



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Dottorato di Ricerca in Management and Law

Curriculum Economia Aziendale

XV ciclo n.s.

**LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE
PICCOLE IMPRESE: SCELTA O VINCOLO?
UN'INDAGINE TERRITORIALE**

Tutor:

Chiar.mo Prof. Sergio Branciarì

Tesi di Dottorato di:

Fabiana Mazzanti

Coordinatore del Dottorato di Ricerca:

Chiar.mo Prof. Luca Del Bene

Anno accademico 2015 – 2016

INDICE

Introduzione	1
---------------------------	----------

Capitolo 1

L'azienda: aspetti sistemici, economici e dimensionali	5
---	----------

1.1. Introduzione	5
1.2. L'azienda nella visione sistemica	6
1.2.1. La teoria sistemica.....	6
1.2.2. L'evoluzione del concetto di sistema in economia aziendale	8
1.2.3. Il sistema azienda e i suoi caratteri	11
1.2.4. Il fine del sistema azienda: l'equilibrio economico durevole	14
1.3. L'economicità del sistema azienda	15
1.4. L'azienda di piccole dimensioni	17
1.4.1. L'azienda di piccole dimensioni: la classificazione dimensionale	18
1.4.2. Caratteri distintivi della piccola azienda: aspetti quantitativi	19
1.4.3. Caratteri distintivi della piccola azienda: aspetti qualitativi	22
1.4.4. Le condizioni di equilibrio della piccola azienda	25
1.5. Il sistema azienda e le politiche finanziarie	27

Capitolo 2

Le scelte di struttura finanziaria: l'ottica sistemica	29
---	-----------

2.1. Introduzione	29
2.2. L'equilibrio patrimoniale	30
2.3. Il fabbisogno finanziario del sistema azienda.....	32
2.4. Le fonti di finanziamento	35
2.4.1. Le fonti interne e l'autofinanziamento	36
2.4.2. Le fonti esterne di finanziamento	39
2.5. Le decisioni di finanziamento	41

2.5.1. Le decisioni di finanziamento: la composizione delle fonti.....	43
2.5.2. Le decisioni di finanziamento: la coerenza fonti-impieghi.....	46
2.6. La struttura finanziaria e l'equilibrio patrimoniale.....	52
2.6.1. Gli indicatori per l'analisi della struttura finanziaria: la valutazione della solidità.....	56
2.6.2. Gli indicatori per l'analisi della struttura finanziaria: la valutazione della liquidità.....	59

Capitolo 3

Le scelte di struttura finanziaria delle PMI..... 63

3.1. Introduzione.....	63
3.2. Il comportamento finanziario delle PMI.....	64
3.3. Le principali teorie sulla struttura finanziaria.....	72
3.3.1. La Trade-Off Theory.....	74
3.3.2. La Pecking Order Theory.....	75
3.3.3. Il modello del Financial Growth Cycle.....	78
3.3.4. La verifica empirica delle teorie sulla struttura finanziaria.....	80
3.4. La struttura finanziaria delle PMI italiane.....	86
3.4.1. Il tessuto imprenditoriale italiano.....	86
3.4.2. Il ruolo della struttura proprietaria.....	88
3.4.3. Il finanziamento delle PMI italiane.....	91
3.4.4. L'indebitamento delle PMI e la crisi finanziaria.....	103

Capitolo 4

Le scelte di finanziamento delle PMI: un'analisi empirica 107

4.1. Premessa metodologica e disegno della ricerca.....	107
4.1.2. Quadro di riferimento e obiettivi della ricerca.....	109
4.1.2. Metodologia d'indagine.....	111
4.1.3. Individuazione del campione.....	115
4.2. Analisi su dati di bilancio: caratteristiche ed evidenze empiriche.....	118

4.2.1. Le caratteristiche del campione.....	119
4.2.2. I risultati dell'analisi: la composizione degli impieghi e delle fonti	123
4.2.3. I risultati dell'analisi: la solidità patrimoniale	133
4.2.4. I risultati dell'analisi: la liquidità	139
4.2.5. Considerazioni conclusive	148
4.3. Indagine campionaria: caratteristiche ed evidenze empiriche	150
4.3.1. Le caratteristiche delle imprese analizzate.....	152
4.3.2. I risultati dell'analisi: assetto proprietario e gestionale.....	155
4.3.4. I risultati dell'analisi: il ruolo della funzione finanziaria.....	159
4.3.5. I risultati dell'analisi: il rapporto banca-impresa	162
4.3.6 Considerazioni conclusive	169
Conclusioni	173
Bibliografia.....	183
Appendice	203

INTRODUZIONE

Nonostante i crescenti fenomeni di ampliamento delle dimensioni d'impresa, legati ai processi di concorrenza determinati dalla competizione globale, il ruolo delle imprese minori rimane determinante nel tessuto sociale e produttivo di molti paesi, e del nostro in particolare. I dati 2013 della Commissione Europea indicano che in Italia il 99,9% delle imprese è costituito da micro, piccole e medie imprese (anche se queste ultime pesano solo per lo 0,5% sul totale) e solo il residuo 0,1% è rappresentato da imprese di grandi dimensioni¹.

Nonostante l'eccellenza del nostro tessuto imprenditoriale, ci sono degli aspetti caratteristici della struttura finanziaria delle piccole imprese che ne minacciano la crescita e la competitività: il basso livello di capitalizzazione e la forte dipendenza dall'indebitamento, soprattutto bancario. Infatti, la piccola dimensione, il ruolo svolto dal sistema finanziario italiano, da sempre fondato sul ruolo preminente delle banche rispetto al mercato, l'assetto proprietario e gestionale, a carattere prevalentemente familiare, rendono difficile o non adatto, per queste imprese, il ricorso al mercato dei capitali. Quella che emerge è una struttura finanziaria estremamente fragile e vulnerabile, poco adatta a fronteggiare situazioni economico-finanziarie sfavorevoli e ad affrontare e sostenere la sfida dell'innovazione e dello sviluppo.

All'interno del quadro di riferimento delineato, l'obiettivo di questo lavoro di ricerca è quello di esaminare, attraverso un'indagine empirica, le scelte di finanziamento delle micro, piccole e medie imprese del territorio della provincia di Ancona, le logiche che guidano le scelte del soggetto economico e i vincoli cui queste sono assoggettate e, infine, l'impatto di tali scelte sulla struttura finanziaria

¹ Commissione europea "2013 Small Business Act Fact Sheet, Italy".

di tali imprese e sulla sua solidità. In particolare ci si propone di verificare, alla luce dei contributi dottrinali, alcuni aspetti specifici delle piccole imprese quali la presenza e il ruolo dell'autofinanziamento, l'esistenza di *equity gap*, il peso dell'indebitamento, gli effetti prodotti dalla crisi finanziaria sulle performance aziendali, sulla liquidità e sugli investimenti e la capacità di tali imprese di operare in condizioni di equilibrio patrimoniale-finanziario.

La domanda che alimenta il processo di ricerca è la seguente: “Le logiche che guidano il soggetto economico delle aziende minori nelle scelte di finanziamento sono soggette a vincoli endogeni ed esogeni?”

Nell'aspetto metodologico, i temi trattati sono stati approfonditi sia dal punto di vista teorico, attraverso l'analisi della letteratura nazionale e internazionale, sia dal punto di vista empirico, attraverso un'indagine rivolta alle imprese minori della provincia di Ancona. Dal punto di vista della struttura, l'elaborato è stato articolato in due parti: una parte teorica e una empirica.

La prima parte di natura teorica è articolata in tre capitoli. Il primo capitolo delinea il concetto di azienda, secondo un approccio sistemico, analizzandone i caratteri, le finalità e gli equilibri. È infatti l'azienda, con i suoi equilibri e la necessità di perdurare in modo autonomo, a garantire il *leit motiv* di questo approccio. Questo ha permesso di contestualizzare e di meglio comprendere le tematiche predominanti che saranno svolte successivamente, relative al fabbisogno e alla struttura finanziaria dell'azienda e quindi alle scelte di politica finanziaria. Inoltre, è stato messo a fuoco l'oggetto di studio piccola impresa, predominante nel tessuto economico-produttivo italiano, soffermandosi sulla sua definizione e sui principali caratteri distintivi, secondo la dottrina prevalente.

Il secondo capitolo, sulla base dei principali contributi dottrinali nazionali, si sofferma sull'equilibrio patrimoniale e quindi sia sul rapporto di composizione delle fonti, sia sul loro grado di coerenza con gli investimenti, in termini di elasticità

e durata. Nell'ambito di tale tematica, si definisce il concetto di "fabbisogno finanziario" e si affronta il problema della scelta delle fonti di finanziamento, qualitativamente e quantitativamente più appropriate alla sua copertura, tenendo conto di una serie di fattori discriminanti endogeni ed esogeni. Questo per consentire all'impresa di operare in condizioni di equilibrio, così da garantire la continuità aziendale. Infine si procede all'esame della struttura finanziaria, in cui si estrinseca il binomio fonti-impieghi, e degli indicatori ad essa collegati, che permettono di verificare la capacità dell'azienda di raggiungere l'equilibrio patrimoniale e finanziario.

Il terzo capitolo si concentra sulle scelte di struttura finanziaria delle piccole imprese e sul loro posizionamento rispetto alle teorie sulla struttura finanziaria, ripercorrendo le motivazioni teoriche e i principali risultati empirici, attraverso il contributo della letteratura economica e finanziaria. In particolare, ci si sofferma sull'analisi del comportamento finanziario delle imprese minori, legato alle diverse caratteristiche di tipo personale e motivazionale che lo contraddistinguono rispetto alle grandi imprese. Si passano, quindi, in rassegna le principali teorie della struttura finanziaria che sembrano meglio spiegare la struttura finanziaria delle PMI e si presentano delle evidenze empiriche relative allo loro applicabilità alle imprese minori. Il capitolo si chiude con la descrizione, sulla base di una serie di indagini empiriche, della struttura finanziaria delle micro, piccole e medie imprese italiane, caratterizzata da un basso livello di capitale di rischio e dall'elevata incidenza del debito, soprattutto bancario e di breve termine.

Il quarto capitolo è dedicato all'analisi empirica: sono presentati i risultati di una ricerca condotta su un campione di micro, piccole e medie imprese, operanti nella provincia di Ancona. L'indagine empirica, volta ad analizzare le conseguenze delle scelte di finanziamento sulla struttura finanziaria delle imprese del campione, si è sviluppata su due diverse ma complementari prospettive di analisi. La prima

parte è condotta mediante l'analisi dei dati di bilancio e si avvale dei principali indicatori per la valutazione del complessivo equilibrio finanziario e patrimoniale delle imprese. La seconda parte dell'analisi, svolta tramite un'indagine campionaria, ha indagato su assetti proprietari, ruolo della funzione finanza e rapporti con il sistema finanziario per evidenziare le motivazioni che stanno alla base del comportamento delle aziende esaminate nelle proprie scelte di finanziamento.

La parte finale è dedicata alle conclusioni, alle possibili implicazioni teoriche e pratiche, nonché alle limitazioni della ricerca.

CAPITOLO 1

L'AZIENDA: ASPETTI SISTEMICI, ECONOMICI E DIMENSIONALI

1.1. Introduzione

L'azienda è un fenomeno unico, ma in continua evoluzione, di cui possono essere date interpretazioni diverse in relazione al luogo, al tempo, alla cultura prevalente, alle impostazioni di studio. Ciascuna interpretazione non è in contrapposizione con le altre; ognuna di esse rappresenta un tassello per indagare l'oggetto d'analisi azienda nei suoi molteplici aspetti, contribuendo all'ampliamento e al consolidamento delle conoscenze.

“... L'azienda è indubbiamente quella che è e nessuno può cambiarla. Le definizioni che di essa sono state date e che sempre si daranno non sono altro che “interpretazioni diverse” di uno stesso fenomeno ...”¹

In tal senso, nel corso del tempo, si è giunti a una serie di definizioni per cercare di “spiegare” il fenomeno azienda, i suoi caratteri e i suoi fini; tali definizioni, ascrivibili alle diverse teorie, hanno fatto ricorso ad analogie di tipo giuridico, sistemico, biologico, istituzionale². L'azienda si modifica al variare dei bisogni umani in quanto strumento per il suo soddisfacimento.

¹ GIANNESI E. (1960), *Le aziende di produzione originaria, Le aziende agricole*, Cursi, Pisa, p. 41.

² Si tratta rispettivamente della teoria contrattualistica, della teoria sistemica, della teoria organicistica e di quella istituzionalista. Per gli opportuni approfondimenti si rinvia a CATUOGNO S. (2000), “Alcune considerazioni sulle interpretazioni teoriche del concetto di azienda”, in VIGANÓ E. (a cura di), *Azienda. Contributi per un rinnovato concetto generale*, Cedam, Padova, pp. 421 e ss.

In questo capitolo, l'analisi del concetto di azienda, dei suoi caratteri, dei suoi fini e dei suoi equilibri, è volta a contestualizzare alcuni aspetti che saranno sviluppati successivamente, relativi al fabbisogno e alla struttura finanziaria della stessa, con focalizzazione sulle aziende minori, data la loro rilevanza nel panorama economico italiano. In particolare si esaminerà l'azienda secondo l'approccio sistemico, per il suo importante influsso nella dottrina economico-aziendale italiana.

1.2. L'azienda nella visione sistemica

La teoria sistemica, tra le tante, è stata quella che ha avuto maggior seguito, anche per la superiore completezza d'analisi, dovuta al particolare approccio ai problemi scientifici³.

1.2.1. La teoria sistemica

Un notevole contributo all'analisi del fenomeno azienda è venuto da un ampio filone di studi, la *teoria generale dei sistemi*⁴, avviato dal biologo Bertalanffy alla fine degli anni '40 del secolo scorso, volto a superare la forte specializzazione delle diverse discipline per pervenire a un approccio di studio unitario.

In realtà, più che di una vera e propria teoria, si tratta di un diverso metodo di indagine e di ricerca, che si rivolge a tutti i campi scientifici. La teoria generale dei sistemi si propone, infatti, di creare un modello che abbia validità universale per giungere all'unitarietà della scienza⁵. Il sistema rappresenta lo strumento per ricondurre l'insieme eterogeneo delle conoscenze delle diverse discipline alla

³ PAOLINI A. (2014), "L'azienda", in MARCHI L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, p.18.

⁴ BERTANLAFFY L. (1951), "General System Theory: a new approach to unit of science", *Human Biology*. dec.

⁵ BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schema d'analisi*, Giappichelli, Torino, pp.12-15;

sintesi, attraverso un corpo ordinato di principi e regole, fornendo uno strumento unitario e interdisciplinare e un nuovo approccio ai problemi scientifici. Esso diventa “*the skeleton of science*”⁶.

La teoria si fonda su due elementi: il concetto di sistema e il concetto di equilibrio dinamico. Il sistema, secondo Bertalanffy, è “*una combinazione di parti o elementi riuniti in un tutto funzionale e vitale*”⁷, espressione volutamente generica per poter assumere valore universale. Il riferimento all’equilibrio dinamico permette di spiegare l’interazione dei processi vitali dei diversi fenomeni.

