscono le variabili così come indicato precedentemente. Di seguito si riporta una tabella riassuntiva che indica il metodo di calcolo di ciascuna di esse:

	METODO DI CALCOLO
VARIABILE DIPENDENTE	
Bankdebt share	$\frac{\text{Debiti bancari}}{\text{Debiti totali}}$
VARIABILI INDIPENDENTI	
Ln(size)	Ln(Totale attivo)

Ln(age)	$Ln(\text{anno valutazione}-\text{anno costituzione})$
Tangibility	$\frac{\text{Immobilizzazioni}}{\text{Totale attivo}}$
NDTS	$\frac{\text{Costo ammortamento}}{\text{Totale attivo}}$
Profitability	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Totale attivo}}$
Liquidity	$\frac{\text{Attività liquide}}{\text{Passività correnti}}$
Financial independence	$\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Totale attivo}}$
Growth rate	$\frac{\text{Ricavi da vendite}_t - \text{Ricavi da vendite}_{t-1}}{\text{Ricavi da vendite}_{t-1}}$
Crisi	$\begin{cases} 1 \rightarrow \text{anno 2007, 2008, 2009, 2010} \\ 0 \rightarrow \text{altrimenti} \end{cases}$
P	$\begin{cases} 1 \rightarrow n^\circ \text{ dipendenti} < 50 \text{ e Tot di bilancio} \leq 10\text{M}\text{€} \\ 0 \rightarrow \text{altrimenti} \end{cases}$
MG	$\begin{cases} 1 \rightarrow n^\circ \text{ dipendenti} \geq 50 \text{ e Tot di bilancio} > 10\text{M}\text{€} \\ 0 \rightarrow \text{altrimenti} \end{cases}$

Si ottengono così un numero di osservazioni e per ogni osservazione si ha un valore per ciascuna delle dieci variabili. Nel caso in cui manchino dei dati per costruire una variabile si è lasciata vuota la relativa casella.

Si studiano le correlazioni tra le variabili descrittive:

	bankdebt_size	Ln_size	Ln_age	tangibility	depreciations	profitability	liquidity	financial_indep	g_rate
bankdebt_size	1.0000								
Ln_size	0.2152	1.0000							
Ln_age	0.0963	0.2934	1.0000						
tangibility	0.2085	0.2020	0.1009	1.0000					
depreciations	-0.0113	-0.0169	-0.0045	0.1500	1.0000				
profitability	-0.0331	0.0076	0.0035	-0.0293	-0.2196	1.0000			
liquidity	-0.0022	-0.0012	-0.0013	-0.0023	-0.0008	0.0002	1.0000		
financial_indep	-0.1358	0.1056	0.1678	0.0785	-0.2016	0.4631	-0.0000	1.0000	
g_rate	-0.0219	0.0638	-0.1304	-0.0494	-0.0299	0.0681	0.0002	0.0008	1.0000

Tramite questa matrice si analizza la correlazione lineare tra le variabili. Essa viene definita con il coefficiente di correlazione lineare campionario di Bravais-Pearson, ossia attraverso il rapporto tra la covarianza delle due variabili e il prodotto delle due deviazioni standard: $Corr(X, Y) = \frac{cov_{xy}}{s_x s_y} = r$. L'indice di correlazione è un indice normalizzato che può variare da -1, ossia una perfetta relazione lineare negativa, a +1, che indica una perfetta relazione lineare positiva. Dal punto di vista grafico, nel primo caso le osservazioni si posizionano su una retta decrescente, nel secondo caso, invece, sono poste su una retta crescente. Un coefficiente di correlazione lineare pari a 0 indica l'assenza di una relazione lineare, ma questo non esclude l'esistenza di un qualsiasi altro tipo di relazione.

In generale le relazioni che emergono dalla matrice delle correlazioni tra la variabile dipendente e le variabili esplicative non fanno propendere verso una teoria o l'altra della struttura finanziaria: ad esempio la correlazione della variabile *tangibility* con la variabile dipendente, conferma la teoria del trade-off; mentre la relazione tra la variabile *profitability*, con il rapporto tra debito bancario e il debito totale è quella mostrata nella teoria dell'ordine di scelta, tuttavia la correlazione della variabile *Ln_age* con la variabile dipendente, si contrasta con quello che afferma la teoria dell'ordine di scelta, secondo la quale l'età dell'impresa incide negativamente sulla possibilità di ottenere finanziamenti esterni.

Come da aspettativa si registra una relazione negativa, anche se debole, tra la variabile dipendente e la variabile che cattura i vantaggi fiscali connessi a elementi diversi dal debito. Ci si aspettava questa relazione positiva, in quanto la possibilità di dedurre oneri non finanziari costituisce un contraltare allo scudo fiscale del debito, portando a beneficiare di vantaggi fiscali senza la necessità di contrarre debito e quindi evitando di sopportare i costi legati a quest'ultimo. Possiamo quindi dedurre che durante gli anni considerati questo vantaggio è così forte, rispetto a quelli del debito, da portare ad una riduzione del debito. Una relazione positiva debole sussiste tra la variabile *Ln_size* e la variabile *tangibility* che mette a rapporto l'ammontare delle immobilizzazioni materiali sul totale dell'attivo. Questa relazione potrebbe significare che la dimensione delle società prese a campione è data soprattutto dal peso delle immobilizzazioni materiali. Si evidenzia una correlazione lineare positiva forte tra la variabile *financial independence* e la variabile *profitability*, una relazione che sembra quindi confermare la teoria secondo la

quale l'indipendenza finanziaria di un'impresa dipenda positivamente dalla redditività della stessa.

Statistiche descrittive delle variabili utilizzate:

VARIABLES	mean	sd	min	max
Bankdebt share	0.882	0.266	0	1
Ln(size)	14.80	1.351	3.091	21.41
Ln(age)	2.371	1.004	0	7.606
Liquidity	0.360	137.8	0	109.749
Tangibility	0.258	0.189	0	1
NDTS	0.0424	0.0693	0	29.95
Profitability	0.0510	0.700	-468.5	47.15
Financial independence	0.296	1.200	-933.3	1.000
Growth rate	0.0435	0.2963	-7.718	7.088

Le determinanti del debito nel campione

In questa sezione si andrà a valutare quelle che sono le determinanti del debito bancario in relazione alla classe dimensionale per le imprese italiane durante l'intero periodo di osservazione. Per svolgere questa analisi vengono create due variabili dummy, la variabile P (pari a 1 per le piccole imprese e 0 altrimenti) e la variabile MG (pari a 1 per le medie e grandi imprese e 0 altrimenti). Inoltre, verranno eseguiti 4 modelli in cui si andranno ad allentare man mano le restrizioni sui coefficienti, attraverso le interazioni con le firm dummies P e MG ed anche con le dummies temporali. In questo modo sarà possibile notare fenomeni nuovi e differenze significative che rivelano l'eterogeneità tra le imprese piccole e medio-grandi.

