

CONVEGNO AIDEA 2006 – FINANZA E INDUSTRIA IN ITALIA
Roma, 28/29 settembre

**Lo sviluppo e la crescita delle PMI in Italia: apertura del capitale di
rischio e servizi di *corporate banking***

Annalisa Caruso – Dottoranda in Mercati e Intermediari finanziari
Università di Bologna
Dipartimento di Scienze Aziendali – CREDIF
Via Capo di Lucca, 34 - 40126 Bologna
annalisa.caruso@unibo.it

Fabrizio Palmucci – Ricercatore di Economia degli Intermediari finanziari
Università di Bologna – CREDIF
Dipartimento di Scienze Aziendali
Via Capo di Lucca, 34 - 40126 Bologna
f.palmucci@unibo.it

Simona Zambelli – Ricercatrice di Economia degli Intermediari finanziari
Università di Bologna – Sede di Forlì
Dipartimento di Scienze Aziendali – CREDIF
Via Capo di Lucca, 34 - 40126 Bologna
zambelli@economia.unibo.it

1. Introduzione¹

Con il termine *corporate banking* ci si riferisce all'insieme dei servizi finanziari per le imprese, offerti da banche e altri intermediari non bancari². Le modifiche istituzionali e legislative intervenute nell'ultimo decennio nell'ambito creditizio e finanziario, nonché la despecializzazione bancaria che ne è conseguita e la nascita di nuovi mercati e intermediari hanno gradualmente ampliato i confini operativi degli intermediari bancari verso attività di intermediazione mobiliare, consulenza, gestione dei rischi, *asset management*, assunzione di partecipazioni ecc. Ciò ha offerto nuovi spazi di azione agli intermediari bancari, i cui finanziamenti non devono essere visti dalle imprese come una soluzione alternativa rispetto al ricorso al mercato, bensì come soluzione complementare a supporto e sostegno di questo (Allen, Santomero 1998, 2001)³.

In aggiunta al tradizionale credito bancario le imprese possono pertanto usufruire di un'ampia serie di servizi e strumenti finanziari, offerti da diverse tipologie di intermediari (banche commerciali, *investment banks*, *merchant banks*, finanziarie di partecipazione, fondi di *private equity* e *venture capital*). Con riferimento all'utilizzo delle fonti finanziarie da parte delle imprese, la letteratura e l'evidenza empirica (Myers 1984, Myers-Majluf 1984, Fazzari-Hubbard-Petersen 1988) indicano un vero e proprio ordine gerarchico (*pecking order theory*), tale per cui le fonti interne di finanziamento (autofinanziamento) sono generalmente preferite rispetto alle forme finanziarie esterne, più costose. Secondo tale teoria il credito bancario costituisce una fonte secondaria di finanziamento, a cui le imprese fanno ricorso solo dopo aver esaurito le fonti interne. A sua volta, il finanziamento bancario viene preferito rispetto all'emissione di azioni. Il ricorso al capitale di rischio finisce pertanto ad occupare l'ultimo posto nella gerarchia delle fonti di finanziamento utilizzate dalle imprese⁴. Tale

¹ Simona Zambelli ha scritto i paragrafi: 1 e 4.2; Fabrizio Palmucci ha scritto i paragrafi 2, 3.1 e 4.1; Annalisa Caruso ha scritto il paragrafo 3.2. La predisposizione del questionario e del relativo supporto informatico per la raccolta dei dati è stata curata da Fabrizio Palmucci; la successiva costituzione del dataset è stata curata da Fabrizio Palmucci e Annalisa Caruso.

² Corigliano (2006), "Corporate banking, credito e finanza delle imprese", Bancaria Editrice; Cenni (2006), "La domanda di servizi di corporate banking e la finanza delle imprese", in Corigliano (2006), cap. 1; Palmucci (2006), "L'offerta dei servizi di corporate banking e la domanda da parte delle imprese" in Corigliano (2006), cap. 2.

³ La necessaria complementarietà degli intermediari e dei mercati finanziari emerge da una serie di recenti lavori empirici: Demircuc-Kunt, Levine 2001; Byrne, Davis 2003.

⁴ Il finanziamento bancario viene preferito all'emissione di azioni per due motivi: a) le banche hanno la possibilità di svolgere in maniera diretta l'attività di *screening* e *monitoring* sulle imprese, quindi possono più efficacemente minimizzare le conseguenze derivate dalla presenza di asimmetrie informative (Diamond 1984); b) le banche, svolgono una funzione di

ordine gerarchico sembrerebbe non essere confermato per le imprese innovative, nell'ambito delle quali tendenzialmente il ricorso al debito bancario risulta meno intenso (Ueda, 2004, 2002; Sau 2003; Petrella 2001). Date le caratteristiche proprie di queste imprese (opacità informativa, elevata rischiosità dei progetti da finanziare) occorrerebbe incentivare il ricorso ad altri strumenti finanziari, più adatti allo sviluppo delle piccole-medie imprese innovative. Negli Stati Uniti e in Europa diversi studi empirici hanno dimostrato l'importanza del private equity e del venture capital per il processo di crescita delle imprese più innovative e il progresso tecnologico del sistema economico di un paese (Manigart, Sapienza 1999; Berger-Udell, 1998; Bergemann-Hege, 1998; Gompers-Lerner, 1998; Kortum-Lerner, 2000; Audretsch- Lehamann, 2002; Coopers & Lybrand, 1997; BVCA, 1998)⁵.