In particolare la teoria attua un parallelo tra sistemi sociali e sistemi biologici, grazie a una “*finzione personificativa*”⁸ e quindi, in entrambi, si individua un flusso di energia rispetto all’ambiente e una sua trasformazione continua.

La vastità e la complessità del sistema sociale ha reso necessario orientare l’analisi in modo più specifico. L’economista americano Boulding, rivolgendo la sua attenzione soprattutto ai sistemi sociali, di cui le aziende rappresentano “*l’espressione più elevata del comportamento umano sul piano economico*”⁹, ritiene che la teoria generale dei sistemi possa portare i contributi più importanti nell’ambito delle scienze economiche e in particolare nel management.¹⁰

Nell’ambito dell’economia aziendale, la teoria generale dei sistemi ha comportato una positiva evoluzione, consentendo di dare una maggiore unità e organicità alle conoscenze e consentendo un ritorno alla sintesi.

⁶ BOULDING K. (1956), “General System Theory. The skeleton of science”, in *Management Science*, n.3

⁷ BERTANLAFFY L. (1951), “General System Theory”, cit., p.303.

⁸ BERTANLAFFY L. (1951), “General System Theory”, cit., p.308.

⁹ BERTINI U. (1990), *Il sistema d’azienda. Schema d’analisi*, cit., p 34.

¹⁰ BOULDING K. (1956), “General System Theory. The skeleton of science”, cit., p.207.

1.2.2. L'evoluzione del concetto di sistema in economia aziendale

Anche prima dell'elaborazione della suddetta teoria, il riferimento al sistema non era nuovo nel campo delle discipline aziendali e non erano mancati "anticipatori" della nuova concezione già alla fine dell'800 con autori come Cerboni, Rossi e Besta, solo che la natura sistemica era studiata unicamente sotto la prospettiva ragionieristica e della "*scienza dell'amministrazione aziendale*"¹¹. Sarà solo successivamente, grazie al contributo di Zappa e dei suoi allievi, che si svilupperà una visione sistemica nell'ambito dell'economia aziendale, soffermandosi sia sul carattere di unitarietà del complesso aziendale¹², i cui componenti sono legati da un forte vincolo di complementarietà e interdipendenza, sia sulla concezione dinamica dell'azienda.

Con Zappa, si introduce lo schema concettuale di "sistema". Egli, infatti, identifica l'azienda come "*il sistema di tutte le aziende*" e argomenta che esso è collegato al "sistema sociale", "*dal quale non può essere separato che per astrazione*"¹³ e al "*sistema della dinamica economica d'impresa*"¹⁴, intendendo con quest'ultima espressione il sistema della singola azienda. Lo stesso Autore identifica l'azienda come "*unità economicamente coordinata*" non risultante dalla somma dei suoi componenti e vista come "*sistema interconnesso continuamente perturbato*"¹⁵. Il sistema d'azienda viene analizzato in tutte le sue manifestazioni, nelle sue cause e nei suoi effetti, in modo da individuare una serie di sottosistemi in cui si realizza la coordinazione dell'attività economica.

¹¹ Una breve sintesi della visione sistemica, anche se solo a livello di affermazione generale, nel pensiero di questi autori è evidenziata da BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schema d'analisi*, cit., pp.20-23.

¹² FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, p.5.

¹³ ZAPPA G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, Milano, p. 167.

¹⁴ ZAPPA G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, cit., p. 164.

¹⁵ ZAPPA G. (1937), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, pp. 13-14.

Sulla scia di tale impostazione, anche i successivi studi hanno sottolineato il carattere sistemico e unitario del fenomeno aziendale. Ceccherelli, infatti, definisce l'azienda come *“un organismo risultante dalle aggregazioni di organismi minori, la cui attività diretta a fini specifici, deve fondersi per integrazione dei fini stessi in un unico motivo e in un unico risultato”*¹⁶.

Un contributo rilevante all'unitarietà aziendale e alla visione sistemica dell'azienda si ritrova nel pensiero di Giannessi, che pone l'accento sulla composizione delle forze interne e esterne che con essa interagiscono e sulle interrelazioni tra le operazioni aziendali.

In particolare, l'autore individua tre tipi di ordini¹⁷ indispensabili per l'esistenza dell'azienda:

- L'ordine combinatorio che riguarda la modalità con cui i fattori produttivi vengono organizzati all'interno dell'azienda, variando continuamente e assumendo valori e significati diversi;
- L'ordine sistemico che è caratterizzato *“dal continuo avvicinarsi delle operazioni, ognuna delle quali non si verifica in maniera casuale, ma in stretta connessione con le altre e, insieme ad esse, in conformità del fine perseguito dall'azienda”*. Questo tipo di ordine determina la formazione di una struttura di grado superiore che è il *“sistema”*¹⁸;
- L'ordine di composizione che si basa sul fatto che le forze interne ed esterne, lasciate libere di agire, possono alterare l'equilibrio strutturale della

¹⁶ CECCHERELLI A. (1964), *Problemi di economia aziendale*, Cursi, Pisa, p. 45.

¹⁷ GIANNESI E. (1960), *Le aziende di produzione originaria. Le aziende agricole*, cit., pp.51-56. Tale impostazione ha pervaso anche successivi studi. Secondo Caramiello, ad esempio, l'unitarietà dell'azienda è scomponibile nei tre ordini elementari ciascuno dei quali si manifesta in triplice aspetto: qualità, quantità e tempo. CARAMIELLO C. (1993), *L'azienda. Alcune riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, pp. 67-71.

¹⁸ GIANNESI E. (1960), *Le aziende di produzione originaria. Le aziende agricole*, cit., p. 51. Tale ordine è artefice dell'unità spazio – temporale, della coerenza e dei legami intercorrenti tra le operazioni aziendali.

combinazione economica, quindi è necessario procedere al loro miglior coordinamento.

Anche Amaduzzi riprende il concetto di sistema per spiegare l'azienda e i suoi fenomeni. In particolare l'autore definisce l'azienda come "*un sistema di forze economiche*", umane e materiali, complementari all'ambiente circostante, che sviluppa un processo di produzione e/o di consumo a favore del soggetto economico e degli altri soggetti operanti nella stessa¹⁹. In tal modo, Amaduzzi pone in evidenza i legami dell'azienda con l'ambiente in cui opera e individua i caratteri distintivi dell'azienda, ossia "*l'essere l'azienda un sistema*" in cui i fatti hanno carattere economico e "*l'essere tale sistema non coincidente con quello dell'individuo e l'essere cellula del sistema economico complessivo*"²⁰.

Secondo Onida, l'azienda viene intesa come un "*mobile complesso o un sistema dinamico, caratterizzato "dall'unitarietà pur nella sua molteplicità"*" e dalla "*permanenza nella sua mutabilità*"²¹. In questo modo l'autore vuole evidenziare, sia il carattere unitario dell'azienda, nonostante la molteplicità dei componenti e delle loro connessioni, sia il carattere della continuità aziendale, nonostante i mutamenti delle variabili interne ed esterne che la coinvolgono.

Masini evidenzia la complessa natura sistematica dell'azienda, che può essere osservata come "*sistema generale di accadimenti economici*", mediante la scomposizione in innumerevoli sottosistemi, elementi del "*complessivo ed unitario dinamico sistema d'azienda*"²², ponendo l'accento sui suoi caratteri di sistema continuo, dinamico, misto, relativo o aperto.

¹⁹ AMADUZZI A. (1963) *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, p.20.

²⁰ AMADUZZI A. (1963) *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, cit., p.19.

²¹ ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, Utet, Torino, pp. 3 ss.

²² MASINI C. (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, pp.18-19.

L'ancor più recente contributo di Ferrero sottolinea la validità e l'affermazione della teoria sistemica dell'azienda, che si presenta come un insieme coordinato di elementi complementari che nel loro interagire, aggregarsi e combinarsi danno vita a un "complesso unitario"²³.

Un'ulteriore rivisitazione sistemica dell'azienda è riscontrabile anche nell'opera di Bertini, dove essa viene considerata come "unità economica del sistema sociale"²⁴. Inoltre, l'autore puntualizza che "il carattere sistemico dell'azienda dipende dalla stessa natura delle operazioni di gestione che risultano intimamente legate tra loro da un rapporto del tipo "da causa ad effetto". [...] Si delinea pertanto una struttura di ordine superiore alla quale è possibile dare il nome di sistema. Tale struttura è dinamica, nel senso che si rinnova continuamente per effetto del mutare dei vincoli interni e delle condizioni ambientali"²⁵.

1.2.3. Il sistema azienda e i suoi caratteri

L'azienda può quindi essere intesa come un sistema, ossia un complesso economico i cui componenti sono interrelati in modo unitario per il raggiungimento di un obiettivo comune.

L'approccio sistemico consente di cogliere, non solo le relazioni che intercorrono tra le componenti del sistema, ma anche le relazioni che si instaurano tra l'azienda e le molteplici entità sistemiche che caratterizzano il contesto di riferimento²⁶.

²³ FERRERO G. (1980), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, p. 6

²⁴ BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, cit., p. 29.

²⁵ BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, cit., p. 29.

²⁶ Sul rapporto azienda-ambiente si rimanda tra gli altri a: CATTURI G. (2000), *L'azienda e l'ambiente in cui vive e opera*, Cedam, Padova.

Il concetto di sistema, quindi, permette di integrare l'azienda in sistemi più ampi e di approfondirne la conoscenza mediante la scomposizione in sottosistemi²⁷.

Applicando l'ottica sistemica, si possono delineare una serie di caratteristiche del sistema azienda, derivanti, per lo più dalla teoria generale dei sistemi. Tali caratteristiche fanno dell'azienda un sistema aperto, dinamico, complesso, finalizzato, probabilistico, cibernetico.

L'azienda è un sistema aperto perché interagisce continuamente con l'ambiente esterno relazionandosi con le altre istituzioni sociali e i soggetti esterni, condizionandosi reciprocamente²⁸. Infatti, da un lato, il sistema ambiente condiziona l'azienda, perché le forze che sprigiona e il sistema di vincoli e opportunità che da esso derivano, ne impongono mutamenti; dall'altro il sistema azienda, assorbe, ricombina e restituisce all'esterno nuovo valore, con le sue azioni e i suoi output, diventando a sua volta un "convertitore" di cultura²⁹.

Il sistema azienda è dinamico perché la sua struttura "*si rinnova continuamente per effetto dei vincoli interni e delle condizioni ambientali*"³⁰, nel tempo e nello spazio. Infatti, il sistema aziendale è in grado di rispondere agli stimoli interni e esterni ponendo in essere un comportamento proattivo o reattivo, in modo da mantenersi in uno stato di equilibrio (omeostasi)³¹. È questa capacità che permette all'azienda, partendo da situazioni sempre diverse, di raggiungere

²⁷ FERRERO G. (1980), *Impresa e management*, cit.; BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, cit.; CANZIANI A. (2006), *Lezioni di economia aziendale*, Cedam Padova; MARCHI L. (a cura di) (2014), *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Giappichelli, Torino. I lavori dei succitati autori offrono un'analisi dell'azienda scomponendola in sottosistemi lungo diverse direttrici.

²⁸ PODOGHE F. (1992), *La localizzazione. Aspetti e riflessi economico-aziendali*, Pacini Editore, Pisa, p.34; CONSORTI A. (1991), "Sulle correlazioni tra i sub sistemi componenti il sistema-azienda ed il sistema-ambiente", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 9-10, pp. 466 e ss.

²⁹ CATTURI G. (a cura di) (2010), *L'armonia della complessità della crescita allo sviluppo aziendale*, Cedam, Padova, p.20.

³⁰ BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, cit., p. 29.

³¹ FERRERO G. (1980), *Impresa e management*, cit., p.10; CAPALDO P. (1998), *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, pp. 3-4.

condizioni di equilibrio dinamico³² e di sopravvivere in un contesto turbolento, perseguendo la finalità istituzionale di creazione durevole di valore³³.

Il sistema azienda è complesso³⁴ per la presenza di una pluralità di elementi differenti che interagiscono costantemente, dando luogo a rapporti e interrelazioni sempre mutevoli e imprevedibili.

Il sistema azienda è considerato probabilistico³⁵ perché il suo funzionamento è continuamente soggetto a rischi, che minacciano non solo il raggiungimento degli obiettivi, ma anche la stessa capacità di esistenza dell'azienda.

Il sistema azienda è cibernetico perché è dotato di meccanismi di autoregolazione per adattarsi agli stimoli positivi e negativi che provengono dall'ambiente, senza che la durabilità del sistema venga compromessa. Esso permette di confrontare gli obiettivi prefissati con i risultati ottenuti e, eventualmente, di delineare gli interventi correttivi da intraprendere³⁶.

Infine l'azienda è un sistema finalizzato perché, nel suo insieme e nelle sue componenti, è volta al raggiungimento di un certo risultato. Tale tema del sarà oggetto di approfondimento nel successivo paragrafo.

³² Onida, a tale proposito parla di "permanenza nella mutabilità". ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p. 4.

³³ Per approfondimenti si rinvia a: CAVALIERI E., FERRARIS FRANCESCHI R. (2005), *Economia aziendale. Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino; GIACOSA E. (2015), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, FrancoAngeli, Milano; MARCHI L. (2014), *Introduzione all'economia aziendale: il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, cit.

³⁴ GIACOSA E. (2015), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, cit., p.23; MARCHI L. (2014), *Introduzione all'economia aziendale: il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, cit., p.22.

³⁵ GIACOSA E. (2015), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, p.23; MARCHI L. (2014), *Introduzione all'economia aziendale: il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, cit., p.22.

³⁶ AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (2005), *Corso di economia aziendale*, il Mulino, Bologna, p.74.

1.2.4. Il fine del sistema azienda: l'equilibrio economico durevole

In ambito aziendale è stata ampiamente dibattuta la tematica del fine della sua attività. In particolare un primo orientamento, che muove dall'opera di Zappa, vede come fine dell'azienda il soddisfacimento dei bisogni umani³⁷. Un secondo orientamento considera l'azienda come "strumento" per la soddisfazione dei bisogni³⁸. In altre parole, l'azienda si pone come strumento attraverso il quale si svolge l'attività economica finalizzata a "*produrre e distribuire valore*" tra tutti i soggetti che interagiscono con essa³⁹. Ad essa non possono essere attribuiti fini propri, ma solo in via riflessa. Essa si pone come mezzo per la realizzazione degli scopi di altri soggetti, quelli dei "*soggetti volitivi dei quali l'azienda costituisce lo strumento del sistematico operare in campo economico*"⁴⁰, riconducibili al "soggetto economico"⁴¹, di cui in dottrina sono state date diverse definizioni e interpretazioni⁴²

Le finalità dell'azienda sono, quindi, di ordine strettamente economico e strumentali rispetto al fine del soggetto economico, che è guidato da una pura logica di potere nella sua azione di governo. È necessario che l'azienda persegua un equilibrio stabile e durevole, atto a garantire la presenza della stessa sul mercato e il superamento dei conflitti che possono generarsi in capo al soggetto economico⁴³.