La sequenza dei risultati è così organizzata:

- 1) La prima regressione corrisponde al modello ristretto con le time dummies comuni;
- 2) La seconda regressione corrisponde al modello interagito con la variabile P, vengono fatte interagire le variabili semplici ed anche le time dummies;
- 3) La terza regressione coincide con la precedente ma relativa alle medio-grandi imprese, le interazioni avvengono quindi con la firm dummy MG;
- 4) L'ultima regressione infine mostra il modello interagito sia con P che con MG.

1) Modello ristretto:

VARIABLES	Bankdebt share
Ln(size)	0.0630*** (0.00161)
Ln(age)	0.0506*** (0.00259)
Tangibility	0.189*** (0.00503)
NDTS	-0.0289* (0.0162)
Profitability	0.00682* (0.00365)
Liquidity	-0.000524 (0.000469)
Financial independence	-0.0426*** (0.0103)
Growth rate	-0.0260*** (0.00104)
1998.anno	0.0112*** (0.00334)
1999.anno	0.00640* (0.00389)
2000.anno	-0.0199*** (0.00405)
2001.anno	-0.0507*** (0.00405)
2002.anno	-0.0673*** (0.00411)
2003.anno	-0.0726*** (0.00417)
2004.anno	0.00791* (0.00426)
2005.anno	0.0479*** (0.00433)
2006.anno	0.0422*** (0.00445)
2007.anno	0.0449*** (0.00456)
2008.anno	0.0405*** (0.00465)
2009.anno	0.0291*** (0.00767)
Constant	-0.866*** (0.0238)
R-squared	0.192
Observations	431,831
Number of id2	88,620

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2) Modello interagito con la variabile *P*:

VARIABLES	Bankdebt share
Ln(size)	0.0605*** (0.00250)
Ln(age)	0.0200*** (0.00313)
Tangibility	0.196*** (0.00783)
NDTS	-0.0932*** (0.0179)
Profitability	0.00277* (0.00154)
Liquidity	-0.000120 (0.000155)
Financial independence	-0.0721*** (0.0114)
Growth rate	-0.0211*** (0.00141)
Ln(size) * P	-0.00139*** (0.000316)
Ln(age) * P	0.00937** (0.00438)
Tangibility * P	-0.0867*** (0.00997)
NDTS * P	0.03251 (0.0200)
Profitability * P	-0.0240** (0.0105)
Liquidity * P	0.00329** (0.00166)
Financial independence * P	0.0519*** (0.0179)
Growth rate * P	-0.0133*** (0.00209)
dummy1998 * P	-0.0145 (0.0464)
dummy1999 * P	-0.00521 (0.0467)
dummy2000 * P	-0.00232 (0.0469)
dummy2001 * P	-0.0433 (0.0471)
dummy2002 * P	-0.0583 (0.0473)
dummy2003 * P	-0.0671 (0.0474)
dummy2004 * P	0.0385 (0.0476)
dummy2005 * P	0.0916* (0.0478)
dummy2006 * P	0.0924* (0.0480)
dummy2007 * P	0.0932* (0.0483)
dummy2008 * P	0.0873* (0.0486)
dummy2009 * P	0.0886* (0.0501)
Constant	-0.750*** (0.0241)
Time dummies	SI
R-squared	0.203
Number of id2	88,620
Observations	431,831

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3) Modello interagito con la variabile *MG*:

VARIABLES	Bankdebt share
Ln(size)	0.0619*** (0.00202)
Ln(age)	0.0254*** (0.00351)
Tangibility	0.179*** (0.00634)
NDTS	0.0143 (0.00881)
Profitability	0.0168 (0.0104)
Liquidity	-0.00321* (0.00165)
Financial independence	-0.0402*** (0.0138)
Growth rate	-0.0343*** (0.00154)
Ln(size) * MG	0.00139*** (0.000316)
Ln(age) * MG	-0.00937** (0.00438)
Tangibility * MG	0.0867*** (0.00997)
NDTS * MG	0.03251 (0.0200)
Profitability * MG	-0.0240** (0.0105)
Liquidity * MG	-0.00329** (0.00166)
Financial independence * MG	-0.0519*** (0.0179)
Growth rate * MG	0.0133*** (0.00209)
dummy1998 * MG	0.0145 (0.0464)
dummy1999 * MG	0.00521 (0.0467)
dummy2000 * MG	0.00232 (0.0469)
dummy2001 * MG	0.0433 (0.0471)
dummy2002 * MG	0.0583 (0.0473)
dummy2003 * MG	0.0671 (0.0474)
dummy2004 * MG	-0.0385 (0.0476)
dummy2005 * MG	-0.0916* (0.0478)
dummy2006 * MG	-0.0924* (0.0480)
dummy2007 * MG	-0.0932* (0.0483)
dummy2008 * MG	-0.0873* (0.0486)
dummy2009 * MG	-0.0886* (0.0501)
Constant	-0.762*** (0.0374)
Time dummies	SI
R-squared	0.229
Number of id2	88,620
Observations	431,831

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4) Modello interagito con *P* e *MG*:

VARIABLES	Bankdebt share
Ln(size) * P	0.0619*** (0.00202)
Ln(age) * P	0.0254*** (0.00351)
Tangibility * P	0.179*** (0.00634)
NDTS * P	0.0143 (0.00881)
Profitability * P	0.0168 (0.0104)
Liquidity * P	-0.00321* (0.00165)
Financial independence * P	-0.0402*** (0.0138)
Growth rate * P	-0.0343*** (0.00154)
Ln(size) * MG	0.0605*** (0.00250)
Ln(age) * MG	0.0200*** (0.00313)
Tangibility * MG	0.196*** (0.00783)
NDTS * MG	-0.0932*** (0.0179)
Profitability * MG	0.00277* (0.00154)
Liquidity * MG	-0.000120 (0.000155)
Financial independence * MG	-0.0721*** (0.0114)
Growth rate * MG	-0.0211*** (0.00141)
dummy1998 * P	-0.0124 (0.0462)
dummy1999 * P	-0.00815 (0.0463)
dummy2000 * P	-0.0277 (0.0464)
dummy2001 * P	-0.0678 (0.0464)
dummy2002 * P	-0.0819* (0.0465)
dummy2003 * P	-0.0830* (0.0466)
dummy2004 * P	0.0268 (0.0467)
dummy2005 * P	0.0823* (0.0468)
dummy2006 * P	0.0786* (0.0469)
dummy2007 * P	0.0848* (0.0470)
dummy2008 * P	0.0818* (0.0472)
dummy2009 * P	0.0691 (0.0480)
dummy1998 * MG	0.00212 (0.00398)
dummy1999 * MG	-0.00294 (0.00482)
dummy2000 * MG	-0.0254*** (0.00512)
dummy2001 * MG	-0.0245*** (0.00518)
dummy2002 * MG	-0.0236*** (0.00528)
dummy2003 * MG	-0.0160*** (0.00534)
dummy2004 * MG	-0.0117** (0.00537)
dummy2005 * MG	-0.00924* (0.00543)
dummy2006 * MG	-0.0138** (0.00557)
dummy2007 * MG	-0.00841 (0.00572)
dummy2008 * MG	-0.00548 (0.00588)
dummy2009 * MG	-0.00156 (0.00971)
Constant	-0.762*** (0.0374)
R-squared	0.229
Number of id2	88,620
Observations	431,831