Con riferimento al mercato del private equity si presentano tuttavia due ordini di problemi. Da un lato, tale modalità di finanziamento non è accessibile a tutte le imprese. Secondo Davila et al. (2003) e Zacharakis - Meyer (1998), i *private equity investors* prediligono imprese innovative, con elevate prospettive di crescita. Secondo Ueda (2004), sono soprattutto le nuove imprese, innovative, prive di garanzie materiali e con scarsa consistenza patrimoniale a ricorrere maggiormente al private equity. Dall'altro lato, non tutte le imprese in possesso dei requisiti per accedere a tale canale di finanziamento vi fanno ricorso (Howorth, 2001).

Mentre la letteratura finanziaria si è spesso concentrata sul lato dell'offerta di *private equity financing*, enfatizzando i requisiti che le imprese devono avere per attrarre *private equity investors*, scarsa attenzione è stata rivolta al lato della domanda di private equity da parte delle imprese.

Il presente lavoro si propone l'obiettivo di contribuire a colmare questo gap, valutando all'interno dei servizi di corporate banking offerti dagli intermediari finanziari (bancari e non), le fonti di finanziamento principalmente utilizzate dalle imprese di piccole e medie dimensioni italiane⁶. In particolare, le principali domande a cui si vuole dare una risposta sono le seguenti:

produzione di informazioni che migliora la reputazione delle imprese, comportando effetti positivi sul valore di mercato delle stesse (Diamond 1991; Stiglitz-Weiss, 1988; James, 1987; Bayless-Chaplinsky, 1990; Alam-Walton, 1995).

⁵ Per una sintesi sulle caratteristiche principali del private equity e venture capital si rinvia a Sahlman (1990) e Zambelli (2001).

⁶ Il nostro lavoro si ispira ad una serie di studi pionieristici precedentemente realizzati a livello internazionale (Haggerty, Grigorian, Harter, Stewart, 2001; Bitler, Robb, Wolken 2001; Scott, Dunkelberg, Dennis 2003; Baeyens, Manigart, 2006) e nazionale (Capitalia 2005, Aifi 2004). In particolare, l'Indagine sulle Imprese Manifatturiere curata dall'Area Studi di

- Quali sono i servizi di corporate banking comunemente richiesti dalle PMI italiane?
- Quanto è diffuso all'interno del mercato italiano l'utilizzo dei servizi più evoluti di corporate banking, tra cui i servizi di finanza strutturata (*project financing, securitization, leveraged buyout*) e quelli di investimento nel capitale di rischio (*private equity financing, venture capital, merchant banking, prestiti partecipativi*)?⁷

Per rispondere alle suddette domande, si è svolta un'indagine empirica sui servizi finanziari richiesti dalle imprese in Italia, attraverso l'elaborazione di un questionario.⁸

Il presente lavoro è strutturato nel modo seguente. Nel paragrafo 2 vengono evidenziate le caratteristiche principali dei servizi di corporate banking presi in considerazione nell'ambito dell'indagine empirica da noi effettuata. Nel paragrafo 3 sono descritti i principali risultati della ricerca empirica. Infine, il paragrafo 4 conclude l'analisi, evidenziando alcune riflessioni critiche sull'attitudine delle imprese ad aprire il proprio capitale di rischio.

2. I servizi di *corporate banking* offerti alle imprese

L'analisi empirica che proponiamo nel presente lavoro ha l'obiettivo, come anticipato, di analizzare la domanda di servizi di corporate banking, nella loro accezione più generale di tutti i servizi che sono offerti alle imprese dagli intermediari finanziari. Tali servizi sono stati distinti in due gruppi (cfr. Corigliano 2006)⁹:

Capitalia consente di avere una panoramica completa su tutti i più importanti aspetti strutturali dell'industria italiana (rappresentata da un campione di imprese manifatturiere) e, in particolare, sul rapporto Banca-Impresa.

⁷ Per approfondimenti sulle caratteristiche di tali operazioni si rinvia a Corigliano (2006), Forestieri (2003), Caselli, Gatti (2005), Zambelli (2005 a, b, c), Tasca, Zambelli (2005).

⁸ Il questionario inviato è stato strutturato in quattro parti: I) Dati anagrafici dell'impresa – anno di fondazione dell'impresa, ragione sociale, provincia; II) Rapporti con la banca e finanziamenti a titolo di capitale di debito; III) Struttura proprietaria e finanziamenti a titolo di capitale proprio; IV) Utilizzo dei servizi di corporate banking. Al fine di consentire una maggior comparabilità con i risultati emersi dalla precedente indagine di Capitalia (2005), la parte II del questionario da noi inviato ha ripreso una serie di domande presenti nel questionario inviato in precedenza da Capitalia. Rispetto all'analisi di Capitalia (2005), tuttavia, il nostro studio non considera solo imprese manifatturiere e fa riferimento ad un arco temporale più ampio approfondendo alcune tematiche, quali:

- l'analisi dei servizi di corporate banking maggiormente utilizzati dalle PMI italiane;
- la propensione delle PMI a utilizzare servizi di corporate banking più innovativi e ad aprire il loro capitale di rischio a banche e altri investitori istituzionali;
- le motivazioni che possono incentivare o disincentivare l'utilizzo dei prestiti partecipativi da parte delle imprese italiane.