³⁷ Zappa, in tale direzione identifica che "la ragion d'essere dell'azienda, il suo motivo come istituto economico destinato a perdurare sta dunque nel soddisfacimento dei bisogni umani" ZAPPA G., AZZINI L., CUDINI G. (1955), *Ragioneria generale*, Giuffrè, Milano, p. 2; AMODEO D. (1965), *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, p. 12.

³⁸ FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p.5; pag. 5.

³⁹ BORGONOV E. (1994), "Dalla storicizzazione dei fini e dalla flessibilità dei mezzi il contributo delle aziende non profit al progresso economico e sociale", in AA.VV. *L'elasticità dell'azienda di fronte al cambiamento*, Atti del convegno annuale AIDEA, Clueb, Bologna, p. 203.

⁴⁰ FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 26.

⁴¹ BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schema d'analisi*, cit., p. 42.

⁴² ONIDA P. (1971). *Economia d'azienda*, cit., pp.21-22; "la «figura» per conto della quale l'attività si svolge": GIANNESI E. (1960), *Le aziende di produzione originari. Le aziende agricole*, cit., p.83. Per ulteriori impostazioni si vedano: FERRERO G. (1968), *Istituzioni di Economia d'azienda*, cit., p. 48; AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (1994), *Economia aziendale*, cit., pp. 41 e ss.

⁴³ BERTINI U. (1990), *Il Sistema d'azienda. Schema d'analisi*, cit., p. 43.

Si può, quindi, affermare che il fine dell'azienda è “*dato dal conseguimento di un determinato equilibrio economico, promanante dalla combinazione di determinati fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, aventi un carattere durevole e, sotto un certo aspetto, evolutivo*”⁴⁴. Tale espressione, oltre a richiamare la natura temporale, porta con sé il principio di economicità, criterio di condotta che permette di garantire il duraturo funzionamento dell'azienda.

Esiste, quindi, un unico fine generale, uguale per tutte le aziende, diverso da quello del soggetto economico, che varia da un'azienda ad un'altra. Tale fine generale è rappresentato dalla “*creazione di valore per l'azienda stessa e per tutte le differenti categorie di portatori di interesse comunque coinvolti e socialmente riconosciuti. [...] Nella creazione sistematica di valore (e non nell'ottenimento del profitto) si estrinseca la condizione di equilibrio economico a valere nel tempo*”⁴⁵. L'azienda crea valore se il valore della produzione è sistematicamente superiore al valore delle risorse consumate nello svolgimento dell'attività di produzione.

Il raggiungimento di questo fine è fondamentale per l'esistenza dell'azienda e la sua sopravvivenza nel tempo.

1.3. L'economicità del sistema azienda

Ogni azienda, per perseguire le sue finalità istituzionali e creare valore, deve essere capace di perdurare nel mutevole ambiente socio-economico di cui fa parte e di operare in modo autonomo⁴⁶. Questo è possibile se il sistema azienda è in grado di rispettare non solo le condizioni di equilibrio, ma anche le condizioni di efficacia

⁴⁴ GIANNESI E. (1960), *Le aziende di produzione originaria. Le aziende agricole*, cit., p. 73.

⁴⁵ CAVALIERI E. (2010), “Le nuove dimensioni dell'equilibrio aziendale. *Contributo alla rivisitazione della teoria*”, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, marzo-aprile, n.3-4, p.131.

⁴⁶ MARZO G. (2012), *Teorie d'azienda e politiche finanziarie*, FrancoAngeli, Milano, p.58.

e di efficienza nello svolgimento della sua attività, cioè se la sua condotta strategico-operativa è ispirata al principio di economicità.

Il concetto di economicità è stato oggetto di una molteplicità di definizioni e interpretazioni nella dottrina economica italiana⁴⁷.

L'economicità, come criterio di gestione complesso, deve guidare tutte le scelte aziendali verso il raggiungimento del fine istituzionale⁴⁸, combinando il rispetto delle “*condizioni di funzionamento*” e il conseguimento delle “*condizioni finalistiche*” relative all'equilibrio economico, per il tramite degli equilibri particolari⁴⁹.

Cavalieri⁵⁰, nel suo contributo alla rivisitazione della teoria dell'equilibrio economico, individua due diverse accezioni del concetto di economicità. In una prima accezione, più generale, si fa riferimento all'economicità come “*permanente tensione all'efficacia strategica e all'efficienza operativa*”, ossia come “*metodo per l'azione*”. In una seconda accezione, più specifica per le imprese, l'economicità, intesa come “*produttività economica*”, coincide concettualmente con l'equilibrio economico, cioè con la finalità generale di creazione di valore.

Sulla scia di quanto esposto, anche Sòstero propone uno schema interpretativo in cui l'economicità viene intesa come la “*capacità dell'azienda di*

⁴⁷ AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (1994), *Economia aziendale*, cit., cap. IX; CASSANDRO P.E. (1980), “Sul concetto di «economicità» aziendale”, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, maggio-giugno, n.5-6; CAVALIERI E. (2000), “L'economicità e le condizioni di equilibrio del sistema d'impresa”, in CAVALIERI E (a cura di), *Economia aziendale*, Giappichelli, Torino; CAVALIERI E. (2010), “Le nuove dimensioni dell'equilibrio aziendale”, cit. pp.125-141; ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., cap.2; PAOLINI A. (2014), “Le condizioni di equilibrio aziendale”, in MARCHI L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, pp.373-431; SÒSTERO U. (2003), *L'economicità delle aziende. Rappresentazione e valutazione delle performance e dell'equilibrio nelle imprese, nelle aziende non profit e nelle aziende pubbliche*, Giuffrè, Milano, pp. 2-15.

⁴⁸ FERRARIS FRANCESCHI R. (1984), *Finalità dell'azienda e condizioni di funzionamento*, Servizio editoriale universitario, Pisa, p.63.

⁴⁹ FERRARIS FRANCESCHI R. (2002), “Etica ed Economicità”, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, maggio-giugno, n.5-6.

⁵⁰ CAVALIERI E. (2010), “Le nuove dimensioni dell'equilibrio aziendale”, cit., pp. 136-137.

*perdurare massimizzando l'utilità delle risorse impiegate e dipende congiuntamente dalle performance aziendali e dal rispetto delle condizioni di equilibrio che consentono il funzionamento dell'azienda"*⁵¹. Tale modello permette di considerare e di misurare separatamente i diversi elementi; tuttavia, solo il conseguimento congiunto e simultaneo delle performance di efficacia ed efficienza e il rispetto degli equilibri aziendali - economico, patrimoniale e finanziario-monetario - permette di perseguire l'economicità nella sua accezione più ampia.

1.4. L'azienda di piccole dimensioni

Nell'ambito degli studi economici, sociologici e aziendali, si ritrovano numerosi contributi che si sono focalizzati sulle dimensioni aziendali, e in particolare sulla piccola azienda, cercando di delinearne i caratteri distintivi⁵².

Nel solco dell'impostazione metodologica sulla conduzione della ricerca economico-aziendale, si è cercato di mettere a fuoco l'oggetto di studio piccola impresa, soffermando l'attenzione sulla sua definizione e sui caratteri distintivi, in base alla dottrina prevalente⁵³.

Numerosi sono stati i tentativi, sia in letteratura sia da parte delle istituzioni, di fornire una definizione di sintesi del fenomeno analizzato. Così come molteplici sono state le interpretazioni, in base all'approccio adottato o alle finalità perseguite, focalizzate su aspetti qualitativi e/o quantitativi.

Al riguardo, si è partiti dal problema definitorio delle piccole imprese per poi occuparsi dei principali contributi dottrinali che ne hanno evidenziato i caratteri aziendalistici.

⁵¹ SÒSTERO U. (2003), *L'economicità delle aziende*, cit., p.4.

⁵² Al riguardo, la teoria economica ha affrontato il problema della dimensione aziendale secondo tre diversi approcci: quello della teoria economica neoclassica, quello dei costi transazionali e quello delle scienze comportamentali.

⁵³ FERRARIS FRANCESCHI R. (1978), *L'indagine metodologica in Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano.

1.4.1. L'azienda di piccole dimensioni: la classificazione dimensionale

La definizione di piccola impresa rientra nel più ampio tema delle classificazioni d'azienda. In particolare, la classificazione dell'azienda dal punto di vista dimensionale rientra tra quelle di minore importanza e addirittura non è considerata da alcuni studiosi.

La delimitazione e il significato da attribuire al concetto di piccola, media e grande impresa dipende “*dalla prevalente idea di azienda*” che si fa strada in un dato periodo storico. Questo ha portato inizialmente a utilizzare solamente parametri di natura quantitativa (si pensi alla definizione di azienda della teoria contrattualistica) per poterla definire e poi, con l'affermazione della teoria sistemica, anche il ricorso a parametri qualitativi⁵⁴.

Qualsiasi classificazione dimensionale deve tener conto, congiuntamente di tre fattori: la dinamicità, la complessità e la relatività. In primo luogo, la valenza di qualsiasi classificazione dimensionale risente della dinamicità, cioè del continuo cambiamento dell'ambiente economico-aziendale di riferimento. Quindi, la classificazione dimensionale ha un carattere relativo, mai assoluto, e una validità circoscritta a uno specifico contesto spaziale e temporale. Infine la complessità del fenomeno aziendale, richiede l'utilizzo di una serie di parametri quantitativi e qualitativi che siano in grado di descrivere in modo completo i principali profili aziendali, in particolar modo la struttura aziendale, l'assetto operativo e il profilo proprietario⁵⁵.

La dottrina economico-aziendale ha riconosciuto l'importanza di affrontare il tema della classificazione dimensionale dal punto di vista “sostanziale”. Gli studi e

⁵⁴ CATTURI G. (2001), *L'universo dei piccoli. il caso delle aziende senesi*, Cedam, Padova, p.41.

⁵⁵ CATTURI G. (2001), *L'universo dei piccoli. il caso delle aziende senesi*, cit., pp.42-44; VINCIGUERRA R. (2007), *La comunicazione economico-finanziaria delle PMI*, Giappichelli, Torino, pp.13-14.

le ricerche economico-aziendali hanno, quindi, preferito trattare la definizione delle piccole imprese, adottando in modo congiunto caratteri qualitativi e quantitativi⁵⁶. I primi cercano di fornire una misura dell'estensione della piccola impresa, mentre i secondi cercano di definirne le specificità sia organizzative che gestionali.

1.4.2. Caratteri distintivi della piccola azienda: aspetti quantitativi

Si è già ricordato che il profilo definitorio della piccola impresa dipende dai criteri adottati, che sono in funzione degli scopi conoscitivi e operativi di un determinato osservatore. Ad esempio, il significato di piccola impresa può essere diverso se confrontiamo il punto di vista sostanziale delle ricerche economico aziendale con quello strumentale, tipico dell'impostazione giuridica o statistica, perché diverso è l'obiettivo finale⁵⁷.

In ambito normativo-legislativo e di analisi statistica, i criteri utilizzati per identificare le piccole imprese, sono essenzialmente di natura quantitativa, in modo da identificare con esattezza sia i soggetti cui sono rivolte le misure dei provvedimenti legislativi, sia le categorie dimensionali da analizzare. Tali criteri concepiscono la dimensione come ampiezza, estensione dell'impresa e sono espressi da variabili quali: numero di addetti, fatturato, capitale investito, valore aggiunto, e così via.

⁵⁶ CIAMBOTTI M. (1984), "La misurazione della dimensione e il problema definitorio della piccola impresa", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n.1; BRANCIARI S. (1986), "Considerazioni sulla dimensione d'impresa", *Studi Urbinati*, B4; MARCHINI I. (1995), *Il governo della piccola impresa. Vol. I - Le basi delle conoscenze*, Urbino: Aspi/Ins-Edit, cap.2; PAOLONI M., CESARONI F.M., DEMARTINI P. (2005), *Internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, FrancoAngeli, Milano.

⁵⁷ MARCHINI I. (1995), *Il governo della piccola impresa. Vol. I - Le basi delle conoscenze*, cit., pp.15-19; BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, cit., pp.21-26; CATTURI G. (2001), *L'universo dei piccoli. il caso delle aziende senesi*, cit. pp.49-64; PAOLONI M., CESARONI F.M., DEMARTINI P. (2005), *Internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, cit., pp.18-30.

Queste variabili, tuttavia, presentano dei limiti: da un lato rischiano di non cogliere la specificità del fenomeno considerato, in quanto si possono considerare come simili aziende con diverse caratteristiche produttive e di mercato; dall'altro, a causa della continua evoluzione del contesto ambientale, esse rischiano di perdere di significatività nel tempo⁵⁸.

Tra gli organismi che hanno introdotto criteri di natura quantitativa, per definire le piccole imprese, vanno citati l'Unione Europea e a cascata i Paesi comunitari che hanno recepito le disposizioni della IV Direttiva comunitaria e le sue successive modifiche e integrazioni

Con la raccomandazione 96/280/CE⁵⁹, la Commissione delle Comunità Europee, nel 1996 ha sottolineato la necessità di definire le PMI in modo preciso e unitario, allo scopo di superare la molteplicità di definizioni a livello nazionale e di coordinare le iniziative comunitarie e nazionali a favore delle PMI. Per identificare questa categoria di imprese, sono individuati quattro criteri: numero dei dipendenti, fatturato, totale di bilancio e indipendenza.

Con la raccomandazione n. 1442 del 6 Maggio 2003⁶⁰ dell'Unione Europea, la Commissione ha provveduto ad aggiornare le regole in base alle quali un'azienda può essere definita micro, piccola e media, in Europa, aggiungendo nuovi parametri di riferimento. In particolare, al numero degli addetti è stato aggiunto quello del fatturato o del totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale. La novità della Raccomandazione del 2003 è stata l'eliminazione del criterio di indipendenza, sostituito dalla definizione di imprese autonome, associate e collegate. Il disposto

⁵⁸ MARCHINI I. (1995), *Il governo della piccola impresa. Vol. I - Le basi delle conoscenze*, cit., pp.15-19; PAOLONI M., CESARONI F.M., DEMARTINI P. (2005), *Internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, cit., pp.18-30.

⁵⁹ Cfr. Raccomandazione della Commissione Europea 3 aprile 1996, n. 96/280/Ce relativa alla definizione delle piccole e medie imprese (Gazzetta Ufficiale del 30 aprile 1996 n. L 107).

⁶⁰ Cfr. Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, 20/05/2003, n. L 124/36).

normativo è entrato in vigore il 1 Gennaio 2005, in sostituzione del precedente. In particolare, la Commissione ha definito:

- Micro impresa: l'impresa che occupa meno di dieci persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro;
- Piccola impresa: l'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro;
- Media impresa: l'impresa che occupa meno di 250 persone e realizza un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

Se ne deduce che le imprese con numero di dipendenti maggiore di 250 unità e fatturato (o valore di bilancio) superiore a 50 milioni di euro, possono essere considerate grandi imprese.