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nel primo modello, in cui si analizzano i fenomeni per l'intero campione, possiamo osservare come le variabili indipendenti seguano teorie differenti. Per quanto riguarda la variabile relativa alla dimensione dell'impresa, questa segue la teoria del trade-off, ossia le imprese più grandi, dato che presentano un merito di credito superiore a quello delle aziende più piccole, godono di costi finanziari più bassi quindi sono maggiormente incentivate a chiedere finanziamenti alle banche. Tuttavia, il modello mostra che anche l'età dell'impresa è legata positivamente ai crediti bancari, come affermato da Hirshleifer e Thakor nel 1992. Un risultato atteso è quello relativo alla variabile *Tangibility*, che si allinea perfettamente con quanto affermato da Rajan e Zingales nel 1995. Infine, gli altri fenomeni significati nell'analisi dell'intero campione sono quelli relativi all'indice di indipendenza finanziaria e al tasso di crescita delle vendite. Per quanto riguarda la prima variabile, come ci aspettavamo, si ottiene una relazione negativa, mentre considerando la variabile relativa alle vendite, si evince come le banche abbiano concesso finanziamenti anche alle imprese con un basso tasso di crescita delle vendite.

Entrando nel dettaglio delle piccole imprese, i risultati del secondo modello mostrano come le banche hanno concesso prestiti anche alle microimprese, in particolare si denota come i finanziamenti bancari aumentino nonostante diminuiscano le dimensioni dell'attivo, tuttavia questo risulta vero per le imprese che hanno comunque ottenuto una buona reputazione nel corso degli anni. Una possibile spiegazione del risultato, che è in linea con quanto affermato dalla pecking order theory, può essere attribuita al modello di finanziamento italiano, basato su relazioni solide tra banche e imprese, soprattutto per le piccole realtà. Per quanto concerne la profittabilità viene confermato l'allineamento con la teoria dell'ordine di scelta, quindi, facendo interagire la variabile P con la *profitability*, si denota come le imprese con maggiori profitti richiedano meno finanziamenti, confermando la relazione negativa evidenziata da Myers e Majluf. Infine, notiamo una tendenza delle banche a concedere prestiti alle imprese meglio capitalizzate e con una buona liquidità. Tuttavia, come visto nel modello ristretto le banche hanno concesso prestiti anche alle piccole imprese che presentavano un basso tasso di crescita delle vendite.

Osservando i risultati del terzo modello, quindi spostando l'attenzione sulle medie e grandi imprese, l'interazione con la dummy MG porta a comportamenti opposti rispetto a quanto emerso tramite l'interazione della variabile relativa alle piccole imprese.

La prima evidenza è relativa alla relazione tra la quota di debiti bancari e la dimensione dell'impresa, attraverso l'interazione delle variabili si evince come le aziende più grandi hanno avuto un maggiore accesso ai finanziamenti bancari, questo risultato è opposto a quanto emerso per le piccole imprese e segue la teoria del trade-off. Secondo tale teoria le aziende più grandi, dato il minor rischio di default, sono caratterizzate da un merito di credito migliore e costi di finanziamento più bassi. Passando alla variabile esplicativa $\ln(size)$, la relazione negativa con la quota di debiti bancari segue quanto affermato da Berger ed Udell nel 1998, secondo i quali per le imprese più grandi l'aumentare dell'età, quindi della reputazione, porta le aziende a fare affidamento a modalità di finanziamento differenziate.

Per quanto riguarda la tangibilità dell'attivo, notiamo come per le medie e grandi imprese la relazione sia in linea con quella emersa dallo studio condotto da Rajan e Zingales, i quali affermavano come le imprese con maggiori immobilizzazioni materiali hanno avuto accesso a maggiori prestiti bancari. Inoltre, le banche hanno considerato come fattore determinante per la concessione dei prestiti, anche il tasso di crescita delle vendite, premiando le medie e grandi imprese che hanno aumentato le proprie vendite nel tempo. Un' ulteriore differenza rispetto a quanto accaduto precedentemente, si evince osservando l'interazione della dummy con le variabili *Liquidity* e *Financial independence*, difatti si denota come le banche hanno concesso finanziamenti anche a imprese con un basso livello di liquidità e scarsamente capitalizzate.

A seguito di questa analisi, risulta evidente una preferenza nella scelta delle banche nel concedere prestiti alle imprese valutando soprattutto fattori patrimoniali come la dimensione e la tangibilità dell'attivo, ma anche la bravura delle imprese nel far crescere le proprie vendite nel tempo.

I modelli interagiti mostrano come il ciclo sia stato differente tra le piccole e le medio-grandi imprese. In particolare, negli anni precedenti la crisi, per le piccole imprese i debiti bancari sono stati limitati dalle banche. Tuttavia, emerge che nel 2007, quindi coi primi accenni della crisi finanziaria, ci sia stata una inversione di tendenza, le banche difatti hanno iniziato ad aiutare maggiormente le piccole aziende. Questo risultato è in linea con alcuni effetti specifici esaminati in precedenza, attraverso i quali si denota come le banche, nonostante condizioni poco favorevoli, abbiano aiutato alcune piccole realtà.

Per quanto riguarda le medie e grandi imprese, il ciclo è esattamente opposto a quello

delle piccole imprese, con l'inversione di tendenza che si è presentata nel 2005. Fino al 2004 le medie e grandi imprese non hanno riscontrato strette creditizie, che hanno iniziato a presentarsi a partire dal 2004. Questo risultato non sembra essere dovuto a particolari fenomeni esterni, data anche la lontananza dal periodo della crisi, tuttavia, in concomitanza della crisi finanziaria la situazione non è cambiata, con le banche che hanno continuato a concedere pochi finanziamenti alle medie e grandi aziende.