Le particolari modalità di selezione del campione di imprese a cui si è inviato il questionario sono indicate nel par. 3.1.

⁹ In cui i servizi di corporate banking sono organizzati in ordine crescente di complessità, proprio partendo dai servizi che quotidianamente vengono usate da tutte le imprese, per finire con i servizi legati all'apertura del capitale proprio delle imprese stesse.

- a) **servizi tradizionali**, tipicamente offerti dalle banche commerciali (servizi di *cash management*, servizi di *corporate lending*, ma anche servizi di asset management e *risk management*)¹⁰;
- b) **servizi non tradizionali**, più evoluti e innovativi, offerti dalle stesse banche commerciali, ma anche da altri intermediari finanziari specializzati (tipicamente *investments banks*, *merchant banks*, fondi di private equity e altri investitori istituzionali nel capitale di rischio). All'interno di questa categoria rientrano per esempio i servizi di finanza strutturata (i già accennati *project financing*, *leveraged buyout*, *securitization*)¹¹, i prestiti partecipativi e gli altri finanziamenti nel capitale di rischio delle imprese (noti appunto come *private equity financing*)¹².

L'analisi empirica da noi condotta dimostra, come vedremo, che le PMI italiane tendono a fare maggiore ricorso ai servizi di corporate banking più elementari¹³, come risulta anche da alcuni studi precedenti¹⁴. L'impiego di strumenti finanziari avanzati di corporate banking, come per esempio il venture capital e il project financing, continua purtroppo a rimanere marginale.

Il presente lavoro cerca di dare una risposta a due ulteriori domande: quale figura professionale risulta la più adatta a fornire i servizi finanziari funzionali alla crescita delle PMI? E la risposta cambia a seconda delle caratteristiche delle imprese in oggetto? L'importanza di tali domande nasce dall'arretratezza culturale di molti imprenditori nel nostro paese, che spesso impedisce loro di valutare e dunque cogliere le opportunità di crescita offerte da figure professionali quali ad esempi i fondi di private equity, che invece hanno avuto un ruolo importante in altri paesi. Potremmo dunque avanzare l'ipotesi che in Italia ci sia bisogno di una maggiore presenza della banca commerciale o di altre figure professionali che godono della fiducia degli imprenditori, nel mercato dei servizi avanzati di corporate banking, soprattutto quelli che coinvolgono il capitale di rischio e quindi la proprietà e il controllo delle imprese. In questo modo la fiducia verso l'istituzione proponente potrebbe essere il mezzo per avvicinare le imprese ai servizi in oggetto, laddove sia risultato difficile apprezzare le competenze e le professionalità dei suddetti soggetti.

¹⁰ Per approfondimenti si rinvia a Corigliano (2006).

¹¹ Un'analisi approfondita delle singole operazioni di finanza strutturata esula dall'obiettivo del presente lavoro. Si rinvia pertanto alla letteratura di riferimento. Una sintesi delle caratteristiche delle diverse operazioni di finanza strutturata è contenuta in Forestieri (2003), Caselli, Gatti (2005); Corigliano (2006), Zambelli (2005 a, b, c); Tasca, Zambelli (2005).

¹² Per una sintesi sulle caratteristiche del private equity financing si rinvia a Zambelli (2001 a, b).

¹³ I risultati principali della nostra indagine empirica sono evidenziati nel paragrafo 3, a cui si rinvia.

3. L'analisi empirica: metodologia e risultati

3.1 Alcune note metodologiche

Come anticipato, l'analisi empirica è basata sulle risposte ad un questionario somministrato ad un elevato numero di imprese selezionate partendo dalla banca dati AIDA¹⁵. Le modalità di risposta a tale questionario erano molteplici: le imprese potevano compilarlo sia on-line¹⁶ che rispedito il questionario compilato via fax, via mail o via posta ordinaria; tutte queste modalità sono state utilizzate (seppure con frequenze differenti: l'85%, infatti, ha preferito la compilazione on-line).

Una volta ottenute le risposte il dataset è stato arricchito con le informazioni presenti in AIDA, permettendoci di raccogliere informazioni qualitative (quali il settore e la regione di appartenenza) e quantitative (quali dati di bilancio – totale attivo, ricavi delle vendite, debiti totali sia a breve che a medio lungo termine – e il numero di dipendenti, riferiti all'anno 2004).

3.2 I risultati principali

Le imprese che hanno risposto al questionario sono state 803. Di queste, 250 hanno sede nelle Regioni del Nord-Ovest, 333 nel Nord-Est, 129 nell'Italia Centrale, 65 nell'Italia meridionale e 26 nelle Isole; il 58% ha meno di 50 dipendenti, il 23% tra 50 e 100, il 18% tra 100 e 500.