La direttiva 2013/34/UE è intervenuta fissando nuovi parametri per identificare le micro, piccole e medie imprese, che sono stati recepiti con il decreto legislativo 139/2015 ed entrati in vigore dal 1° gennaio 2016⁶¹. Tuttavia, considerando che l'indagine empirica si riferisce a dati fino al 2012, per l'individuazione delle aziende minori si farà riferimento alla raccomandazione del 2003.

Tali indicazioni, che si sostanziano prevalentemente su aspetti di tipo quantitativo, presentano limiti importanti. Infatti, da un lato, possono non essere in

⁶¹ La 2013/34/UE recepita in Italia con il d.lgs. 139/2015 individua quattro categorie di imprese, micro, piccole, medie e grandi, in relazione a tre parametri: totale stato patrimoniale, ricavi netti, numero medio dipendenti. Per rientrare nella categoria non bisogna, alla chiusura del bilancio, aver superato due dei tre limiti previsti. I limiti sono i seguenti: per le micro imprese meno di 10 addetti, ricavi netti 700 mila euro, totale stato patrimoniale 350 mila euro; per le piccole imprese meno di 50 dipendenti, ricavi netti 8 milioni di euro, totale stato patrimoniale 4 milioni di euro; per le medie imprese meno di 250 addetti, ricavi netti 40 milioni di euro, totale stato patrimoniale 20 milioni di euro.

grado di cogliere le diversità del fenomeno considerato, perché si considerano nello stesso gruppo strutture, con caratteristiche organizzative e settoriali molto diverse; dall'altro, a causa dei continui cambiamenti nel contesto tecnico-economico, esse rischiano di perdere di significatività. Basti pensare all'evoluzione della tecnologia che comporta un minor bisogno di manodopera a fronte di un incremento nell'automazione. In tal caso, la differenziazione aziendale basata sul numero dei dipendenti potrebbe non essere significativa, così come basare l'analisi sul fatturato può condurre al rischio di considerare alla stessa stregua un'azienda che realizza prodotti ad alto valore unitario su commessa con pochi dipendenti e una con un organico notevole ma una produzione standardizzata.

Per un'adeguata descrizione del fenomeno delle piccole aziende si ricorda sempre la necessità di considerare, a fianco ai fattori dimensionali quantitativi, anche gli aspetti qualitativi (sistema di *corporate governance*, orientamento strategico di fondo, cultura imprenditoriale e sistema di valori diffusi) che le contraddistinguono rispetto alle grandi aziende.

1.4.3. Caratteri distintivi della piccola azienda: aspetti qualitativi

All'espressione piccola impresa possono essere attribuiti anche una serie di caratteri di natura qualitativa, rappresentativi della sua specificità organizzativa e gestionale. Infatti, queste aziende sono caratterizzate dalla figura dell'imprenditore e dal modello di *governance*, accentrato nelle sue mani.

Un primo carattere che le contraddistingue è legato alla dominanza del soggetto economico. Nella piccola impresa il potere di controllo si manifesta in modo più pervasivo, rispetto alle altre imprese, perché è spesso esercitato dal soggetto proprietario o da pochi soci, spesso di origine familiare⁶². Spesso, nelle

⁶² BENNEDSEN M., WOLFENZON D. (2000), "The Balance of Power in Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol.58, pp.113-139.

aziende di minori dimensioni non quotate, non c'è separazione tra proprietà e controllo⁶³. Questo porta con sé due conseguenze. In primo luogo, sembra che la piccola impresa si identifichi, quasi completamente, con il suo soggetto economico, rendendo meno forte l'attributo dell'unità. Infatti i valori, gli obiettivi, i condizionamenti, le vicende di tale soggetto segnano profondamente le condizioni d'esistenza dell'impresa, spesso sovrastando quelli dell'azienda. In secondo luogo, le funzioni direttive e di controllo sono concentrate nel proprietario⁶⁴. Si ha, pertanto, un'assenza o una limitata presenza dei manager e, comunque, uno scarso utilizzo del processo di delega⁶⁵. I manager, dove presenti, hanno spesso conoscenze e competenze generali, simili a quelle dell'imprenditore e, solo all'aumentare delle dimensioni vengono cercati manager più specializzati⁶⁶.

Esistono altri caratteri ricorrenti:

- Una prima peculiarità delle piccole imprese è lo scarso sviluppo del sistema informativo, maggiormente orientato allo sviluppo di informazioni imposte da obblighi di legge e meno attento alla formalizzazione di altre informazioni, seppur utili a fini direzionali. Questo sia perché le modeste dimensioni agevolano l'istaurarsi di scambi di informazioni informali, in un attento intreccio di costi e vantaggi, sia perché l'azienda è restia a divulgare informazioni che possano agevolare i concorrenti⁶⁷. Le decisioni vengono prese dall'imprenditore, spesso senza adeguate informazioni, basandosi prevalentemente sull'intuito e sull'esperienza personale⁶⁸;

⁶³ CAFFERATA R. (1988), "Piccoli risparmiatori, piccole imprese. Chi comanda l'impresa?", *Piccola Impresa/Small Business*, n.2, pp.3-6.

⁶⁴ BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, cit., pp.31-35.

⁶⁵ ANSELMINI L., LANZARA R. (2001), *Percorsi innovativi nelle PMI toscane*, Giuffrè, Milano, p. 16.

⁶⁶ COWLING M. (2003), "Productivity and Corporate Governance in Smaller Firms", *Small Business Economics*, vol.20, pp.335-344.

⁶⁷ PAOLONI M., CESARONI F.M., DEMARTINI P. (2005), *Internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, cit., p.27.

⁶⁸ PADRONI G. (1993), *Lo sviluppo della piccola-media impresa: vincoli e opportunità*, FrancoAngeli, Milano, pp.303-312; BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola*

- Inoltre, le piccole imprese sono gestite avendo come riferimento principalmente il breve termine e l'operatività quotidiana della gestione, tenuto conto delle motivazioni del proprietario imprenditore, piuttosto che pianificate in un percorso strategico di sviluppo⁶⁹. Le linee strategiche non sono esplicitate formalmente, ma costituiscono un patrimonio conoscitivo personale del soggetto economico. Questo è vero anche per la gestione finanziaria, con possibilità di gravi ripercussioni sulla possibilità dell'azienda di operare con continuità nel tempo⁷⁰;
- Altra particolarità è che, nella piccola impresa, si adottano forme organizzative semplici, dove i compiti vengono definiti in modo informale e l'imprenditore, attraverso la supervisione, interviene in modo continuo sull'attività e sulle scelte dei subordinati⁷¹;
- Un'ultima caratteristica può essere ravvisata nella scarsa capacità di influenzare direttamente il mercato di riferimento, in quanto le piccole aziende detengono una bassa quota di mercato e svolgono la loro attività soprattutto in ambito locale, ponendo in essere forti legami con “*l'ambiente specifico originario*”⁷².

Anche i parametri qualitativi presentano, però, dei limiti. In primo luogo, alcuni dei caratteri sopra indicati non permettono di identificare in modo univoco una piccola impresa. In secondo luogo, i parametri qualitativi sono di difficile utilizzo nelle ricerche empiriche, in quanto riguardano informazioni che, spesso, non vengono divulgate all'esterno, o perché ritenute strategiche o perché non

impresa, cit., pp.38-39; PAOLONI M., DEMARTINI P. (1997), “Le attese informative degli stakeholders della piccola imprese: evidenze empiriche in Italia e nel Regno Unito”, *Piccola Impresa/Small Business*, n.2, pp.74-75.

⁶⁹ BEAVER G., PRINCE C. (2004), “Management, Strategy and Policy in the UK Small Business Sector”, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, vol.11, pp.34-49.

⁷⁰ BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, cit., p.39.

⁷¹ BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, cit., p.39

⁷² FERRERO G. (1980), *Impresa e management*, cit., p.99; MARCHINI I. (1995), *Il governo della piccola impresa. Vol. I - Le basi delle conoscenze*, cit., p. 67; BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, cit., pp.44-45.

presenti nel patrimonio informativo aziendale. Infine, variabili non rappresentate numericamente non sono normalmente utilizzate nella definizione di provvedimenti normativi - a favore delle piccole imprese - che richiedono criteri oggettivi d'individuazione della classe dimensionale.

Gli studiosi economico-aziendali hanno mostrato di preferire, come già ricordato, una definizione dell'impresa di tipo "sostanziale", che deve comprendere indicatori sia di tipo quantitativo (spesso il numero di addetti), con cui misurare la dimensione della piccola impresa; sia di tipo qualitativo (che qualificano il carattere soggettivo della gestione), con cui definire le caratteristiche organizzative e gestionali⁷³.

1.4.4. Le condizioni di equilibrio della piccola azienda

Dopo le riflessioni sull'economicità, svolte con riferimento al sistema azienda nella sua globalità, in questo paragrafo ci si concentrerà sulle piccole aziende, per capire se e come i caratteri distintivi tendano a specificarne le condizioni di equilibrio.

Con riferimento al carattere dello scarso peso che la piccola impresa esercita nell'ambiente, spesso essa si rapporta con soggetti che possiedono una maggiore forza contrattuale. Basti pensare ai clienti, ai fornitori, ai finanziatori a titolo di capitale proprio e di credito⁷⁴. Per quanto riguarda clienti e fornitori, questi possono avere una forza uguale o superiore alla piccola impresa. In caso di superiorità, la piccola impresa deve spesso accettare le condizioni imposte con riferimento ai

⁷³ BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, cit.; PAOLONI M., DEMARTINI P. (1997), "Le attese informative degli stakeholder della piccola imprese evidenze empiriche in Italia e nel Regno Unito", cit.; PAOLONI M., CESARONI F.M., DEMARTINI P. (2005), *Internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, cit.

⁷⁴ Nello sviluppo di questo paragrafo si fa riferimento all'impostazione presente in: BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, cit., pp.88-97, e alla bibliografia ivi citata, cui si rinvia per ulteriori approfondimenti.

termini di dilazione altri termini contrattuali. Se l'attenzione è, invece, rivolta ai finanziatori che erogano capitale di credito, si rileva, generalmente, un rapporto di inferiorità per la piccola impresa, che si manifesta sia nella possibilità di ottenere credito, sia in una serie di aspetti correlati al finanziamento. Infatti, il costo del capitale è più elevato, sono richieste garanzie accessorie e, in caso di difficoltà, il finanziatore tende a revocare l'affidamento.

L'azienda di piccole dimensioni, quindi, evidenzia maggiori difficoltà nel raggiungimento dell'equilibrio monetario-finanziario e di quello patrimoniale. Si può dire che essa esprima una potenza finanziaria⁷⁵ ridotta rispetto alle altre aziende. In particolare, deve essere prestata particolare attenzione all'equilibrio monetario sia perché il suo rispetto evita tensioni pericolose nello svolgimento della gestione, sia perché esso costituisce un indicatore di tensioni che si riflettono anche sull'equilibrio finanziario e patrimoniale.

Tali difficoltà si ripercuotono anche sull'equilibrio economico. Infatti la ridotta potenza finanziaria delle piccole aziende, richiede che il rispetto delle condizioni di equilibrio economico debba realizzarsi in tempi più brevi, rispetto alle altre aziende⁷⁶.

Per quanto riguarda la congrua remunerazione del soggetto economico si può affermare che l'imprenditore, in alcune situazioni, può *“trascurare la remunerazione del capitale investito e accettare una remunerazione del proprio lavoro inferiore rispetto a quella di mercato”*⁷⁷, ma non sarà disposto a una remunerazione negativa, perché questa, spesso, costituisce una fonte di sostentamento economico per sé e la propria famiglia.

⁷⁵ ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.61.

⁷⁶ ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.61.

⁷⁷ BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, cit., p.91.

1.5. Il sistema azienda e le politiche finanziarie

L'esame della teoria sistemica e dell'evoluzione del concetto di sistema, con la contestualizzazione sulle aziende minori, permette di far emergere una varietà di angolazioni con cui interpretare il fenomeno "azienda". Queste diverse impostazioni spingono a fare delle considerazioni sulle politiche finanziarie dell'azienda, oggetto di studio dei capitoli successivi.

Nell'ambito della teoria sistemica, l'azienda deve operare in modo da garantire il raggiungimento dell'equilibrio a valere nel tempo. In questo contesto, le politiche finanziarie devono essere definite avendo essenzialmente come riferimento gli equilibri e la continuità dell'azienda, in condizioni di relativa autonomia.

Tuttavia la valutazione delle stesse non può non tenere conto del loro costo e delle conseguenze che producono sulla distribuzione del potere di controllo da parte del soggetto economico e della coerenza in termini di elasticità e durata tra finanziamenti e fabbisogni finanziari⁷⁸.

Questo significa che, come vedremo successivamente, la composizione delle politiche finanziarie deve rispettare, da un lato, l'equilibrio tra capitale di debito e capitale di pieno rischio e, dall'altro lato, l'equilibrio tra rigidità (elasticità) degli impieghi e rigidità (elasticità) dei finanziamenti. Nell'ambito della concezione sistemica, la composizione delle fonti di finanziamento non è soggetta a nessuna formula meccanicistica, perché è il soggetto economico a stabilire quale composizione sia preferibile.

Le politiche finanziarie devono essere strettamente coordinate ai processi di produzione economica dell'azienda, che generano un fabbisogno aziendale per il sostenimento di costi in via preventiva rispetto ai ricavi, avendo sempre come

⁷⁸ ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., pp.431-451; MARZO G. (2012), *Teorie d'azienda e politiche finanziarie*, cit., pp.36-37.

riferimento la condizione dell'equilibrio economico dell'azienda, per il tramite dei suoi equilibri particolari.

CAPITOLO 2

LE SCELTE DI STRUTTURA FINANZIARIA: L'OTTICA SISTEMICA

2.1. Introduzione

In un'ottica sistemica, il finanziamento dell'impresa non è un problema di distribuzione di valore tra azionisti e altri stakeholder, né un problema di distribuzione di potere. Esso riguarda, soprattutto, l'impresa come sistema e quindi i legami strettissimi delle politiche finanziarie con i processi economici di produzione, nell'ottica della continuità aziendale.

Il tema delle politiche finanziarie si riferisce alla scelta della più idonea combinazione delle fonti di finanziamento per la copertura del fabbisogno complessivo dell'azienda, in modo da garantire il raggiungimento delle condizioni di equilibrio aziendale¹.

Pur riferendosi in particolare all'equilibrio patrimoniale, bisogna tener conto anche delle reciproche relazioni che quest'ultimo ha con gli altri equilibri particolari, nell'ottica dell'equilibrio economico durevole, per il perseguimento della “*economica liquidità*”².

¹ AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (2005), *Corso di economia aziendale*, cit., p.125; CANZIANI A. (2006), *Lezioni di economia aziendale*, cit., p.152; CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, Giuffrè, Milano, p.23; GUATRI L. (1982), *Politiche finanziarie delle imprese industriali*, cit., p.108; ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.252.

² FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., pp.43 ss.