L'impatto della crisi

In questa sezione andremo a valutare per quali imprese la crisi finanziaria ha impattato maggiormente, per farlo si farà interagire la variabile binaria *crisi* con le altre variabili indipendenti. Per prima cosa si farà interagire la variabile crisi con le variabili indipendenti per l'intero campione, successivamente vedremo come ha impattato sulle tre classi dimensionali del campione.

- Modello interagito su tutto il campione analizzato:

VARIABLES	Bankdebt share
Ln(size)	0.0731*** (0.00166)
Ln(age)	0.0441*** (0.00290)
Tangibility	0.169*** (0.00525)
NDTS	-0.0207 (0.0167)
Profitability	7.15e-05 (0.00471)
Liquidity	-0.000288 (0.000282)
Financial independence	-0.0334*** (0.00722)
Growth rate	-0.0255*** (0.00115)
<i>Ln(size) * crisi</i>	-0.0237*** (0.000497)
<i>Ln(age) * crisi</i>	0.00910*** (0.00123)
<i>Tangibility * crisi</i>	0.0484*** (0.00495)
<i>NDTS * crisi</i>	-0.0148 (0.0296)
<i>Profitability * crisi</i>	0.00794 (0.00648)
<i>Liquidity * crisi</i>	-0.0193*** (0.00343)
<i>Financial independence * crisi</i>	-0.0107 (0.0121)
<i>Growth rate * crisi</i>	-0.0130*** (0.00269)
Constant	-0.997*** (0.0246)
R-squared	0.202
Observations	431,831
Number of id2	88,620

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

- Modelli interagiti per classe dimensionale:

VARIABLES	(P) Bankdebt share	(M) Bankdebt share	(G) Bankdebt share
Ln(size)	0.0768*** (0.00215)	0.0734*** (0.00612)	0.0715*** (0.00955)
Ln(age)	0.0209*** (0.00377)	-0.00367 (0.00930)	0.0298** (0.0142)
Tangibility	0.146*** (0.00681)	0.218*** (0.0161)	0.127*** (0.0267)
NDTS	0.0507*** (0.0122)	-0.244*** (0.0619)	-0.248*** (0.0825)
Profitability	-0.0146*** (0.00553)	-0.0825*** (0.0223)	-0.141*** (0.0346)
Liquidity	-0.000153 (0.000171)	-0.00659** (0.00286)	-0.0195** (0.00802)
Financial independence	-0.00346 (0.00578)	-0.278*** (0.0174)	-0.241*** (0.0261)
Growth rate	-0.0294*** (0.00163)	-0.0299*** (0.00357)	-0.00820** (0.00396)
<i>Ln(size) * crisi</i>	-0.0187*** (0.00118)	-0.00454 (0.00501)	-0.00968** (0.00424)
<i>Ln(age) * crisi</i>	0.00435** (0.00177)	-0.000599 (0.00288)	0.00618 (0.00512)
<i>Tangibility * crisi</i>	0.0865*** (0.00650)	0.0161 (0.0135)	0.0435 (0.0243)
<i>NDTS * crisi</i>	-0.0532*** (0.0151)	-0.201** (0.0812)	-0.154 (0.114)
<i>Profitability * crisi</i>	0.0220*** (0.00698)	0.0412 (0.0335)	-0.0219 (0.0452)
<i>Liquidity * crisi</i>	-0.0238*** (0.00548)	0.000706 (0.00308)	0.0183** (0.00820)
<i>Financial independence * crisi</i>	-0.0402*** (0.0145)	-0.0225 (0.0115)	0.00555 (0.0213)
<i>Growth rate * crisi</i>	-0.0219*** (0.00395)	-0.0131 (0.00941)	-0.00519 (0.00993)
Constant	-1.005*** (0.0307)	-0.786*** (0.104)	-1.015*** (0.185)
Time dummies	SI	SI	SI
R-squared	0.261	0.116	0.108
Number of id2	71,468	8,947	2,612
Observations	246,532	40,226	12,509

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05

Comparando le 4 regressioni si può osservare come la crisi ha impattato maggiormente le piccole imprese italiane, a differenza delle medie e grandi imprese. In particolare,

facendo interagire la variabile dummy della crisi con la variabile relativa alla dimensione dell'impresa $Ln(size)$, il segno del coefficiente diventa negativo, sottolineando come le banche abbiano concesso finanziamenti anche alle imprese molto piccole. Questo risultato è una conferma di quello che è il modello di finanziamento italiano, basato su rapporti stretti tra banche e imprese. Difatti le piccole imprese facendo ricorso a banche di dimensioni minori e con un mercato localizzato, riescono ad aumentare il proprio indebitamento grazie alla concorrenza che gli intermediari di minore dimensione esercitano nei confronti delle banche maggiori, riuscendo così a garantire delle condizioni più vantaggiose, soprattutto nel periodo di crisi, ove le banche più grandi hanno risentito maggiormente l'impatto.

Analizzando ulteriormente la struttura dell'attivo, si rileva come con la crisi le banche hanno iniziato a vincolare i finanziamenti solo alle piccole realtà dotate di un buon livello di immobilizzazioni materiali. Inoltre, attraverso l'interazione della dummy con la variabile relativa agli ammortamenti (NDTS), notiamo un'influenza significativa del periodo considerato, difatti a differenza di quanto visto precedentemente nei confronti delle piccole imprese, con la crisi, i debiti bancari sono aumentati con il diminuire dei costi di ammortamento. Tuttavia, questa evidenza è plausibile considerando la legge finanziaria del 2008, quindi nello stesso periodo della crisi, tramite la quale sono stati limitati gli ammortamenti (abolizione degli ammortamenti accelerati e anticipati), inducendo dunque le piccole imprese a ricorrere maggiormente ai finanziamenti esterni. Per quanto riguarda la redditività, la crisi ha portato a vincolare le scelte delle banche nella concessione dei prestiti alle imprese, ossia le banche si sono mostrate disponibili a concedere finanziamenti solo alle piccole imprese che presentavano una buona redditività.

La crisi ha portato anche a considerare diversamente tre determinanti come la liquidità, l'indice di indipendenza finanziaria e la crescita delle vendite. Nel dettaglio, come accaduto con la variabile della dimensione dell'impresa, le banche hanno concesso finanziamenti anche alle piccole realtà italiane con scarsa liquidità, con un basso indice di indipendenza finanziaria e con una diminuzione delle vendite.

Considerando invece le medie e grandi imprese, si può constatare come la crisi ha impattato in maniera minore. Così come accaduto per le piccole realtà, anche per le grandi, la dimensione dell'attivo non è più considerata come un vincolo nei finanziamenti.