3.2.1 I rapporti con la banca e i finanziamenti a titolo di capitale di debito

Per quanto riguarda questa prima sezione, si riportano i risultati principali con particolare riferimento al fenomeno del *relationship banking*, allo scopo di verificare se l'instaurarsi di una stabile relazione con le banche possa influire sul grado di utilizzo degli strumenti di corporate banking, sia tradizionali che innovativi; infine esamineremo quali figure professionali sono presenti in azienda.

Dal campione emerge che l'impresa media opera con 5,68 banche (mediana 5) e lavora con la banca principale da circa 20 anni (mediana 16). Il 64% delle imprese afferma che la banca principale ha sede nella sua stessa provincia; l'85% dichiara inoltre di *non* aver cambiato banca principale nel triennio considerato. Per quanto riguarda il fenomeno del razionamento del credito, il 51% dichiara

¹⁴ Cfr. Caselli (2001) e Capitalia (2002, 2004 e 2005)

¹⁵ I criteri che le imprese dovevano rispettare per poter entrare a far parte delle potenziali intervistate erano principalmente tre: la disponibilità dei bilanci per il triennio 2003-2005, l'appartenenza a qualsiasi settore di attività economica tranne quello finanziario e un numero di dipendenti inferiore a 500. Si è proceduto poi a inviare il questionario via posta elettronica a circa 20.000 imprese.

di aver desiderato maggior credito, percentuale che scende al 7,5% se consideriamo l'eventualità che tale desiderato incremento non sia stato poi ottenuto. Inoltre, il 68% afferma che non è stato necessario l'apporto di garanzie personali a tale concessione.

Tab. 1 - Il grado di presenza di alcune figure professionali all'interno delle imprese

Figure professionali	<i>presente e rilevante</i>	<i>presente ma marginale</i>	<i>assente</i>
Direttore finanziario	37,35%	7,66%	54,99%
Commercialista	24,87%	58,46%	16,67%
Banca	14,68%	50,42%	34,90%
Consulente finanziario	7,11%	14,52%	78,37%

Fonte: nostre elaborazioni, dati ordinati per grado di rilevanza.

3.2.2 Finanziamenti a titolo di capitale proprio

Questa sezione ha l'obiettivo principale di indagare alcuni aspetti determinanti nella decisione di aprire il capitale sociale, soprattutto in favore di investitori istituzionali, distinti tra fattori positivi (e incentivanti l'apertura, quali il razionamento del credito bancario, la necessità di finanziare la crescita, la necessità di effettuare investimenti in ricerca e sviluppo, problemi di governance) e fattori negativi (ad es. timore di perdita del controllo, fasi relative al passaggio generazionale del comando dell'azienda, mancanza di cultura finanziaria negli imprenditori).

A tal proposito occorre rilevare (cfr. tabella 2) che soltanto 12 imprese su 803 hanno affermato di aver accolto un soggetto terzo all'interno del capitale; più interessanti appaiono le intenzioni future, dal momento che 77 imprese affermano di aver intenzione di farlo nel triennio seguente. Interessanti (cfr. tab. 3 e 4) sono le caratteristiche delle imprese che hanno preso queste decisioni.

Tab. 2- L'apertura del capitale nel triennio 2003/2005 e la decisione di aprirlo in futuro

L'impresa....		<i>Si, a banche</i>	<i>Si, ad altri finanziatori</i>	<i>No</i>	Totale
ha ceduto quote di capitale nel '03/'05?	Numero e (%)	4 (0,5%)	8 (0,99%)	791 (98,50%)	803
intende cedere quote di capitale in futuro?	Numero e (%)	11 (1,37%)	61 (7,60%)	730 (90,89%)	802
		<i>Si, con aumento capitale</i>	<i>Si, senza aumento capitale</i>	<i>No</i>	Totale
ha ceduto dal '03 al '05 ad operatori non finanziari?	Numero e (%)	8 (0,99)	9 (1,12%)	785 (97,88%)	802

Fonte: nostre elaborazioni.

¹⁶ Tramite un apposito *link* accessibile dal sito internet del CREDIF www.credif.unibo.it

Tab. 3- Caratteristiche delle imprese che hanno ceduto quote di capitale a Banche o *Venture Capitalists*

<i>Caratteristiche</i>		<i>Si, a Banche</i>	<i>Si, ad altri Finanziatori</i>	<i>No</i>	<i>Totale</i>
Dipendenti 2004	<i>Media</i>	406,33	501,50	71,17	78,91
	<i>Mediana</i>	462	64	41	41
	<i>Std. Deviation</i>	142,88	736,57	106,97	142,25
Età dell'impresa	<i>Media</i>	49,25	25,25	27,39	27,47
	<i>Mediana</i>	44,5	24,5	23	24
	<i>Std. Deviation</i>	39,76	18,35	19,70	19,84
Appartenenza territoriale*	<i>Media</i>	2,25	1,625	2,11	2,11
	<i>Mediana</i>	2	2	2	2
	<i>Std. Deviation</i>	0,50	0,52	1,04	1,04
Totale attivo (migl. euro)	<i>Media</i>	137.565,99	61.916,36	10.357,41	11.519,21
	<i>Mediana</i>	124.226,01	11.688,75	4.272,18	4.355,17
	<i>Std. Deviation</i>	98.744,72	99.115,46	19.780,59	24.826,04
Fatturato (migl. euro)	<i>Media</i>	107.049,27	69.486,81	11.846,77	12.908,47
	<i>Mediana</i>	62.030,97	17.791,67	5.222,61	5.249,80
	<i>Std. Deviation</i>	126.440,68	108.417,24	22.657,85	27.354,21

Fonte: nostre elaborazioni.