In questo capitolo ci si soffermerà, in particolare, sull'equilibrio patrimoniale e quindi sul rapporto di composizione delle fonti e sul loro grado di coerenza con gli investimenti, in termini di elasticità e durata. Nell'ambito dell'esame di tale problematica, si andrà in primo luogo a definire il concetto di "fabbisogno finanziario" e successivamente si affronterà il problema della scelta delle fonti di finanziamento, qualitativamente e quantitativamente adeguate, tenendo conto di una serie di fattori discriminanti endogeni ed esogeni, a consentire all'impresa di operare in condizioni di equilibrio³. Il capitolo si chiude con l'analisi della struttura finanziaria, in cui si estrinseca il binomio fonti-impieghi, e degli indicatori ad essa collegati, che permettono di verificare la capacità dell'azienda di raggiungere l'equilibrio patrimoniale e finanziario.

2.2. L'equilibrio patrimoniale

L'equilibrio aziendale è anche la cornice entro cui devono essere definite le condizioni di finanziamento, il fine da seguire nella scelta delle fonti di fonti e della loro composizione "ottimale"⁴. Ci si riferisce all'equilibrio patrimoniale, cioè alla più idonea combinazione delle fonti di finanziamento, di capitale di credito e di capitale di rischio, per coprire il fabbisogno aziendale⁵.

Esso può essere inteso:

³ BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda*, cit., p.70; GIANNESI E. (1982), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, cit., pp.40 ss.

⁴ In questo ambito, il significato di "ottimale" non rimanda alle teorie sulla struttura finanziaria, ma è da intendersi come risultato di valutazioni qualitative e quantitative soggette a razionalità limitata.

⁵ AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (2005), *Corso di economia aziendale*, cit., p.125; CANZIANI A. (2006), *Lezioni di economia aziendale*, cit., p.152; CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, Giuffrè, Milano, p.23; GUATRI L. (1982), *Politiche finanziarie delle imprese industriali*, Giuffrè, Milano, p.108; ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.252.

- In senso ampio, come la composizione dell'insieme dei finanziamenti e degli impieghi, colti nell'intreccio della loro natura⁶, provenienza e destinazione⁷;
- In senso più stretto, come la consistenza patrimoniale, cioè l'attitudine della ricchezza (patrimonio) apportata dal soggetto aziendale o generata dalla gestione a garantire un ammontare di mezzi adeguato agli investimenti richiesti dalla gestione, tenendo conto della natura e del rischio dell'attività svolta⁸.

Con riferimento al significato più ampio, l'equilibrio patrimoniale si analizza concentrando l'attenzione sulla composizione qualitativa e quantitativa degli elementi del patrimonio, mostrando la provenienza dei mezzi, da soggetti esterni all'azienda o dal soggetto aziendale o dalla gestione aziendale tout court, e il loro impiego in fattori produttivi specifici o in forma liquida.

Secondo questa prospettiva, la composizione delle scelte finanziarie è volta al finanziamento del complessivo sistema azienda, senza che sia possibile creare un collegamento specifico tra una data fonte e un certo elemento del patrimonio, ma solo una relazione sistematica tra il complesso degli impieghi e quello delle fonti⁹.

Per questo motivo le decisioni relative alla composizione delle fonti dovranno tener conto:

- Degli investimenti attuali e di quelli prospettici, nel rispetto delle scelte strategiche aziendali¹⁰;

⁶ Per approfondimenti relativi alla natura degli impieghi e delle fonti si veda: CARAMIELLO C. (1993), *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano.

⁷ LAI A. (2003), *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, cit., pp.169-171; PAOLINI A. (2014), "Le condizioni di equilibrio aziendale", cit., pp.417-427; PISONI P. (1996), "Le caratteristiche del sistema azienda", in AA.VV. *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, pp.32-36.

⁸ SOSTERO U. (2003), *L'economicità delle aziende*, cit., pp.77-85.

⁹ ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.432.

¹⁰ BIANCHI MARTINI S., QUAGLI A. (2014), "I processi di finanziamento", in MARCHI L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, pp.186-193.

- Delle problematiche relative al potere e alla distribuzione dei poteri tra le diverse fonti¹¹;
- Del grado di disponibilità delle diverse forme di finanziamento in relazione a fattori di natura endogena ed esogena all'azienda¹²;
- Delle condizioni di incertezza in cui si svolge l'attività d'impresa;
- Del grado di elasticità delle diverse fonti in termini di rimborso e di onerosità¹³.

Nell'ottica sistemica, l'equilibrio patrimoniale deve essere strettamente collegato a quello economico e a quello finanziario di cui è condizione concomitante, antecedente e conseguente, in quanto causa ed effetto. Deve, infatti, esistere una relazione di congruità tra impieghi e fonti, tale da sincronizzare il tempo di scadenza delle fonti con il tempo di rientro degli impieghi, in modo da ridurre il divario temporale tra andamenti economici e monetari¹⁴.

2.3. Il fabbisogno finanziario del sistema azienda

Nell'ambito degli studi economici, si può definire il fabbisogno finanziario come l'insieme di risorse finanziarie di cui l'azienda necessita per far fronte alle esigenze correnti – “*occorrenze già concretatesi*” – e prospettiche – “*occorrenze che si concretizzeranno*” – della gestione¹⁵.

In particolare il fabbisogno finanziario attuale è dato dal totale degli impieghi che l'azienda ha in corso in un dato istante, che devono coperti da un corrispondente

¹¹ MARZO G. (2012), *Teorie d'azienda e politiche finanziarie*, cit., pp.150-152.

¹² CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, cit., pp.16-18; FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, p.146.

¹³ GIANNESI E. (1982), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie alla sua soluzione*, Giuffrè, Milano, pp.75-83.

¹⁴ PAOLINI A. (2014), “Le condizioni di equilibrio aziendale”, cit., p.425.

¹⁵ AMADUZZI A. (1963) *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, cit., p.116; BIANCHI T. (1975), *La finanza aziendale*, cit., pp. 1 ss.; FERRI S. (2007), “Il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento”, cit., p.91.

ammontare di fonti di finanziamento in essere¹⁶. Invece il fabbisogno prospettico, inteso come necessità che si verificheranno nel corso della gestione nel rispetto delle strategie aziendali, deriva da un'attenta attività di pianificazione finanziaria, tenendo conto delle strategie aziendali¹⁷.

La causa del fabbisogno finanziario è riscontrabile nell'intreccio dei cicli operativi e nell'asincronia temporale tra dinamica finanziaria ed economica dei ricavi e dei costi inerenti i cicli medesimi¹⁸, dato che il flusso delle uscite monetarie, relativo al sostenimento dei costi d'acquisto dei fattori produttivi, precede quello delle entrate monetarie relativo al conseguimento dei ricavi di vendita.

Al riguardo, è possibile distinguere un fabbisogno lordo e un fabbisogno netto. Il fabbisogno lordo è dato dall'insieme dei fabbisogni elementari, per scorte liquide e per investimenti in attesa di realizzo e rimborsi di capitale, che trovano indistinta copertura nelle diverse fonti sia interne che esterne¹⁹. Il fabbisogno netto, invece, indica la parte degli impieghi che deve essere coperta ricorrendo a fonti esterne, cioè a finanziamenti del soggetto aziendale e di terzi finanziatori²⁰

Per l'azienda è quindi di fondamentale importanza quantificare il proprio fabbisogno finanziario in relazione alle scelte di investimento, per valutare la

¹⁶ BIANCHI T. (1963), *L'autofinanziamento*, Giuffrè, Milano, pp. 7-8; QUAGLI A. (2014), "I processi di finanziamento", cit., p.146; FERRI S. (2007), "Il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento", cit., pp.91-92.

¹⁷ GIANNESSE E. (1982), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento*, cit., p.30; RULLANI E. (1988), "La finanza e gli investimenti", in RISPOLI M. (a cura di), *L'impresa industriale. Economia, tecnologia, management*, il Mulino, Bologna, p.540.

¹⁸ AMADUZZI A. (1963) *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, cit., p.116; ARDEMANI A. (1982), *L'impresa, economia controllo bilancio*, Giuffrè, Milano, pp. 65; CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, cit., p.12; FERRI S. (2007), "Il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento", cit., pp.91-92; GALBIATI P. (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, cit., pp.49-50.

¹⁹ ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.396.

²⁰ QUAGLI A. (2014), "I processi di finanziamento", cit., pp.146-147 e p.152; FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., pp.29-3; ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.372.

relazione con le diverse fonti di finanziamento. Valutazione che, come già sottolineato, deve avvenire in un'ottica non solo attuale ma anche prospettica²¹.

Il fabbisogno finanziario ha, inoltre, una composizione eterogenea e un andamento variabile nel tempo perché dipende sia da elementi, i cosiddetti investimenti in attesa di realizzo, assai diversi tra di loro per natura e durata, sia da scelte effettuate dal soggetto economico in relazione agli investimenti da effettuare.

Con riferimento al primo aspetto, ossia le esigenze correnti, si ricorda che l'attività di investimento è la causa fondamentale del fabbisogno finanziario e che, dalla classificazione degli impieghi, si ottiene una classificazione analoga dei fabbisogni.

In relazione al ciclo finanziario, si possono individuare investimenti durevoli, destinati a rimanere in azienda per periodi lunghi, che generano un fabbisogno finanziario duraturo, accanto a investimenti destinati a ritornare in forma liquida in tempi brevi che, invece, generano un fabbisogno temporaneo²². Con riferimento alla variabilità temporale, Bandettini evidenzia che le sue cause sono dovute alle caratteristiche degli investimenti e alle politiche messe in atto dal soggetto economico. In particolare tali politiche, molteplici e di natura diversa, possono essere influenzate da fattori endogeni, legati alle caratteristiche dell'attività aziendale, ed esogeni, collegati alle peculiarità del contesto ambientale in cui l'azienda opera. Esse *“derivano da una problematica complessa, quale è il mantenimento di un'unità economico produttiva a fronte dell'ambiente esterno”*²³.

La determinazione dell'effettivo fabbisogno di capitale risulta complessa, soprattutto per la difficoltà di determinare il reale fabbisogno prospettico. A tale riguardo è opportuno individuare un'area entro cui tale fabbisogno può variare,

²¹ GIACOSA E. (2015), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, cit., pp.65-66.

²² BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schema d'analisi*, cit., p.43; GALBIATI P. (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, cit., pp.49-50.

²³ BANDETTINI A. (1987), *Finanza Aziendale. Le fonti*, cit., pp.20-24.

senza provocare significative alterazioni dell'equilibrio aziendale²⁴. Il limite inferiore di tale area di variabilità è rappresentato dalla componente costante del fabbisogno, che indica il capitale necessario per l'ordinaria gestione dell'azienda, considerando la permanenza come genere di alcuni investimenti²⁵; il limite superiore è rappresentato da quel fabbisogno che permette la massimizzazione della performance economica, attraverso il pieno sfruttamento delle potenzialità aziendali²⁶. In ogni caso, entrambi i limiti devono avere natura dinamica, dovendosi adattare ai mutamenti del sistema azienda-ambiente²⁷.

A questo punto si devono considerare le diverse fonti di finanziamento, qualitativamente e quantitativamente idonee a coprire il fabbisogno finanziario, andando ad analizzare il “processo di finanziamento”. Di questo ci occuperemo nei successivi paragrafi, prima della determinazione della struttura finanziaria “ideale”, intesa come rapporto ottimale tra fonti interne ed esterne, nella consapevolezza che non esiste una risposta valida per tutte le aziende, considerati i caratteri di unicità che le contraddistinguono e la variabilità dei rispettivi contesti di riferimento²⁸.

2.4. Le fonti di finanziamento

La copertura finanziaria degli impieghi può essere ottenuta, in parte, ricorrendo a fonti interne generate dalla gestione corrente, che costituiscono il cosiddetto “autofinanziamento” e, in parte, attraverso il ricorso a fonti esterne, acquisite a titolo di credito o di capitale proprio²⁹. Se risulta immediatamente

²⁴ MASSARI M. (1988), “Le politiche finanziarie aziendali”, in GUATRI L. (a cura di), *Trattato di economia delle aziende industriali*, Egea, Milano, p.622.

²⁵ FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., p.159.

²⁶ BANDETTINI A. (1987), *Finanza Aziendale. Le fonti*, cit., p.27.

²⁷ BIANCHI T. (1975), *La finanza aziendale*, cit., pp.3-4.

²⁸ ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.451.

²⁹. Alcuni autori includono nelle fonti esterne, oltre al capitale di credito, solamente gli aumenti di capitale sottoscritti dai soci fondatori (*owner's equity*) o da soci temporanei (*venture capital*), mentre

comprensibile la considerazione del capitale di credito come fonte esterna, altrettanto non si può dire per l'apporto di capitale proprio da parte del soggetto aziendale. La spiegazione si ritrova nel fatto tale soggetto è a tutti gli effetti "terzo" rispetto all'azienda, considerata come entità autonoma e distinta rispetto alle persone che vi partecipano a vario titolo.

La ripartizione tra le diverse forme di finanziamento interno ed esterno dipende sia dalla politica aziendale, sia dai vincoli che essa deve affrontare, tenuto conto delle diverse caratteristiche possedute e dell'effettiva disponibilità delle stesse. Passiamo quindi in rassegna le diverse fonti di finanziamento, partendo da quelle interne per proseguire con quelle esterne.

2.4.1. Le fonti interne e l'autofinanziamento

Con il termine fonti interne si intendono tutte le fonti autoprodotte all'interno dell'azienda. Quindi, non solo l'autofinanziamento da reddito, ma anche le risorse finanziarie generate da un'attenta gestione del capitale circolante netto commerciale³⁰.

L'autofinanziamento ha origine dal flusso dei ricavi di vendita, tanto che alcuni autori qualificano questi ultimi come "*l'origine del finanziamento di fonte interna*" o flusso lordo di finanziamento endogeno³¹, destinato a coprire i costi d'esercizio. Esso è stato oggetto di numerose analisi da parte della dottrina economico-aziendale che ne ha fornito due diverse accezioni:

la dotazione iniziale di capitale da parte degli stessi soci fondatori viene inserita nelle fonti interne insieme all'autofinanziamento. La stessa scelta è fatta nella *pecking order theory*.

³⁰ Il capitale circolante netto commerciale è dato dalla somma tra crediti commerciali e scorte di magazzino diminuita dei debiti commerciali. Esso esprime il fabbisogno finanziario netto derivante dall'attività caratteristica dell'impresa. Se si espande assorbe risorse finanziarie, mentre se diminuisce libera risorse, anche se non sempre in modo economicamente conveniente.

³¹ FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., p.66.

- L'autofinanziamento in senso stretto, o proprio o da utili netti, originato da una mancata distribuzione degli utili di periodo che porta a un accrescimento del capitale proprio³². Si può parlare di capitale autogenerato dalla gestione;
- L'autofinanziamento netto, o improprio o da utili lordi, formato dall'utile netto e da alcuni costi d'esercizio non monetari, quali ammortamenti e altri accantonamenti ai fondi spese e ai fondi rischi³³. Esso può essere espresso anche come differenza tra ricavi di vendita e costi aventi manifestazione finanziaria nell'esercizio.

L'autofinanziamento è, quindi, legato all'utilizzo economico-finanziario degli accantonamenti contabili e al reinvestimento degli utili sia a fini operativi che strutturali.