Quello che ha influenzato in maniera rilevante la concessione dei prestiti alle grandi imprese è stata la disponibilità liquida, risultato opposto a quello delle piccole imprese ed anche a quello ottenuto dall'analisi con l'interazione della dummy MG.

Infine, come per le piccole imprese, anche per le medie facendo interagire la dummy con la variabile relativa agli ammortamenti (NDTS), notiamo come il periodo considerato sia influente. Con la crisi, i debiti bancari sono aumentati con il diminuire dei costi di ammortamento. Come detto in precedenza questa evidenza è plausibile considerando la legge finanziaria del 2008 che ha portato a limitazioni sugli ammortamenti, quindi le medie imprese hanno dovuto ricorrere maggiormente ai finanziamenti esterni non potendo più contare sui risparmi dagli ammortamenti.

Valutazione per classe dimensionale prima e dopo la crisi

Le piccole imprese

VARIABLES	(1998-2006)	(2007-2009)
	Bankdebt share	Bankdebt share
Ln(size)	0.0710*** (0.00263)	0.0488*** (0.00556)
Ln(age)	0.0230*** (0.00435)	0.0245*** (0.00949)
Tangibility	0.170*** (0.00793)	0.101*** (0.0146)
NDTS	-0.021** (0.01024)	-0.0956*** (0.0290)
Profitability	0.024** (0.00097)	0.00327*** (0.000477)
Liquidity	-0.000166 (0.000188)	-0.00466** (0.00185)
Financial independence	-0.0452** (0.0193)	-0.0879*** (0.0145)
Growth rate	-0.0311*** (0.00180)	-0.0380*** (0.00327)
Constant	-0.935*** (0.0386)	-0.451*** (0.0794)
Time dummies	SI	SI
R-squared	0.197	0.043
Number of id2	59,568	47,367
Observations	177,626	68,906

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05

Dai risultati ottenuti con la stima, esposti in tabella si possono osservare i criteri e le motivazioni maggiormente influenzanti la concessione di credito alle piccole imprese italiane dal 1996 al 2006. Le variabili $Ln(size)$ e $Ln(age)$ rappresentano rispettivamente la dimensione dell'impresa e l'età dell'impresa e risultano essere altamente significative per la concessione del debito, presentano entrambe il coefficiente positivo, indice di una relazione diretta tra credito concesso e totale dell'attivo e tra credito concesso ed età

dell'impresa, espressione di come le imprese abbiano più facilità nel fare ricorso al debito bancario quando presentano un total asset elevato ed anche quando hanno guadagnato una buona reputazione con il passare degli anni di attività. Questi risultati sono dunque in linea con quanto affermato da Berger e Udell nel 1998.

Un altro fattore rilevante nella concessione del credito è rappresentato da *Tangibility*, che fornisce una misura di quelle che sono le garanzie reali dell'impresa. Analizzando il coefficiente della variabile si può notare un coefficiente positivo, risultato che teoricamente si contrasta con quello di Bougheas et al. (2006), l'interpretazione di questo risultato può essere sia attribuita alle banche che possono aver concesso finanziamenti considerando le immobilizzazioni come una migliore garanzia rispetto alle attività correnti, sia alle imprese, le quali possono aver fatto un maggiore ricorso ai debiti a causa della difficoltà nel coprire il proprio valore delle immobilizzazioni con il solo valore del capitale non soggetto a rimborso.

Analizzando ora la redditività del capitale, la variabile *Profitability* (ROA), che esprime la redditività della gestione caratteristica e patrimoniale, dalle stime effettuate risulta essere significativa con coefficiente positivo, questo implica che per le piccole imprese l'efficienza della produzione è uno degli elementi che le banche analizzano per la concessione del finanziamento.

Un altro fattore rilevante nella concessione del credito è rappresentato dal grado d'indipendenza finanziaria dell'impresa (*Financial independence*). Analizzando il coefficiente della variabile si può notare un coefficiente negativo, una possibile interpretazione è che le banche possano aver concesso il finanziamento anche alle imprese che presentavano una bassa percentuale di capitale di rischio.

Infine, l'ultima variabile che risulta significativa, è la variabile *NDTS*, utilizzata per considerare gli scudi fiscali sugli ammortamenti, che presenta un coefficiente negativo, questo risultato è in linea con quello di Bradley et al. (1984), secondo i quali, dato che gli ammortamenti possono aumentare i benefici fiscali attesi, si prevede che questa variabile sia negativa in relazione al debito.

L'analisi effettuata per le piccole imprese tra il 1998 e il 2006 ha rilevato inoltre come la variabile legata al tasso di crescita delle vendite (*Growth rate*) sia significativa, la negatività del coefficiente lascia intendere come le imprese con una crescita dei ricavi da vendite nel tempo, abbiano richiesto meno debiti bancari.

L'unica variabile non significativa risulta essere quella rappresentativa della liquidità aziendale (*Liquidity*).

I finanziamenti concessi alle piccole imprese dal 2007 al 2009 hanno subito una contrazione rispetto al periodo precedente la crisi, in particolare dopo il 2008, dato che in Italia la crisi ha avuto effetti in ritardo rispetto a quanto accaduto in America. L'obiettivo è quindi valutare se si è modificata la significatività di alcune variabili per capire se c'è stato qualche mutamento nei criteri guida di concessione del credito da parte delle banche. Le variabili relative alla dimensione ed età dell'impresa ($Ln(size)$ e $Ln(age)$) risultano essere ancora significative, a dimostrazione della loro importanza nella scelta di concessione del credito da parte delle banche. Per quanto riguarda la liquidità aziendale, nella stima effettuata per il periodo di crisi, acquista significatività la variabile *Liquidity*, espressione della liquidità aziendale, che presenta un coefficiente negativo. Il coefficiente negativo lascia pensare come le attività a breve scadenza non siano sufficienti a coprire la quota dei debiti a breve scadenza, giustificando così un eventuale ricorso ad un nuovo debito bancario per necessità di copertura. Quindi possiamo supporre come la crisi abbia peggiorato le condizioni di liquidità aziendali le quali possono essere una delle cause di ricorso ai finanziamenti bancari. La situazione legata alla capitalizzazione resta immutata, si registra ancora la significatività dell'indice d'indipendenza finanziaria (*Financial independence*) con coefficiente negativo.

Le variabili che fanno riferimento alla struttura dell'attivo (*Tangibility*), agli scudi fiscali da ammortamenti (*NDTS*), alla crescita dei ricavi da vendite (*Growth rate*) e alla redditività aziendale (*Profitability*) non hanno subito sostanziali variazioni di significatività per gli anni della crisi.