*La variabile "appartenenza territoriale" assume il seguente significato: 1 Nord-Ovest, 2 Nord Est, 3 Centro, 4 Sud, 5 Isole.

Le imprese che hanno aperto il capitale sono dunque quelle di dimensioni maggiori, sia in termini di numero di dipendenti che di fatturato e totale attivo, e sono in media le più mature; sono mediamente più piccole quelle che dichiarano di avere intenzioni future in tal senso.

Tab. 4- Caratteristiche delle imprese che intendono cedere in futuro quote di capitale a Banche o VCs.

<i>Caratteristiche</i>		<i>Si, a Banche</i>	<i>Si, ad altri Finanziatori</i>	<i>No</i>	<i>Totale</i>
Dipendenti 2004	<i>Media</i>	116,29	81,22	78,25	79,03
	<i>Mediana</i>	67	57,5	40	41
	<i>Std. Deviation</i>	179,73	81,29	145,52	142,38
Età dell'impresa	<i>Media</i>	29,55	25,93	27,56	27,46
	<i>Mediana</i>	24	26	23	23,5
	<i>Std. Deviation</i>	19,24	18,08	20,01	19,84
Appartenenza territoriale*	<i>Media</i>	2,27	2,11	2,10	2,10
	<i>Mediana</i>	2	2	2	2
	<i>Std. Deviation</i>	1,01	1,02	1,04	1,03
Totale attivo (migl euro)	<i>Media</i>	30.521,57	11.130,83	11.273,26	11.529,63
	<i>Mediana</i>	3.986,70	4.560,96	4.317,44	4.358,51
	<i>Std. Deviation</i>	77.050,55	22.985,67	23.378,54	24.839,99
Fatturato (migl. euro)	<i>Media</i>	32.720,40	11.012,40	12.774,87	12.916,15
	<i>Mediana</i>	6.866,95	5.616,43	5.246,08	5.248,89
	<i>Std. Deviation</i>	84.470,93	17.647,31	26.317,58	27.370,64

Fonte: nostre elaborazioni.

Occorre sottolineare che le 12 imprese che hanno dichiarato di aver aperto il capitale nel triennio considerato appartengono per lo più ai settori manifatturieri (8 su 12), solo 3 ai servizi e 1 al settore primario: il settore manifatturiero è prevalente anche per quelle imprese che dichiarano la volontà di aprire il capitale in futuro (52 su 72).

Tab. 5 - I motivi addotti dalle imprese per intendere o non intendere cedere in futuro quote di capitale

<i>Perché si?</i>	Numero	%	<i>Perché no?</i>	Numero	%
Finanziare iniziative innovative	47	5,85	Si temono intrusioni	432	53,79
Modificare la Struttura finanziaria	35	4,35	Timore di perdere controllo	188	23,41
Ricambio generazionale	34	4,23	Non se ne avverte la necessità	156	19,42
Supporto manageriale	29	3,61	Scarsa conoscenza PE e VC	99	12,32
Condividere rischio	23	2,86	Non si vuole condividere info	53	6,60
Risanare l'impresa	15	1,86	Incompatibilità con obiettivi partner	24	2,98

Fonte: nostre elaborazioni.

3.2.3 Utilizzo degli strumenti di Corporate Banking

La tab. 6 a fianco mostra, ordinati per grado di “utilizzo ripetuto”, la frequenza con cui le imprese dichiarano di utilizzare gli strumenti proposti. Come emerge dalla tabella, mentre moltissime imprese utilizzano gli strumenti tradizionali, sono ancora poche quelle che si avvalgono degli strumenti più innovativi. È interessante osservare le caratteristiche delle imprese che hanno affermato di utilizzare strumenti quali il leasing (posto che le imprese affermano che la quota del leasing sul debito bancario è in media pari al 15%), il factoring, l'LBO e la cartolarizzazione (cfr. tabella 7).

Tab 6 - Il grado di utilizzo degli strumenti di CB

<i>Servizi di Corporate Banking</i>	Utilizzo ripetuto	Utilizzo occasionale	Mai
Internet Banking	647	41	75
Riscossioni automatiche	635	63	83
Carta di credito aziendale	476	41	75
Sconto, anticipazioni	471	147	154
Fido	462	207	109
Polizze assicurative	408	150	208
Pagamenti Internazionali	344	194	218
Leasing	278	296	186
Mutuo	207	294	260
Finanziamenti agevolati	144	333	261
Asset management	102	130	552
Copertura rischi finanziari	65	209	468
Factoring	57	76	583
Consulenza su M&A	15	126	600
Prestiti in pool	12	34	695
Emissione obbligazioni	9	66	661
Ristrutturazione del debito	8	64	654
Project finance	6	16	713
Cartolarizzazione	5	12	720
Debito Mezzanino	3	6	732
LBO o MBO	1	15	727

Fonte: nostre elaborazioni.