Questa forma di finanziamento è particolarmente gradita alle imprese perché garantisce maggiori margini di autonomia finanziaria e quindi maggiore libertà di scelta, senza necessità di dover ricorrere in modo sistematico a terze economie. Inoltre, non ha un costo esplicito o diretto e quindi non grava negativamente sul conto economico. Non si deve però dimenticare che anche tale finanziamento non è a costo zero per l'impresa, essendo presente il "costo opportunità", associato agli utili reinvestiti, pari al valore dei rendimenti ottenibili qualora gli stessi fossero stati impiegati in attività alternative.

Inoltre, l'importanza dell'autofinanziamento non deve permettere di dimenticare altri possibili motivi che lo determinano, spesso non legati al corretto ed economico funzionamento dell'azienda, così come evidenziato da Onida.

³² ZAPPA G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, cit., p.552; AMADUZZI A. (1965), *Ricerche di economia dell'azienda industriale*, Utet, Torino, p.292; ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.160;

³³ D'IPPOLITO T. (1958), *L'azienda. Prime nozioni di economia aziendale e di ragioneria*, Abbaco, Palermo, p. 155; CASSANDRO P.E. (1962), *Le aziende. Principi di ragioneria*, Cacucci, Bari, p.215, FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., pp.73-75.

“L’autofinanziamento [...], può determinare considerevoli accentramenti del potere finanziario e dell’iniziativa economica nelle mani di pochi e ristretti gruppi di persone e può riflettersi negativamente nella scelta degli investimenti e della loro distribuzione spaziale o settoriale, in connessione all’orizzonte economico e alle preferenze dei menzionati gruppi di potere”³⁴

Chiaramente, perché possa esserci autofinanziamento è necessario che l’azienda operi in condizioni di equilibrio economico. Tuttavia, l’autofinanziamento non è in grado di finanziare interamente le strategie di crescita aziendale, pur contribuendo al miglioramento dei processi produttivi.

Esso, ove possibile, risulta vantaggioso per le aziende minori considerate le difficoltà di accesso ai finanziamenti esterni che queste incontrano.

Accanto all’autofinanziamento descritto, esiste un’altra fonte interna rappresentata dalla corretta gestione del capitale circolante netto commerciale che, attraverso le politiche delle scorte, dei debiti e dei crediti commerciali, permette di determinare il flusso di cassa operativo (*operational cash-flow*) creato o assorbito dalla gestione corrente dell’azienda³⁵.

Come già detto, le sole fonti interne non sono sufficienti a coprire il fabbisogno finanziario complessivo dell’azienda. Diventa a questo punto necessario ricorrere a fonti esterne siano esse a titolo di capitale proprio o di capitale di credito. Di seguito vengono presentate le caratteristiche di queste fonti.

³⁴ ONIDA P. (1971), *Economia d’azienda*, cit., p.449. Il tema è presente anche nella teoria dell’agenzia, in cui si sottolinea la necessità di distribuire agli azionisti tutto il *free cash flow* per toglierlo dalla disponibilità del management auto-interessato e sprecato in investimenti non redditivi.

³⁵ QUAGLI A. (2014), “I processi di finanziamento”, cit., p.156; CIOLI V. (2010), *Struttura finanziaria e valore. Antologia e strumenti di pianificazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano, pp.137-139.

2.4.2. Le fonti esterne di finanziamento

Le fonti esterne sono rappresentate dal capitale di apporto e dal capitale di credito che presentano caratteristiche e condizioni diverse che costituiscono elementi discriminanti ai fini della scelta della struttura finanziaria “ottimale”.

- Il capitale di apporto è rappresentato dai conferimenti effettuati dal titolare o dai soci, per il quale non sussiste un obbligo di rimborso e la cui remunerazione non è predeterminata ma variabile, essendo legata all’andamento della gestione³⁶.
- Il capitale di credito è, invece, rappresentato dalle diverse tipologie di debito che l’azienda contrae con terze economie, come intermediari finanziari bancari e non, fornitori, ecc., per il quale sussiste un obbligo contrattuale di rimborso e di remunerazione predeterminata (interesse), indipendentemente dal risultato della gestione.

Un ulteriore elemento che distingue le due diverse tipologie di fonti di finanziamento è rappresentato dal diverso grado di rischio economico-finanziario cui sono soggetti i finanziatori:

- Rischio di capitale legato alle attese di rimborso;
- Rischio di reddito legato alle attese di remunerazione³⁷.

Il capitale proprio è un capitale di “*pieno rischio*”, mentre il capitale di credito è un capitale di “*rischio limitato*”³⁸, perché, pur non essendo esente da rischi, viene remunerato e rimborsato con priorità rispetto al capitale proprio.

³⁶ Il capitale di apporto e l’autofinanziamento formano il capitale proprio dell’azienda, suddiviso in poste ideali legate alla diversa forma giuridica dell’azienda. Il capitale proprio è un capitale di pieno rischio.

³⁷ FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., pp.100-102 e 113-116.

³⁸ FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., p.96.

Il rischio di reddito, per il capitale di apporto, è rappresentato dall'incertezza della remunerazione che dipende sia dall'ottenimento di un risultato economico positivo, sia dalle scelte relative alla distribuzione degli utili che ricadono soprattutto sui soci che non esercitano il controllo. Per il capitale di credito, invece, il rischio reddituale è legato al verificarsi di situazioni di squilibrio che limitano o impediscono la corresponsione degli interessi dovuti.

Il rischio di capitale, per il capitale di pieno rischio, è rappresentato dalla possibilità che grava sui proprietari di non poter ottenere il rimborso del capitale apportato, eroso dalle perdite di gestione. Tale rischio varia in relazione alla specifica responsabilità dei proprietari, limitata o illimitata e solidale. Per il capitale di credito, invece, è il rischio sopportato dai creditori di perdere in tutto o in parte il diritto alla restituzione del proprio capitale alla scadenza pattuita. Anche in questo caso il rischio sopportato varia in relazione al tipo di garanzia che li assiste.

Un altro elemento da tenere in considerazione nella scelta è rappresentato dal mantenimento del controllo dell'attività gestionale da parte del soggetto economico, contro il possibile rischio di partecipazione e di ingerenza nelle sue prerogative di controllo da parte del soggetto finanziatore.

Al riguardo le fonti di capitale proprio, quindi sia di capitale autoprodotta che di capitale di apporto, permettono un maggior governo dell'azienda e quindi maggiore libertà di scelta³⁹. Invece, le fonti di capitale di credito non permettono un pieno governo dell'azienda perché, in caso di indebitamento elevato, il soggetto finanziatore potrebbe imporre la propria volontà, influenzando e condizionando le scelte gestionali⁴⁰.

³⁹ CASSANDRO P.E. (1982), *Trattato di ragioneria*, Cacucci, Bari, p.85.

Questo purché l'apporto di nuovi capitali non modifichi i rapporti di forza all'interno dell'azienda, altrimenti l'ingresso di nuovi soci andrebbe a compromettere le prerogative di controllo dell'attività gestionale da parte del soggetto economico.

⁴⁰ AMADUZZI A. (1963) *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, cit., pp.65 ss.; GUATRI L. (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle imprese industriali*, cit., pp.161-165.

2.5. Le decisioni di finanziamento

In chiave sistemica e dinamica, le scelte di finanziamento riguardano inescindibilmente non solo l'equilibrio patrimoniale, ma anche quello economico reddituale e finanziario e sono volte al raggiungimento dell'equilibrio a valere nel tempo, nella prospettiva della continuità aziendale e quindi di una crescita sostenibile⁴¹.

In particolare, tali decisioni di finanziamento devono essere affrontate tenendo conto di due aspetti strettamente integrati tra loro⁴²:

- La composizione delle fonti di finanziamento, cioè il rapporto quantitativo tra capitale di credito e capitale proprio (*aspetto verticale*);
- La coerenza tra la struttura temporale e di elasticità (o di rigidità) delle fonti e degli impieghi (*aspetto orizzontale*).

Le scelte di finanziamento sono il risultato dell'analisi comparativa delle diverse fonti e della conseguente valutazione di convenienza delle stesse. L'insieme delle decisioni relative alle fonti, ossia alla relazione tra capitale proprio e capitale di credito per coprire il fabbisogno finanziario, permette di determinare la struttura finanziaria "più conveniente" o "ottimale" per l'azienda.

In questo ambito ci si riconosce nell'approccio di Onida che afferma l'inesistenza di un'unica struttura finanziaria da ritenersi ottima e valida per tutte le aziende e/o costante per ognuna di esse. L'autore sostiene che ciascuna azienda dovrà ricercare il rapporto tendenzialmente più conveniente tra capitale proprio e capitale di credito tenendo conto di una serie di vincoli e di fattori endogeni ed esogeni che ne guidano il giudizio. Non solo, ma le variazioni delle condizioni

⁴¹ DALLOCCHIO M, TZIVELIS D., VINZIA A.A. (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, pp.XV-XVI.

⁴² MIGLIETTA N. (2004). *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino, p.11.

ambientali e interne all'azienda, nel corso del tempo, richiederanno continui adattamenti⁴³. Quindi la composizione delle fonti di finanziamento e la determinazione della struttura finanziaria "ottimale" non è soggetta a nessuna formula meccanicistica che riproduce il comportamento di soggetti teorici, perché è il soggetto economico a stabilire quale sia la composizione preferibile e ad adattarla in relazione al mutamento delle condizioni ambientali e interne.

Si ritiene utile sottolineare, ancora una volta, come tale scelta si rifletta non solo sulla sfera patrimoniale ma anche, in un'ottica sistemica, sui costi d'impresa e sugli impegni di uscite e quindi, rispettivamente, sulla dinamica economica e su quella finanziaria.

In generale, si può evidenziare che le scelte di finanziamento, per permettere di definire la struttura finanziaria "più conveniente", devono:

- Garantire, come già ricordato, il raggiungimento delle condizioni di equilibrio, così da garantire la continuità aziendale;
- Essere compatibili sia con le scelte strategiche dell'impresa, sia con le decisioni relative agli investimenti⁴⁴;
- Essere coerenti tra di loro e coordinate con il sistema delle politiche finanziarie aziendali in un'ottica prospettica;
- Essere valutate non in una logica atomistica ma in un'ottica sistemica con riferimento alle fonti esistenti, andando a valutare l'impatto positivo o negativo che ciascuna di esse esercita sul sistema delle fonti, senza possibilità di creare un collegamento tra una singola fonte e un singolo investimento⁴⁵;

⁴³ ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., pp.451-452.

⁴⁴ FIORENTINO R. (2007), "Le decisioni di finanziamento", in GALEOTTI M. (a cura di) *La finanza nel governo dell'azienda*, Apogeo, Milano, p.119.

⁴⁵ CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, cit., pp.29-33; ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., p.432;

- Essere in grado di far fronte in modo continuativo e consistente al fabbisogno aziendale per non limitare la continuità della gestione e lo sfruttamento delle opportunità di investimento, tenuto conto delle condizioni di incertezza in cui si svolge l'attività aziendale.

2.5.1. Le decisioni di finanziamento: la composizione delle fonti

Considerate le differenze sostanziali tra capitale proprio e capitale di credito, illustrate nel precedente paragrafo, il management aziendale deve adottare le decisioni finanziarie più convenienti qualitativamente e quantitativamente all'entità e alle caratteristiche del fabbisogno finanziario attuale e prospettico, che deve essere soddisfatto in modo dinamico.

Nell'ambito della scelta delle fonti di finanziamento si deve tenere conto di una serie di elementi o "fattori orientativi" e di una serie di "vincoli" nell'accesso alle fonti disponibili⁴⁶.

Tra gli elementi vincolanti ai fini della scelta si possono far rientrare:

- I vincoli legati all'andamento economico-congiunturale dei mercati del capitale proprio o di credito che, modificando i tempi di accesso al finanziamento o limitandone l'accessibilità a condizioni economiche vantaggiose, possono spingere per una modalità di finanziamento al posto di un'altra. Nelle aziende minori la carenza della disponibilità di risorse da parte del soggetto aziendale potrebbe precludere la crescita, se non si fosse disposti ad allargare la compagine sociale o a sbilanciare la struttura finanziaria verso

⁴⁶ ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., pp.431-451; GUATRI L. (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle imprese industriali*, cit., pp.87-105; FIORENTINO R. (2007), "Le decisioni di finanziamento", cit., pp.120-130; BIANCHI MARTINI S. (2014), "I processi di finanziamento", cit., pp.182-193.

l'indebitamento. Infine tra i vincoli di mercato sono compresi lo scarso sviluppo degli stessi e l'inadeguatezza delle norme di regolamentazione⁴⁷;

- Il rischio economico-finanziario in cui opera l'azienda che si ripercuote sui soggetti finanziatori. I finanziatori di capitale proprio, in questo caso, tendono a limitare la loro esposizione di capitale, ricorrendo ampiamente all'indebitamento e, quindi, trasferendo parte del rischio a terzi creditori. Questo, però, aumenta il grado di rischio dell'azienda e può rappresentare un fattore di instabilità finanziaria. Di conseguenza, i soggetti finanziatori di capitale di credito, se percepiscono un'eccessiva rischiosità, per cautelarsi, saranno disposti a concedere finanziamenti solo in presenza di adeguate garanzie e a maggiori costi⁴⁸ o addirittura potrebbero limitare l'accesso al credito, in relazione alla solvibilità delle aziende, sulla base delle norme di "Basilea";
- La sussistenza di particolari esigenze ed aspettative in capo al soggetto economico che, per non compromettere il potere di controllo sull'attività gestionale, potrebbe optare per delle scelte di finanziamento non opportune in un'ottica di equilibrio aziendale.

Sulla base delle fonti disponibili e delle caratteristiche quali-quantitative del fabbisogno finanziario attuale e prospettico, si specificano alcuni fattori orientativi, nella scelta delle fonti di finanziamento, valutati in modo sistematico⁴⁹:

- In primo luogo, si deve considerare il costo di ciascuna fonte, anche se la scelta non si può limitare all'onerosità più bassa. Infatti il costo del finanziamento dipende dalle scelte già effettuate, dalle condizioni di efficienza o meno dei

⁴⁷ BIANCHI T. (1975), *La finanza aziendale*, cit., p.69; GUATRI L. (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle imprese industriali*, cit., p.87 ss.

⁴⁸ FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., p.114 ss.