Le medie imprese

VARIABLES	(1998-2006)	(2007-2009)
	Bankdebt share	Bankdebt share
Ln(size)	0.0628*** (0.00692)	0.0723*** (0.0153)
Ln(age)	-9.02e-05 (0.00975)	-0.0433 (0.0326)
Tangibility	0.198*** (0.0181)	0.140*** (0.0328)
NDTS	-0.302*** (0.0689)	-0.228** (0.0976)
Profitability	-0.109*** (0.0247)	0.0481 (0.0408)
Liquidity	-0.0110 (0.0349)	-0.0037** (0.00155)
Financial independence	-0.274*** (0.0211)	-0.221*** (0.0349)
Growth rate	-0.0320*** (0.00367)	-0.0393*** (0.00832)
Constant	-0.611*** (0.118)	-0.698** (0.275)
Time dummies	SI	SI
R-squared	0.097	0.094
Number of id2	7,829	5,684
Observations	30,773	9,453

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05

Si analizzano ora i risultati ottenuti per la stima dal 1998 al 2006 delle medie imprese italiane facenti parte del campione di riferimento.

La valutazione sulla concessione del credito per le medie imprese italiane nel periodo dal 1998 al 2006 presenta lievi differenze rispetto a quanto riscontrato per le piccole imprese. La prima differenza che si riscontra per le medie imprese è la non significatività della variabile identificativa dell'età dell'impresa ($Ln(age)$), ipotizzando così che questo indice non sia stato preso in considerazione nei processi decisionali di concessione dei finanziamenti alle medie imprese. La dimensione dell'impresa ($Ln(size)$) e la struttura dell'attivo ($Tangibility$) sono invece significative ed entrambe con coefficiente positivo,

da questo si deduce che nel periodo antecedente la crisi finanziaria le banche hanno preferito finanziare le medie imprese italiane di dimensione maggiore e quelle con un livello alto di immobilizzazioni.

Una differenza sostanziale si riscontra in corrispondenza della redditività dell'impresa, in particolare è possibile notare come la variabile *Profitability* risulti sempre significativa ma con un coefficiente negativo, lasciando pensare che il risultato sia in linea con la teoria dell'ordine di scelta, quindi, dal lato della domanda, le imprese con una elevata redditività hanno avuto meno necessità di ricorrere al finanziamento bancario.

La situazione legata all'indice d'indipendenza finanziaria risulta la stessa, con la variabile *Financial independence* significativa e con coefficiente negativo. Stesso discorso per quanto riguarda la variabile *NDTS*, che risulta essere significativa nella scelta decisionale per le medie imprese italiane, sempre con correlazione negativa rispetto all'ammontare dei debiti bancari.

Considerando ora l'analisi per le medie imprese nel periodo della crisi, possiamo notare come risulti ancora significativa la variabile rappresentante la struttura dell'attivo (*Tangibility*) per cui si riscontra ancora un valore positivo del coefficiente. Per quanto riguarda la capitalizzazione nel periodo dal 2007 al 2009 abbiamo ancora la significatività dell'indice di indipendenza finanziaria (*Financial independence*), per le medie imprese si intuisce come la presenza del capitale sociale ha un'influenza positiva sulla concessione dei finanziamenti da parte delle banche, questo è giustificabile dal fatto che per la banca c'è maggior sicurezza in quanto in caso d'insolvenza dell'impresa possono far valere i propri diritti su un più ampio patrimonio aziendale.

Nel corso della crisi perde di significato la variabile riferita alla redditività aziendale (*Profitability*), mentre rimane significativa la variabile riferita alla dimensione aziendale (*Ln(size)*) con coefficiente positivo, come esattamente nel periodo prima della crisi. Tuttavia, la variabile riferita agli scudi fiscali da ammortamento (*NDTS*) diminuisce la significatività a seguito della crisi, probabilmente anche a causa dell'entrata in vigore della legge Finanziaria del 2008.

La variabile che esprime il livello di liquidità aziendale risulta significativa a differenza di quanto registrato nel periodo precedente. Sembra infatti che le imprese che fanno richiesta di maggiori finanziamenti siano quelle con una liquidità non sufficiente, la

negatività del coefficiente della variabile *Liquidity* evidenzia come le imprese che maggiormente hanno fatto ricorso ai prestiti bancari siano quelle che hanno visto la loro situazione di liquidità peggiorare e non sono più riuscite a coprire gli impieghi a breve termine con le fonti a breve termine. Inoltre, la variabile riferita al tasso di crescita dei ricavi da vendite risulta essere sempre significativa, sia prima che dopo la crisi, mostrando appunto quanto questo indicatore sia un buon proxy per le banche nella scelta della concessione del finanziamento.

Le grandi imprese

VARIABLES	(1998-2006) Bankdebt share	(2007-2009) Bankdebt share
Ln(size)	0.0642*** (0.0114)	0.0700*** (0.0199)
Ln(age)	0.0324** (0.0148)	-0.0353 (0.0313)
Tangibility	0.100*** (0.0297)	0.172*** (0.0588)
NDTS	-0.189** (0.0900)	-0.375** (0.185)
Profitability	-0.149*** (0.0384)	-0.113 (0.0692)
Liquidity	-0.0280 (0.0182)	-0.0636*** (0.0228)
Financial independence	-0.235*** (0.0302)	-0.201*** (0.0505)
Growth rate	-0.00840** (0.00403)	-0.00418 (0.00727)
Constant	-0.891*** (0.220)	-0.859** (0.387)
Time dummies	SI	SI
R-squared	0.099	0.100
Number of id2	2,268	1,797
Observations	9,360	3,149

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05

Dall'analisi di risultati sulle grandi imprese nel periodo antecedente la crisi si riscontra la significatività delle variabili $Ln(size)$ e $Ln(age)$, quindi, a differenza delle medie imprese, le banche tornano a considerare anche l'età dell'impresa e la correlazione è positiva. Risulta rilevante anche il grado d'indipendenza finanziaria (*Financial independence*), lasciando supporre che per le banche sia rilevante la presenza del capitale sociale, la variabile infatti ha un coefficiente negativo. Anche per le grandi imprese nel periodo precedente la crisi risulta non significativa la variabile che esprime la liquidità aziendale

(*Liquidity*). La variabile *Tangibility* è significativa per la stima effettuata e il coefficiente ha un valore positivo, questo risultato è lo stesso ottenuto per le PMI e quindi i risultati ottenuti sono sempre andati in linea con la teoria del trade-off, secondo la quale è appunto prevista una relazione positiva tra la tangibilità degli asset e il debito.

In riferimento alla redditività aziendale, anche per le grandi imprese, si riscontra la medesima situazione verificatasi per le medie imprese, ossia la variabile *profitability* risulta sempre significativa e con un coefficiente negativo, quindi la stima propone un risultato concorde con quanto affermato dalla teoria dell'ordine di scelta.