Allo scopo di identificare le caratteristiche delle imprese che utilizzano (sia occasionalmente che frequentemente) gli strumenti suddetti, nella tabella seguente esse sono state suddivise secondo le due caratteristiche che si sono dimostrate le più significative, ossia l'età e la dimensione. Anche il rapporto di indebitamento (debiti totali su totale attivo) è stata una variabile oggetto di analisi (non sono riportati tuttavia in tabella i risultati relativi); le imprese che hanno un alto rapporto di indebitamento (superiore al 60%) dichiarano per l'80% di utilizzare il leasing, per il 21,5% di utilizzare il factoring e solo per il 2% di utilizzare il LBO.

Tab. 7 - Le imprese che utilizzano sia frequentemente che occasionalmente alcuni degli strumenti proposti

			Età dell'impresa (in anni)			Totale	Fatturato (in migl. euro)		Totale
			0-10	10-25	25 +		<10.000	>10.000	
Utilizzo del leasing	SI	Numero % di colonna	75 72,8%	247 79,4%	252 72,8%	574 75,5%	402 75,3%	167 77,3%	569 75,9%
	NO	Numero % di colonna	28 27,2%	64 20,6%	94 27,2%	186 24,5%	132 24,7%	49 22,7%	181 24,1%
Utilizzo del factoring	SI	Numero % di colonna	14 14,89%	71 24,31%	48 14,54%	133 18,57%	79 15,90%	53 25,24%	132 18,67%
	NO	Numero % di colonna	80 85,11%	221 75,68%	282 85,45%	583 81,42%	418 84,10%	157 74,76%	575 81,33%
Utilizzo della cartolarizzaz.	SI	Numero % di colonna	2 2,00%	7 2,33%	8 2,37%	17 2,31%	12 2,33%	5 2,35%	17 2,34%
	NO	Numero % di colonna	98 98,00%	293 97,67%	329 97,63%	720 97,69%	502 97,67%	208 97,65%	710 97,66%
Utilizzo del LBO	SI	Numero % di colonna	1 1,01%	4 1,31%	11 3,25%	16 2,15%	7 1,35%	9 4,17%	16 2,18%
	NO	Numero % di colonna	98 98,99%	302 98,69%	327 96,75%	727 97,85%	510 98,65%	207 95,83%	717 97,82%

Fonte: nostre elaborazioni. La variabile "rapporto di indebitamento" non è riportata in tabella per esigenze di spazio.

4. Conclusioni

4.1. L'offerta dei servizi di *corporate banking*

Lo scopo principale di questo lavoro è stato quello di analizzare il ricorso, da parte delle PMI italiane, agli strumenti di finanziamento alternativi al debito bancario, facendo riferimento sia all'apertura verso terzi del capitale di rischio che all'utilizzo di servizi evoluti di corporate banking. Nel caso italiano, come visto, la gamma dei servizi di finanziamento utilizzati dalle imprese, soprattutto se di piccole dimensioni, risulta particolarmente ristretta e per lo più confinata al credito bancario. In linea teorica, non mancano tuttavia, soprattutto dopo la recente riforma del diritto societario, gli strumenti finanziari per diversificare le fonti di finanziamento (oggi più facilmente integrabili con strumenti quali il debito mezzanino, il prestito partecipativo o il debito convertibile) né l'offerta di servizi di corporate e investment banking necessari per favorire detta diversificazione; nell'ultimo decennio, infatti, il processo di concentrazione nel settore bancario, risultante da un'intensa attività di fusioni e acquisizioni, consente oggi anche alle banche minori (comprese quelle di dimensione regionale o locale) di offrire alle imprese servizi più evoluti che in passato¹⁷.

Anche le PMI potranno dunque avere agevole accesso a più evoluti strumenti finanziari.

¹⁷ Caruso, 2006; Pelliccioni, 2006.

4.2. Riflessioni critiche sul finanziamento all'innovazione

Le PMI italiane non quotate, storicamente caratterizzate da una forte connotazione familiare, scarsa capitalizzazione, forte ricorso all'indebitamento a breve termine e mancanza di strumenti informativi di *cash flow planning*, presentano le maggiori difficoltà a reperire esternamente le risorse necessarie per supportare il proprio processo di crescita e sviluppo.¹⁸ Come visto, risulta ancora molto bassa l'attitudine delle PMI italiane ad aprire il proprio capitale di rischio a intermediari finanziari (bancari e non)¹⁹. Non mancando l'offerta, le motivazioni che sembrano disincentivare maggiormente la propensione delle PMI italiane ad aprire il proprio capitale di rischio a intermediari finanziari (bancari e non) sono riconducibili a due principali categorie: motivazioni di ordine *culturale*, da un lato (mancanza di una piena conoscenza delle peculiarità dei servizi di corporate banking disponibili sul mercato), di ordine *psicologico* (desiderio di non perdere il controllo, paura di subire un'eccessiva ingerenza da parte dell'intermediario finanziario nella gestione dell'impresa), dall'altro. Bassa rimane anche la percentuale di imprese disposte a supportare il proprio processo di crescita attraverso la quotazione (nel campione sono infatti 33 su 803) o il ricorso ad altre forme di finanziamento come i prestiti partecipativi; marginale è anche il ricorso ad altri strumenti finanziari più innovativi come il debito mezzanino, il project financing e altre forme di finanza strutturata²⁰.