⁴⁹ CAPALDO P.(1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, cit., pp.29-33.

mercati dei capitali, dal beneficio fiscale del debito. In realtà, le fonti più convenienti sono quelle caratterizzate dal minor costo medio ponderato del capitale, costo che, per le piccole imprese è di difficile determinazione⁵⁰;

- In secondo luogo, le scelte relative ai finanziamenti devono essere correlate al rendimento dei relativi investimenti, al fine di valutarne la convenienza. In particolare, il meccanismo della cosiddetta “leva finanziaria”⁵¹ permette di individuare il grado di indebitamento “ottimale” che massimizza la redditività del capitale proprio. In particolare, se la leva finanziaria è positiva, l’azienda avrà convenienza a finanziare i nuovi investimenti con capitale di credito perché l’aumento dell’indebitamento amplifica la redditività del capitale proprio. In un’ottica dinamica, bisogna però considerare che la crescita dell’indebitamento oltre certi livelli comporta l’aumento sia dei tassi d’interesse, sia del rischio finanziario che grava sull’azienda;
- In terzo luogo, si deve tener conto dell’elasticità dei finanziamenti, cioè della possibilità di avere apprezzabili “margin di manovra” nella copertura del fabbisogno finanziario⁵². Infatti la dinamicità del sistema azienda richiede una disponibilità variabile di risorse per cogliere eventuali opportunità di investimento, per non pregiudicare la normale operatività in caso di richieste di rientro improvvise e per fronteggiare fabbisogni imprevisti e errori di programmazione⁵³. Tale margine dipende dalla presenza di riserve di liquidità,

⁵⁰ MIGLIETTA N. (2004). *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, cit., p.41; GALEOTTI M. (2007), “Il costo dei capitali”, in GALEOTTI M. (a cura di) (2007), *La finanza nel governo dell’azienda*, cit., pp.155-158.

⁵¹ La leva finanziaria è data dalla differenza tra redditività del capitale investito (ROI) e il costo dell’indebitamento (ROD).

⁵² GIANNESI E. (1982), *L’equazione del fabbisogno di finanziamento*, cit., pp.82 ss.

⁵³ DALLOCCHIO M., SALVI A. (2005), *Finanza d’azienda*, Egea, Milano, p.642; FIORENTINO R. (2007), “Le decisioni di finanziamento”, cit., pp.127-128; BIANCHI MARTINI S. (2014), “I processi di finanziamento”, cit., p.193.

dall'elasticità degli impieghi⁵⁴, dalla possibilità di sostituire tempestivamente i soggetti finanziatori. Sarà compito del management determinare il livello adeguato di elasticità, ponderando i vantaggi suddetti con i costi relativi al mantenimento di risorse finanziarie non utilizzate⁵⁵;

- Infine, nella scelta della composizione delle fonti, si deve considerare l'omogeneità tra le stesse fonti e gli impieghi. Occorre cioè valutare la corrispondenza tra la struttura temporale e di elasticità degli impieghi e la corrispondente struttura delle fonti destinate alla loro copertura, per evitare che si possano verificare situazioni di squilibrio finanziario, essendo tale coerenza una condizione di funzionamento aziendale. Quest'ultimo argomento sarà analizzato nel successivo sotto paragrafo.

2.5.2. Le decisioni di finanziamento: la coerenza fonti-impieghi

L'analisi della coerenza tra fonti e impieghi richiede la necessità di richiamare alcune considerazioni relative alla natura e alla composizione degli investimenti.

Accanto agli investimenti durevoli, destinati a rimanere in azienda per lunghi periodi, cedendo gradualmente la loro utilità nei diversi cicli produttivi e di vendita, troviamo gli investimenti correnti, destinati a rimanere per minor tempo in azienda, in quanto cedono la loro utilità in un solo ciclo produttivo.

Gli investimenti durevoli, rappresentati dai fattori a fecondità ripetuta, generano un fabbisogno tendenzialmente durevole⁵⁶.

Gli investimenti correnti, invece, generano un fabbisogno in parte durevole e in parte fluttuante. La parte durevole (o permanente) non è legata alla durata del

⁵⁴ CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, cit., p.23.

⁵⁵ DAMODARAN A. (2001), *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, pp.303 ss.

⁵⁶ BRUGGER G. (1987), "Le decisioni finanziarie", in PIVATO S. (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, FrancoAngeli, Milano, pp.966 ss.

ciclo di realizzo che è sempre di breve periodo, ma alla permanenza come genere di alcuni elementi degli investimenti correnti, come le scorte, i crediti commerciali, ecc. Tale permanenza si spiega con l'approccio sistemico, in quanto la continuità aziendale ne richiede l'immediata ricostituzione in valore, per far sì che il loro importo non scenda mai al di sotto di un certo livello ritenuto fisiologico. La parte fluttuante è data dagli investimenti a breve ciclo di realizzo in disponibilità liquide e dalla parte eccedente la componente fisiologica degli investimenti correnti⁵⁷.

In relazione al tipo di fabbisogno finanziario generato, parte della dottrina ha ritenuto di distinguere gli investimenti in *immobilizzazioni e disponibilità*⁵⁸. Tale approccio considera gli investimenti come elementi complementari di un sistema e sottintende la volontà di vincolare alcuni di essi al funzionamento aziendale, considerando la funzione economica da essi svolta nello svolgimento della gestione.

Le immobilizzazioni sono rappresentate dagli investimenti in fattori che non possono essere distolti dall'azienda senza comprometterne l'efficacia e l'efficienza e il cui recupero avviene progressivamente attraverso l'acquisizione dei ricavi. Essi, nel loro continuo rinnovarsi, generano un fabbisogno durevole nel tempo.

Le disponibilità sono, invece, rappresentate da quegli investimenti che possono essere distolti dalla gestione senza pregiudicarne l'economicità e che generano un fabbisogno finanziario temporaneo, ossia di breve periodo⁵⁹.

Nelle immobilizzazioni, accanto ai fattori a fecondità ripetuta, rientrano anche scorte, crediti commerciali, disponibilità liquide per la parte necessaria a non

⁵⁷ FIORENTINO R. (2007), "Le decisioni di finanziamento", cit., p.126; BIANCHI MARTINI S. (2014), "I processi di finanziamento", cit., pp.188-189.

⁵⁸ CAVALIERI E (1993), *Appunti di economia delle imprese*, Kappa, Roma, pp.179-185; FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, p. 119-122, AMODEO D. (1967), *Le gestioni industriali produttrici di beni*, Utet, Torino, p.37 ss.

⁵⁹ CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, cit., pp.165-171

interrompere il normale processo di gestione dell'azienda⁶⁰. Nelle disponibilità, invece, rientrano tutti gli altri elementi, per la parte eccedente quella minima necessaria o funzionale allo svolgimento dell'attività aziendale.

Gli investimenti aziendali, e il relativo fabbisogno finanziario che ne deriva, devono trovare corrispondenza nelle caratteristiche temporali delle fonti che, in base al tipo di vincolo che le lega all'attività aziendale, possono essere distinte in:

- Fonti permanenti, normalmente non soggette a rimborso né a scadenza predeterminata. Sono rappresentate dal capitale proprio, dai debiti commerciali fisiologici che, nel loro continuo rinnovarsi, rimangono stabilmente all'interno dell'azienda come genere e dai debiti per trattamento di fine rapporto, eccetto la parte che si prevede di corrispondere nel periodo successivo;
- Fonti durevoli o a lungo termine (o passivo consolidato) che sono soggette a rimborso in periodi non brevi;
- Fonti a breve (o passivo corrente) che devono essere rimborsate in tempi stretti⁶¹.

Posto che la coerenza tra fonti e impieghi va interpretata non in termini puntuali tra singoli investimento e singola fonte, ma in termini sistemici, è ormai prassi consolidata ritenere che perché la struttura finanziaria sia equilibrata è necessario che il fabbisogno di capitale durevole, derivante dagli investimenti strutturali e dalla componente costante degli investimenti correnti, sia coperto con fonti a carattere tendenzialmente durevole (rispettivamente capitale di credito a più lunga scadenza e capitale proprio), mentre quello temporaneo e fluttuante sia

⁶⁰ CAVALIERI E. (1993), *Appunti di economia delle imprese*, cit., pp.180-182; GUATRI L. (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle imprese industriali*, cit., pp.100-101.

⁶¹ QUAGLI A. (2014), "I processi di finanziamento", cit., p.150; CAVALIERI E (1993), *Appunti di economia delle imprese*, cit., pp183-184

coperto con finanziamenti a breve più elastici⁶². Si può, in parte, contravvenire a questa regola solo se il ciclo di rientro delle fonti a breve è compatibile con il ciclo di realizzo degli investimenti correnti e se l'azienda riesce a mantenere un certo margine di manovra per quanto concerne le fonti⁶³.

La Figura 2.1 sotto riportata esprime sinteticamente quanto espresso.

Figura 2.1 – Struttura finanziaria omogenea

Fabbisogno costante	Investimenti strutturali o duraturi	Capitale permanente	Fonti durevoli
	Investimenti correnti di carattere durevole	Debiti a medio-lungo termine	
Fabbisogno fluttuante	Investimenti correnti di carattere fluttuante	Debiti a breve termine	Fonti a breve

(Fonte: rielaborazione personale)

⁶² GIANNESSE E. (1982), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento*, cit., p.82; FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., p.43 ss.; BERTINI U (1990), *Il sistema d'azienda*, cit., pp.35 ss. Guatri propone un modello dinamico che introduce variabili prospettiche a breve termine, come i fattori che determinano la copertura della riserva di liquidità, la definizione di debito fisiologicamente rinnovabile (debiti stabili che si possono sostituire con altri della stessa specie o che si possono rinnovare alla scadenza). Lo stesso autore ritiene, tuttavia, tale modello abbastanza complesso e difficilmente applicabile perché, basandosi su elementi probabili, richiede un'informazione puntuale e completa che possiede solo chi è addentro alle vicende aziendali. Per maggiori approfondimenti si veda: GUATRI L. (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle imprese industriali*, cit., pp.98-103.

⁶³ BRUGGER G. (1987), *Le decisioni finanziarie*, cit., pp.996-997; FIORENTINO R. (2007), "Le decisioni di finanziamento", cit., p.127; BIANCHI MARTINI S. (2014), "I processi di finanziamento", cit., p.189-190.

Un approccio differente è quello riportato da altri autori⁶⁴ che discriminano la coerenza fonti-impieghi in relazione a una diversa funzione che questi sono chiamati a svolgere nel sistema produttivo, fondata sulle caratteristiche individuali dei singoli elementi patrimoniali.

In base a tale approccio gli investimenti sono separati in base alla durata del loro ciclo di realizzo ovvero, alla loro trasformazione in disponibilità monetarie in *capitale fisso* e *capitale circolante*⁶⁵.

Il capitale fisso è rappresentato da quegli investimenti che formano la struttura dell'impresa e sono caratterizzati da tempi lunghi di recupero. Esso è costituito dalle immobilizzazioni nette materiali, immateriali e finanziarie.

Il capitale circolante è rappresentato da quegli investimenti che assicurano il funzionamento della struttura e che sono caratterizzati da tempi rapidi di recupero. In relazione al diverso grado di liquidità si individuano: le liquidità immediate o disponibilità liquide; le liquidità differite o crediti di funzionamento e le disponibilità non liquide, tipicamente scorte.

In questo approccio, le fonti di finanziamento possono essere suddivise in base a due parametri di osservazione: quello della durata del ciclo di realizzo e quello della provenienza.

Con riferimento al criterio di osservazione della durata del ciclo di realizzo, si possono individuare:

- Le fonti del finanziamento permanente (o capitale permanente). Tali fonti comprendono il capitale proprio di pieno rischio, sia di origine interna che di origine esterna e il capitale di debito con scadenza media e lunga;
- Le fonti del finanziamento fluttuante (o corrente), che sono invece rappresentate dall'indebitamento a breve ciclo di utilizzo, tipicamente di

⁶⁴ FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., pp. 34 ss., 150 ss.; FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, cit., pp.122-137

⁶⁵ FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, cit., pp.122-124.

origine bancaria, e dall'indebitamento a breve termine, tipicamente debiti di fornitura⁶⁶.

Con riferimento alla provenienza le fonti possono essere suddivise, come già visto, in fonti interne ed esterne che, a seconda dei diversi autori, presentano una diversa composizione di tali fonti di finanziamento.

In base a questo approccio, la struttura finanziaria si ritiene equilibrata quando il capitale fisso è coperto con fonti del finanziamento permanente e, in modo complementare, il capitale circolante è finanziato con fonti fluttuanti⁶⁷.

È chiara la differenza tra i due approcci. Per esempio, i crediti commerciali sono considerati elementi del capitale fisso perché permettono il funzionamento della struttura e convenzionalmente ritornano in forma liquida in un anno (approccio capitale fisso- capitale circolante), ma appartengono alla categoria delle immobilizzazioni perché, dato il loro grado di rinnovabilità, non possono essere distolte senza penalizzare il normale funzionamento aziendale (approccio immobilizzazioni-disponibilità)⁶⁸.

L'approccio immobilizzazioni-disponibilità ha natura dinamica ma è un modello complesso e utilizzabile solo per analisi finanziarie interne, perché richiede un'informazione puntuale e completa e utilizza criteri distintivi non uniformabili. L'approccio capitale fisso-capitale circolante, invece, pur nella sua natura statica, utilizza un criterio distintivo convenzionale, utilizzabile nelle analisi finanziarie esterne, legato alla durata annuale del ciclo di realizzo dei singoli investimenti⁶⁹.

⁶⁶ FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, cit., pp.133-137.

⁶⁷ CARAMIELLO C. (1993), *Indici di bilancio*, cit., pp.296-297.

⁶⁸ FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, cit., pp.127-129; CAVALIERI E. (1993), *Appunti di economia delle imprese*, cit., p.187.

⁶⁹ FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, cit., pp.122-127; GUATRI L. (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle imprese industriali*, cit., pp.100-101. Guatri, al riguardo, critica tale ultimo approccio che ritiene un modello semplificato e approssimativo per l'accertamento dell'equilibrio finanziario perché, pur essendo basati su bilanci

Tuttavia, l'omogeneità tra fonti e impieghi è sinonimo di equilibrio solo per un dato istante e, quindi, è soggetta a continui adattamenti in relazione al mutamento delle condizioni interne ed esterne.

Per tenere costantemente sotto controllo l'equilibrio finanziario-patrimoniale, data l'insufficienza del solo bilancio d'esercizio, la dottrina ha elaborato alcuni strumenti che permettono di monitorare lo stato di salute dell'impresa.

2.6. La struttura finanziaria e l'equilibrio patrimoniale

La struttura finanziaria è, quindi, rappresentata dalla composizione delle fonti di finanziamento, cioè dal mix tra capitale proprio e capitale di credito, idoneo a finanziare il fabbisogno di capitale aziendale. Quindi, da un lato, riguarda la composizione degli impieghi in termini di durata e di elasticità e, dall'altro lato, la correlata composizione delle fonti di finanziamento, che deve avere caratteristiche omogenee rispetto a quelle del fabbisogno da coprire.

Tale struttura non è rivolta alla massimizzazione del valore dell'azienda ma, in un'ottica sistemica, deve essere funzionale alla continuità aziendale, attraverso il rispetto delle condizioni di equilibrio.

Pur riferendosi in particolare all'equilibrio patrimoniale, bisogna considerare anche le reciproche relazioni che esso ha con gli altri equilibri particolari, finanziario e reddituale. Rispetto all'equilibrio finanziario deve esistere una relazione di congruità tra impieghi e fonti, tale da *“sincronizzare il tempo di scadenza delle fonti con il tempo di rientro degli impieghi”*⁷⁰. Rispetto all'equilibrio reddituale, bisogna considerare l'impatto economico delle scelte di finanziamento.

di funzionamento, giudicano l'equilibrio ipotizzando la liquidazione dell'azienda, perché basati sull'attitudine alla liquidazione degli elementi dell'attivo.