L'analisi della regressione per le grandi imprese per gli anni dal 2007 al 2009 evidenzia come, anche in questo caso, rispetto al periodo precedente la variabile *Liquidity* è significativa con coefficiente negativo, l'analisi lascia ipotizzare che la situazione di liquidità e di copertura dei debiti a breve sia critica per le grandi imprese e sia di conseguenza una delle cause principali che ha spinto le grandi imprese a ricorrere al finanziamento bancario. Nel corso della crisi perde di significato la variabile riferita all'età dell'impresa (*Ln(age)*) ed anche quella riferita alla redditività aziendale (*Profitability*), quindi per le grandi imprese le banche non ritengono rilevante l'efficienza e la produttività aziendale, mentre l'indipendenza finanziaria (*Financial independence*) resta significativa e con un coefficiente negativo, dunque le banche prediligono finanziare imprese che presentano una buona capitalizzazione. Tuttavia, per le grandi imprese non ci sono altre differenze rispetto all'analisi effettuata per il periodo precedente.

Importante differenza per le grandi imprese rispetto al periodo precedente e rispetto alle piccole e medie imprese è la perdita di significatività della variabile riferita al tasso di crescita dei ricavi dalle vendite (*Growth rate*). Quindi le banche durante questo periodo hanno accantonato questo metro di valutazione per le imprese che fossero sufficientemente grandi ed hanno spostato la concentrazione sulle altre variabili significative come principalmente la tangibilità dell'attivo, la dimensione dell'impresa, la liquidità e l'indipendenza finanziaria.

Conclusioni

L'analisi effettuata su un campione di 88620 imprese italiane, successivamente suddivise in piccole, medie e grandi imprese, ci ha permesso di valutare come le banche si comportino in maniera diversa in base alla classe dimensionale nei periodi pre e post crisi economica.

Nella prima analisi si è potuto osservare come, nel campione di riferimento, le componenti del debito seguano le diverse teorie approfondite nei primi capitoli. Ad esempio facendo riferimento alla dimensione dell'impresa per le piccole imprese si segue un approccio basato sulla teoria dell'ordine di scelta, mentre, per le medie e grandi imprese, i risultati sono in linea con la teoria del trade-off. Con la crisi questi andamenti subiscono dei cambiamenti sostanziali per le piccole imprese, mentre l'impatto è stato minore per le medie e grandi imprese.

Osservando l'analisi per singola classe dimensionale nei periodi pre e post crisi, emerge come nel periodo antecedente la crisi, le medie e grandi imprese che presentavano una scarsa redditività potessero continuare a beneficiare dei finanziamenti bancari, anche se le condizioni di liquidità non fossero sufficienti a garantire un equilibrato rapporto di copertura per gli impieghi a breve scadenza, mentre per le piccole imprese i finanziamenti erano concessi esclusivamente alle imprese con una buona redditività. Possiamo quindi ipotizzare come il credito venisse concesso alle medie e grandi imprese basandosi anche sui legami creati tra le singole imprese e la banca. Con il 2007 per tutte le imprese assume elevata significatività l'indice di liquidità aziendale, le banche quindi cominciano a considerare la liquidità dell'impresa come rilevante ai fini della concessione del credito. Una maggior liquidità consente infatti una maggior facilità nel rimborso dei prestiti concessi alle imprese. Inoltre, possiamo notare che la variabile relativa agli scudi fiscali da ammortamenti sia sempre significativa, calando leggermente solo per le medie imprese a seguito della crisi, quindi notiamo come l'entrata in vigore della legge finanziaria del 2008 che ha limitato gli ammortamenti (anticipati e accelerati) abbia inciso poco su questa variabile. Per andare a valutare su quali imprese la crisi ha impattato maggiormente è stato eseguito un modello con l'interazione delle variabili indipendenti con la crisi, questa analisi ha riportato che la crisi ha influenzato maggiormente le piccole imprese, anche se per alcuni aspetti le banche sono state anche di supporto alle piccole realtà, ad esempio le

banche sono venute incontro alle microimprese ma anche alle imprese con una scarsa liquidità.

BIBLIOGRAFIA

AKERLOF G. (1970), "The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism", in *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), pp. 488-500.

ALTMAN E.I. (1984), "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question", in *Journal of Finance*, vol. 39(4), pp. 1067-89.

BANERJEE R., GAMBACORTA L., SETTE E. (2017), "The real effects of relationship lending", Temi di discussione (Economic working papers) 1133, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area.

BANNIER C.E. (2005), "Heterogeneous multiple bank financing and optimal firm policy - Is there a hold-up benefit?", Working Paper Series: Finance and Accounting 148, Department of Finance, Goethe University Frankfurt am Main.

BERGER A.N., UDELL G.F. (1995), "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance", in *Journal of Business*, vol. 68, n. 3, pp. 351-382.

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*, vol. 22, nn. 6-8, pp. 613-673.

BERGER A.N., UDELL G.F. (2002), "Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure", in *Economic Journal*, vol. 112, pp. 32-53.

BERGER A.N., UDELL G.F. (2004), "A More Complete Conceptual Framework for SME Finance", World Bank Conference on Small and Medium Enterprises Overcoming Growth Constraints, 14-15 October.

BOND S., MEGHIR C. (1994). "Financial Constraints and Company Investment.", in *the Fiscal Studies at IFS*, vol 15, no. 2, pp. 1-18.

BOOT A.W.A. (2000), "Relationship Banking: What do We Know?", in *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, pp. 7-25.

BOOT A.W.A., THAKOR A.V. (1994), "Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game", in *International Economic Review*, vol. 35, November, pp. 899-920.