Per incentivare lo sviluppo e il processo di innovazione tecnologica delle imprese occorrerebbe superare i problemi di ordine culturale e psicologico sopra evidenziati. Una parziale soluzione potrebbe essere quella di promuovere all'interno delle PMI italiane una maggior conoscenza dell'esistenza e delle caratteristiche peculiari dei servizi di corporate banking disponibili nel sistema finanziario, soprattutto con riferimento alla possibilità di aprire il proprio capitale di rischio a intermediari finanziari.

¹⁸ Si rinvia allo studio di KPMG, Capitalia (2003).

¹⁹ Circa il 90% delle imprese ha dichiarato di non essere disposta a cedere quote di capitale di rischio a intermediari finanziari esterni.

²⁰ I risultati della nostra ricerca sono tra l'altro in linea con altri studi a livello nazionale e internazionale. Si rinvia per esempio: Haggerty, Grigorian, Harter, Stewart, 2001; Bitler, Robb, Wolken 2001; Scott, Dunkelberg, Dennis 2003, Capitalia (2005), KPMG, Capitalia (2003), AIFI (2003).

Bibliografia

- AIFI (2004), "L'incontro tra domanda e offerta di capitale di rischio: il punto di vista dell'imprenditore", convegno 29 marzo 2004
- Alam P., Walton K.S., (1995) "Information Asymmetry and Valuation Effects of Debt Financing", *Financial Review*, 30 pp. 289-311.
- Allen F., Santomero A.M., (2001), "What do financial intermediaries do?", *Journal of Banking and Finance*, 25.
- Allen, F., Santomero, A.M., (1998), "The theory of financial intermediation", *Journal of Banking and Finance*, 21.
- Audretsch D., Lehmann E., (2002) "Debt or Equity? The Role of Venture Capital in Financing the New Economy Germany", CEPR W.P. N. 3656.
- Baeyens K., Manigart S., (2006), "Who gets private equity? The role of debt capacity, growth and intangible assets", Working paper Universiteit Gent, 2006/368
- Bayless M., Chaplinsky S., (1990) "Expectations of Security Type and the Information Content of Debt and Equity Offers", *Journal of Financial Intermediation*, 1 pp. 195-214.
- Bergemann D., Hege U., (1998) "Venture Capital Financing, Moral Hazard and Learning", *Journal of Banking and Finance*, pp. 703-35.
- Berger A.N., Udell G.F., (1998) "The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and debt markets in the Financial Growth Cycle" *Journal of Banking and Finance* 22, pp. 613-673.
- Bitler M., Robb A., Wolken D., (2001), "Financial Services Used by Small Businesses: Evidence from the 1998 Survey of Small Business Finances", *Federal Reserve Bulletin*, April.
- BVCA, (1998), "The Economic Impact of Venture Capital in UK".
- Byrne J.P., Davis, E.P. (eds.), (2003), "Financial structure. An investigation of sectoral balance sheets in the G-7", Cambridge, Cambridge University Press.
- CAPITALIA (2002), "Indagine sulle imprese manifatturiere. Ottavo rapporto sull'industria italiana e sulla politica industriale", Osservatorio sulle piccole e medie imprese.
- CAPITALIA (2004), "XXI indagine congiunturale: previsioni sull'utilizzo di alcuni servizi bancari", Osservatorio sulle piccole e medie imprese.
- CAPITALIA (2005), "Indagine sulle imprese italiane: Rapporto sul sistema produttivo e sulla politica industriale", Roma.
- Caruso A. (2006), "Strategie e organizzazione dei servizi di corporate banking: i grandi gruppi e le banche regionali", in R. Corigliano, "Corporate banking, credito e finanza delle imprese", Bancaria editrice, Roma.
- Caselli S. (2001), "Corporate banking per le piccole e medie imprese: il cambiamento delle strategie e dei processi gestionali della banca per lo sviluppo del rapporto con le Pmi", Roma, Bancaria.
- Caselli, Gatti (2005), "Structured Finance: Techniques, Products and Market", Springer Verlag, Berlin, Germany
- Cenni S. (2006), "La domanda di servizi di corporate banking e la finanza delle imprese", in Corigliano R., (2006), cap. 1.
- Coopers & Lybrand, Corporate Finance-EVCA, (1997), "The Economic Impact of Venture Capital in Europe", Zaventem.
- Corigliano R., (2006), "Corporate banking, credito e finanza delle imprese", Bancaria Editrice, Roma.