- BOOT A.W.A., THAKOR A.V. (2000), "Can Relationship Banking Survive Competition?", in *Journal of Finance*, vol. 55, pp. 679-713.
- BOUGHEAS, A., MIZEN, P., YALCIN, C., 2006. Access to External Finance: Theory and Evidence on the Impact of Monetary Policy and Firm-Specific Characteristics, *Journal of Banking and Finance* 30, pp. 199-227.
- Bradley, M., G. A. Jarell and E. H. Kim, 1984, 'On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence', *Journal of Finance* 39 (3), 857-880.
- CARPENTER E, PETERSEN B.C. (2002), "Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing", in *The Economic Journal* 112(477), pp. 54.
- CESARINI F. (2003), "Il rapporto banca – impresa", *Incontro di Studi sul tema "Impresa, risparmio e intermediazione finanziaria: aspetti economici e profili giuridici"*, Trieste, 24-25 ottobre 2003.
- COLE R.A. (1998), "The importance of relationships to the availability of credit", in *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, n.6, pp. 959-977(19).
- CORIGLIANO R., (2001), "La cultura aziendale della banca e l'attività di prestito: dalla valutazione del merito creditizio alla gestione del rischio di credito", in CARRETTA A. (a cura di), "Il governo del cambiamento culturale in banca: modelli di analisi, strumenti operativi, valori individuali", pp. 113-151, *Bancaria Editrice*, Roma.
- DEAN J. (1951), "Capital Budgeting", New York, Columbia University Press.
- DIAMOND D. (1989), "Reputation Acquisition in Debt Markets", *Journal of Political Economy* 1989 97:4, 828-862
- DI MAJO A., PAZIENZA M.G., TRIBERTI B. (2005), "Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano, working paper DISEFIN, Università di Genova, n.7/2005.
- DOMAÇ, I., FERRI, G., KAWAI M. (2002), "Lessons from the Credit Crunch in East Asia", World Bank.
- FAMA E., MILLER H. (1972), "The Theory of Finance", Graduate School of Business, University of Chicago.

- FAZZARI S.M., HUBBARD R.G., PETERSEN B.C. (1988), “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No. 1, 141-2006.
- FORESTIERI G., TIRRI V., (2002), “Il rapporto banca-impresa: struttura del mercato e politiche di prezzo”, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di ricerche, n° 31, 2002.
- FRANK M.Z., GOYAL V. K. (2005), “Trade-off and Pecking Order Theories of Debt”, Working Paper, Center for Corporate Governance – Tuck School of Business at Dartmouth.
- FRANK M.Z., GOYAL V. K. (2009), “Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?”, Working Paper, American Journal of Industrial and Business Management.
- GOBBI G. (2005), “Il rapporto banca-impresa in Italia: che cosa è cambiato negli ultimi dieci anni?”, relazione al convegno “Il sistema produttivo italiano tra declino e rilancio della produttività”, Roma, 26-27 ottobre 2005.
- GRAHAM R., “Taxes and Corporate Finance: A Review”, *The Review of Financial Studies*.
- GRAHAM B., DODD L. (1951), “Security analysis”, 3rd ed. New York.
- “Guida dell’utente alla definizione di PMI” (2015), Lussemburgo: Ufficio delle pubblicazioni dell’Unione europea.
- GUIISO L., (2003), “Small business finance in Italy”, *EIB Papers* N° 2/2003.
- GUTHMANN G., DOUGALL H.E. (1955), “Corporate financial policy“, 3rd ed. New York.
- HARRIS M., RAVIV, A. (1988), “Capital budgeting and delegation”, in *Journal of Finance* 50, 3, 259-289.
- HARRIS M., RAVIV, A. (1991), “The Theory of Capital Structure”, in *Journal of Finance* 46, 1, pp. 297-355.
- HIRSHLEIFER D., THAKOR A.V. (1992), “Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt”, in *The Review of Financial Studies*, 5, 3, pp. 437–470.

- HODGMAN D.R. (1960), “Credit Risk and Credit Rationing”, in *The Quarterly Journal of Economics*, 74, 2, pp. 258–278.
- JENSEN M. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, in *The American Economic Review* Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- JENSEN M., MECKLING W.H (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure”, in *Journal of Financial Economics*, vol. 79, pp. 113-134.
- LELAND H. E., PYLE D.H. (1977), “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, in *The Journal of Finance*, Vol. XXXII, n. 2, 371-387.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1958), “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, *American Economic Review* 48, 261-297.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1963), “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, in *American Economic Review*, 53, 433-43.
- MYERS S.C. (1984), “The Capital Structure Puzzle”, in *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.
- MYERS S.C., MAJLUF N.S. (1984) “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”, in *Journal of Financial Economics*, 13 pp. 187-221.
- ONGENA S., SMITH D.C. (1998), “Quality and duration of banking relationships”, in BIRKS D. (ed.), “Global Cash Management in Europe”, MacMillan Press, 225- 235.
- ONGENA S., SMITH D.C. (2000), “Bank relationships: a review”, in ZENIOS S.A. e HARDKER P. (eds.), “Performance of Financial Institutions”, Cambridge University Press, 221-258.
- ONGENA S., SMITH D.C. (2000), “What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence”, in *Journal of Financial Intermediation*, 9, 26-56.
- PELLICIONI G., TORLUCCIO G. (2006), “Il fenomeno del multi-affidamento: implicazioni e caratteri evolutivi recenti”, in CORIGLIANO R. (2006), “Corporate banking, credito e finanza delle imprese”, Bancaria editrice, Roma.

- PETERSEN M.A. (2004), *Information: Hard and Soft*, Mimeo Chicago IL, Northwestern University.
- PETERSEN M.A., RAJAN R. (1994), “The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data”, in *The Journal of Finance*, vol. 49, pp. 3-37. – (1995), “The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships”, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n. 2, pp. 407-443.
- RAJAN R.G. (1992), “Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm’s-Length Debt”, in *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1367-1400.
- RISPO M.R., (2012), “Il rapporto banca-impresa tra politiche di erogazione del credito e scelte di struttura finanziaria. Un’analisi empirica sulle PMI”, Dottorato di ricerca in Scienze Aziendali, Università degli studi di Napoli.
- LAGO R., SALAS J.S., LOPEZ J.A. (2007), “Determinants of Access to External Finance: Evidence from Spanish Firms”, Working Paper Series 2007-22, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- ROSS S.A. (1977), “The Determination of Financial Structure: The incentive *signalling approach*”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1 pp. 23-40, Spring.
- SHARPE S. (1990), “Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships”, in *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 1069-1087.
- STEIN J. C. (2002), “Information production and capital allocation: decentralized vs. hierarchical firms”, *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1891-1922.
- STIGLITZ J., WEISS A. (1981) “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, in *American Economic Review*, vol. 71, pp. 393-410.
- THAKOR A.V. (1996), “Capital Requirements, Monetary Policy and Aggregate Bank Lending”, in *Journal of Finance*, vol. 51, pp. 279-324.
- VAN DER WIJST N., THURIK R. (1993), “Determinants of Small Firm Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data”, *SmallBusiness Economics*, vol 5, pp. 55-65.
- VON THADDEN E.L. (1992), *The Commitment of Finance, Duplicated Monitoring and the Investment Horizon*, Working Paper, n. 27, CEPR, London.

VON THADDEN E.L. (1995), “Long-Term Contracts, Short-Term Investments and Monitoring”, in *The Review of Economic Studies*, vol. 62, n. 4, pp. 557-575.

VON THADDEN E.L. (2004), “Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: The Winner’s Curse”, *Finance Research Letters*, pp. 11-23.