- Davila A., G. Foster, and M. Gupta (2003), "Venture capital financing and the growth of startup firms" *Journal of Business Venturing* 18 (6), 689-708.
- Demirguc-Kunt A., Maksimovic, V., (1998), "Law, finance, and firm growth", *The Journal of Finance*, 53,6.
- Dermiguc-Kunt, A., Levine, R., (eds.), (2001), "Financial structure and economic growth", Cambridge, The MIT Press.
- Diamond D. (1984) "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- Diamond D. (1991) "Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt" *Journal of Political Economy*, 99 pp. 688- 721.
- Fazzari S., Hubbard G., Petersen B.C. (1988) "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 pp. 141- 205.
- Florio A., (2003), "Il finanziamento alle imprese innovative. Quale ruolo per il sistema bancario?", working paper, Dipartimento di Ingegneria Gestionale Politecnico di Milano.
- Forestieri G., *Corporate e investment banking*, Egea 2003.
- Gompers P., Lerner J. (1999) "Capital Market Imperfections in Venture Markets: A report to the Advanced Tecnology Program", Washington, Department of Commerce.
- Gompers P., Lerner J. (2001b) "The Money of Invention", Boston Harvard Business School Press.
- Gompers P., Lerner J. (2001a) "The Venture Capital Revolution", *Journal of Economic Perspectives*, 15 pp. 145-168.
- Gompers P., Lerner J. (1998) "Venture Capital Distibutions : Short and Long run Reactions", *Journal of Finance*, 53 pp. 2161-2183.
- Gompers P. (1995) "Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital", *Journal of Finance*, 50 pp. 1461-1489.
- Guiso L. (1997) "High-tech Firms, Asymmetric Information and Credit Rationing" in Bagella M. (a cura di) , *Finance, Investment and Innovation*, Aldershot, Ashgate Publishing, pp. 275-307.
- Haggerty C, Grigorian K., Harter R., Stewart A., (2001), "The 1998 Survey of Small Business Finance", Working Paper The National Opinion Research Center.
- Howorth C. A., (2001), "Small firms' demand for finance: A research note", *International Small Business Journal* 19 (4), 78-86.
- James C. (1987) "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans" *Journal of Financial Economics*, 19, pp. 217-235.
- Kaplan S.N., Stromberg P. (2000) "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", NBER W.P. n. 7660.
- Kaplan S.N., Stromberg P. (2002) "Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capital Analysis", NBER W.P. N. 8764
- Kortum S. , Lerner J., (2000), "Assessing the contribution of venture capital to innovation" *RAND Journal of Economics* vol.31, p.674-692.
- Kortum S. , Lerner J., (1998), "Does Venture Capital Spur Innovation?", Working Paper June 1998.
- KPMG, Capitalia, L'ambiente finanziario ottimale. Far crescere l'impresa attraverso il credito, KPMG BAS SpA, 2003
- Manigart S., Sapienza, H., (1999), "Venture capital and growth", In: Sexton,D.L., Landström, H.(eds.), *The Blackwell handbood of entrepreneurship*, 240-285. Oxford (UK): Blackwell Publishers.

- Myers S.C., Majluf N.S. (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13 pp. 187-221.
- Myers S.C. (1984) "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.
- Palmucci F. (2006), "L'offerta dei servizi di corporate banking e la domanda da parte delle imprese" in Corigliano (2006), cap. 2.
- Pelliccioni G. (2006), "Le opportunità e i vincoli per le banche regionali nei servizi di corporate banking", in R. Corigliano (2006), "Corporate banking, credito e finanza delle imprese", Bancaria editrice, Roma.
- Petrella G. (2001), "Sistemi finanziari e finanziamento delle imprese innovative: profili teorici ed evidenze empiriche dall'Europa", working paper n°4, Ref RICERCHE E CONSULENZE PER L'ECONOMIA E LA FINANZA.
- Sahlman, W. (1990), "The Structure and Governance of Venture Capital Organizations", *Journal of Financial Economics* 27, 473-521.
- Sau L., (2003), *Gli Effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative*, Working paper preparato per il convegno: Innovare per competere. Come finanziare l'innovazione?, Novara, 22-23 maggio 2003.
- Scott J., Dunkelberg W., Dennis J., (2004) *Credit, Banks and Small Business*, The New Century, NFIB Research Foundation.
- Stiglitz J., Weiss A. (1988), "Banks as Social Accountants and Screening Devices for the Allocation of Credit", NBER W.P. N. 2710.
- Ueda M. (2002) "Banks versus Venture Capital", CEPR Discussion paper 3411.
- Ueda M. (2004) "Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation", *The Journal of Finance*, Vol. LIX, N. 2, April, pp. 601-618.
- Zacharakis A. L. and D. G. Meyer (1998), "A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process?" *Journal of Business Venturing* 13 (1), 57-76.
- Zambelli S. (2001b), "Il venture capital cycle: problemi di informazione asimmetrica e modalità di gestione del rischio", Bancaria Editrice.
- Zambelli S. (2001a), "Il finanziamento attraverso venture capital: caratteristiche distintive e modalità di realizzazione", Bancaria Editrice
- Zambelli S. (2002) "A Note on Leveraged Buyout Transactions in Italy: Economic and Legal Aspects", Working Paper W. Bigiavi n. 171, University of Bologna.
- Zambelli S. (2005 a), "Il Leveraged Buyout in Italia: controversie e casi aziendali", Aracne, Roma.
- Zambelli S. (2005 b), "LBOs in Italy: Institutional Issues", *Springler Verlag*, in Gatti, Caselli (A cura di) "Structured Finance: Techniques, Products and Market", *Springler Verlag*, Berlin, Germany, pp. 183-194.
- Zambelli S., (2005 c), "Il merger leveraged buy-out: rilevanza economica e giuridica", in "La finanza strutturata in Italia, Gatti, Caselli (a cura di), Bancaria Editrice, 2005, pp. 191-226.