⁷⁰ PAOLINI A. (2014), “Le condizioni di equilibrio aziendale”, cit., p.425.

È importante quindi procedere all'analisi della struttura finanziaria, per verificare il raggiungimento dell'equilibrio patrimoniale e finanziario dell'azienda.

Quando si va ad appurare l'equilibrio patrimoniale, la struttura finanziaria viene osservata secondo un'ottica statica, in cui gli impieghi e le fonti sono riferiti a un dato istante. Essa viene rappresentata attraverso lo stato patrimoniale di bilancio e la verifica dell'equilibrio patrimoniale può essere effettuata ricorrendo all'analisi finanziaria per margini e indici⁷¹.

Nel momento in cui si deve andare a verificare l'equilibrio finanziario, invece, è opportuno analizzare tale struttura in un'ottica dinamica, in cui i flussi degli impieghi e delle fonti sono riferiti ad un certo periodo temporale. Lo stato patrimoniale, in questo caso, deve essere affiancato dal rendiconto finanziario, che consente di seguire nel tempo la dinamica del fabbisogno finanziario e le sue modalità di copertura.

Ai fini del presente lavoro di ricerca, per la valutazione della presenza dell'equilibrio patrimoniale, la struttura finanziaria è analizzata secondo un'ottica statica⁷², pur nella consapevolezza dei limiti di tale disamina, messi in evidenza da parte della dottrina⁷³.

Al riguardo si andrà a verificare:

- Il grado di elasticità (rigidità) degli impieghi e delle fonti e il grado di autonomia (dipendenza) dei finanziamenti;
- L'equilibrio tra la struttura temporale delle fonti e quella degli impieghi.

L'analisi della struttura finanziaria richiede la riclassificazione finanziaria delle poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale di bilancio per

⁷¹Tale impostazione risente dell'influsso della dottrina di Accounting anglosassone.

⁷² Nel lavoro di ricerca si è cercato anche di ricostruire e interpretare la dinamica finanziaria delle aziende del campione, attraverso l'elaborazione di rendiconti finanziari "globali".

⁷³ Tra gli altri, si vedano al riguardo: ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, cit., pp.465-474; FERRERO G. (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p.118.

permettere di trasformare, rispettivamente, le attività in “*valori di investimento*” e le passività in “*valori di finanziamento*”⁷⁴.

La riclassificazione, come visto nel precedente paragrafo, può avvenire secondo approcci diversi. Per i motivi esposti in quella sede, si è scelto utilizzare il criterio dell’ampiezza del ciclo di realizzo per osservare gli impieghi, distinguendoli in: capitale fisso (o immobilizzazioni) e capitale circolante, formato da disponibilità non liquide, liquidità differite e liquidità immediate⁷⁵.

Le fonti, invece, sono state osservate sotto un duplice criterio. In base al criterio della provenienza si sono distinte tra capitale proprio (interno ed esterno) e capitale di credito (esterno). Con riferimento al criterio della durata⁷⁶, sono state suddivise in: capitale proprio, indebitamento a medio e lungo termine (o passivo consolidato) e indebitamento a breve (o passivo corrente); il capitale proprio e i debiti di durata medio lunga formano il capitale consolidato o permanente⁷⁷.

La Figura 2.2 evidenzia gli impieghi di capitale e le fonti di finanziamento, risultanti dall’applicazione dei suddetti criteri.

Tale stato patrimoniale-finanziario rappresenta il punto di partenza per il calcolo di una serie di indicatori volti a valutare la presenza o meno dell’equilibrio finanziario e patrimoniale della struttura finanziaria, esaminata in un’ottica statica.

⁷⁴ FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, cit., p.138.

⁷⁵ FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., pp. 34 ss., 150 ss.; FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, cit., pp.119-129. Su tale scelta, che risente dell’influsso della dottrina di Accounting anglosassone, si vedano le critiche espresse da Onida. ONIDA P. (1971), *Economia d’azienda*, cit., pp.465-474.

⁷⁶ Per convenzione, si adotta come riferimento un periodo di tempo pari a dodici mesi, per suddividere tra breve e medio-lungo periodo.

⁷⁷ ONIDA P. (1971), *Economia d’azienda*, cit., pp. 416 ss.; FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., pp. 34 ss.; FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, cit., pp.130 ss.

Figura 2.2 – Stato patrimoniale finanziario: raffronto tra investimenti e fonti

INVESTIMENTI		FONTI DI FINANZIAMENTO		
Capitale fisso	IMMOBILIZZAZIONI NETTE	CAPITALE PROPRIO	Capitale proprio	Capitale permanente
		DEBITI A MEDIO-LUNGO TERMINE		
Capitale circolante	DISPONIBILITÀ NON LIQUIDE	DEBITI A BREVE TERMINE	Capitale di credito	Capitale corrente
	LIQUIDITÀ DIFFERITE			
	LIQUIDITÀ IMMEDIATE			

Fonte: rielaborazione da FERRERO G., DEZZANI F. (1979)

L'analisi di bilancio, infatti, nonostante le limitazioni ricordate dalla letteratura⁷⁸ cui si rimanda, rappresenta una tecnica con valore segnaletico atta a verificare lo stato di equilibrio aziendale⁷⁹. In particolare, l'analisi di bilancio per margini e indici fornisce una serie di elementi di sintesi, rappresentati dagli

⁷⁸ Senza entrare nel merito della questione, si sottolinea che l'utilità dell'analisi di bilancio dipende dalla attendibilità dei dati di bilancio e non dal valore di tale tecnica d'indagine.

⁷⁹ FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, pp. 3 ss.; CARAMIELLO C., DI LAZZARO F., FIORI G. (2003), *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano, pp.13 ss.; BRUNETTI G., CODA V., FAVOTTO F. (1984), *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano, pp. 140 ss.; TEODORI C. (2008), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, pp.3 ss.

Sulla capacità segnaletica dell'analisi di bilancio si vedano anche: BERNSTEIN L., WILD J.J. (1998) *Financial Statement Analysis*, Mc Graw Hill, New York; FOSTER G. (1998), *Financial Statement analysis*, Prentice Hall, Englewood Cliffs; GIUNTA F. (1992), *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Cedam, Padova; MARCHI L., PAOLINI A., QUAGLI A. (2003), *Strumenti di analisi gestionale: il profilo strategico*, Giappichelli, Torino; SOSTERO U., FERRARESE P. (2000), *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano.

indicatori economici, finanziari e patrimoniali, che producono un sistema unitario di informazioni riguardanti l'azienda, in un'ottica di breve e di medio lungo periodo⁸⁰. Queste informazioni permettono a una molteplicità di stakeholder, sia interni che esterni, di valutare l'esistenza di una situazione di equilibrio aziendale.

2.6.1. Gli indicatori per l'analisi della struttura finanziaria: la valutazione della solidità

Dei quattro diversi profili strutturali di analisi dell'assetto aziendale, ossia solidità, redditività, liquidità e sviluppo, ai fini di questo lavoro di ricerca, sono individuati una serie di indicatori di bilancio ritenuti significativi per esprimere un giudizio sulla solidità patrimoniale-finanziaria e sulla liquidità⁸¹. Questo per poter indagare la struttura patrimoniale e finanziaria delle imprese considerate e la loro situazione finanziaria, e quindi verificare:

- Il grado di coerenza, ossia le condizione di equilibrio, in un tempo non breve, tra la struttura degli investimenti (o impieghi) e la struttura dei finanziamenti (o fonti), nonché le condizioni di equilibrio fra mezzi propri e di terzi (solidità patrimoniale-finanziaria);

⁸⁰ CARAMIELLO C. (1993), *Indici di bilancio*, cit., pp.9 ss.; FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2003), *Le analisi di bilancio*, cit., pp.3 ss.; CARAMIELLO C., DI LAZZARO F., FIORI G. (2003), *Indici di bilancio*, cit., pp.13 ss.; PAGANELLI O. (1991), *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet, Torino, pp.36 ss.;

⁸¹ CARAMIELLO C. (1993), *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, cit.; CODA V., BRUNETTI G., BERGAMIN BARBATO M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, Milano; FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2003), *Le analisi di bilancio*, cit.; MARCHI L., PAOLINI A., QUAGLI A. (2003), *Strumenti di analisi gestionale: il profilo strategico*, cit.; MELLA P. (1994), *Indici di bilancio: logica e procedura dell'analisi e il controllo della gestione aziendale*, Pirola, Milano; TEODORI C. (2008), *L'analisi di bilancio*, cit.

- La capacità tendenziale dell'azienda di far fronte tempestivamente e in modo economico, con mezzi ordinari, agli impegni finanziari assunti⁸², in modo da garantire l'equilibrio finanziario a breve termine (liquidità).

La solidità può essere definita come “*la capacità dell'impresa di perdurare nel tempo in modo autonomo*”⁸³. Essa riguarda sia l'insieme delle condizioni di equilibrio di lungo periodo tra investimenti e fonti di finanziamento, sia la dipendenza finanziaria da terze economie.

Gli indici di solidità permettono di valutare, da un lato, se la composizione degli investimenti e dei finanziamenti è equilibrata in relazione al settore economico di appartenenza e funzionale allo svolgimento dell'attività (analisi verticale) e, dall'altro lato, se l'impresa ha finanziato gli investimenti durevoli con capitale permanente, cioè con finanziamenti di pari durata (analisi orizzontale). Il primo aspetto di osservazione riguarda l'analisi patrimoniale dell'impresa, mentre il secondo quella finanziaria.

L'analisi della solidità della struttura finanziaria passa, quindi, attraverso i seguenti indicatori:

- *Indici di composizione degli impieghi e delle fonti di finanziamento*, che delineano i tratti morfologici della struttura finanziaria aziendale⁸⁴. Sono calcolati rapportando le singole classi degli impieghi e delle fonti rispettivamente al capitale investito e al totale delle fonti. Questi indicatori sono rappresentati dagli indici di rigidità e di elasticità degli impieghi e delle fonti,

⁸² CARAMIELLO C (1993), *Indici di bilancio*, cit., p.297.

⁸³ TEODORI C. (2008), *L'analisi di bilancio*, cit., p. 131.

⁸⁴ FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, cit., p.147; PAGANELLI O. (1991), *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, cit., p.74.

dagli indici di autonomia e di dipendenza finanziaria⁸⁵ dell'azienda dall'indebitamento e infine dal rapporto (o quoziente) di indebitamento⁸⁶;

- *Indici di correlazione tra fonti e impieghi*, che raffrontano valori di investimento e valori di finanziamento per verificare la coerenza tra decisioni di investimento e di finanziamento⁸⁷. Tra gli indici più significativi si segnalano: l'indice di autocopertura delle immobilizzazioni (o quoziente primario di struttura)⁸⁸, dato dal rapporto tra capitale proprio e immobilizzazioni nette, e l'indice di copertura delle immobilizzazioni (o quoziente secondario di struttura)⁸⁹, dato dal rapporto tra capitale permanente (capitale proprio e debiti a medio lungo termine) e le stesse immobilizzazioni.

Il suddetto quadro di indicatori offre, tuttavia, una visione parziale dalla struttura aziendale. Tali indici rappresentano uno strumento efficace solo se

⁸⁵ PAOLUCCI G. (2014), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari* *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano, pp. 107-108.

⁸⁶ L'interpretazione di questo indice richiede un collegamento con altre dimensioni di analisi perché crescere dell'indebitamento aumentano gli oneri finanziari e gli impegni finanziari legati al rimborso delle quote capitale del debito. Tra gli indicatori di sostenibilità dell'indebitamento rientrano il rapporto tra MOL (margine operativo lordo) e oneri finanziari e tra MOL e debiti finanziari.

⁸⁷ Bisogna considerare che il processo di copertura degli impieghi con le diversi fonti deve essere considerato nella sua unitarietà, anche se “*un'appropriate relazione strutturale [...] è pur sempre necessaria per non incorrere in pericolose tensioni finanziarie*”. Cfr. PAGANELLO O. (1991), *Analisi di bilancio*, cit., p.78.

⁸⁸ L'indice misura la capacità dell'azienda, in un'ottica di medio/lungo termine, di far fronte al fabbisogno finanziario legato gli investimenti durevoli, ricorrendo al solo capitale di proprietà. Tale capacità è legata direttamente sia al grado di indipendenza finanziaria dell'azienda, sia al grado di elasticità degli investimenti. Nella realtà italiana, caratterizzata da una diffusa sotto capitalizzazione, tale indice è sempre inferiore all'unità. FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2003), *Le analisi di bilancio*, cit., p.160.

⁸⁹ Tale indice, per garantire l'equilibrio strutturale tra fonti e impieghi, deve assumere valori superiori all'unità. In caso contrario si potrebbero avere tensioni sulla liquidità aziendale, con necessità di liquidare parte degli investimenti o di rinegoziare, ove possibile, i finanziamenti, a condizioni probabilmente più negative. CARAMIELLO C. (1993), *Indici di bilancio*, cit., p.296; CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, cit., p.27; TEODORI C. (2008), *L'analisi di bilancio*, cit., pp.136 ss.

considerati in un “sistema integrato”, in cui vengono prese in considerazione tutte le dimensioni di analisi.

2.6.2. Gli indicatori per l'analisi della struttura finanziaria: la valutazione della liquidità

Gli indici di liquidità valutano la solvibilità⁹⁰ dell'impresa, ossia la sua capacità di far fronte, in modo tempestivo ed economico, nel breve periodo, agli impegni finanziari assunti, con la liquidità esistente e le entrate attese⁹¹. Con tali indicatori si va ad analizzare la situazione finanziaria dell'impresa⁹².

In realtà, per valutare correttamente la solvibilità dell'impresa, da un lato, occorrerebbe collegare le informazioni fornite dagli indici di liquidità con quelle fornite dagli indici di solidità, redditività e sviluppo⁹³ e, dall'altro lato, occorrerebbe integrare tali informazioni, che sono per loro natura statiche con altre fornite da indici costruiti sulla base di flussi finanziari e monetari, che esprimono la dinamica delle entrate e delle uscite nel corso del tempo.

In questo capitolo ci si soffermerà sull'analisi statica anche se, nel lavoro di ricerca, si è cercato anche di ricostruire e interpretare la dinamica finanziaria delle PMI, attraverso l'elaborazione di rendiconti finanziari “globali”.

⁹⁰ “La liquidità si collega all'equilibrio finanziario e monetario di breve periodo. Un'azienda con adeguata liquidità ha la capacità di generare flussi finanziari e monetari tali da mantenere un costante bilanciamento tra attivo e passivo a breve, [...]”. Cfr. TEODORI C. (2008), *L'analisi di bilancio*, cit., p.175.

⁹¹ CARAMIELLO C., DI LAZZARO F., FIORI G. (2003), *Indici di bilancio*, cit., p.179; FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, cit., p.113.

⁹² La situazione finanziaria può essere intesa come “attitudine a fronteggiare le uscite, imposte dallo svolgimento della gestione, tempestivamente e in modo economico” o come “capacità di disporre, economicamente e in ogni istante, dei mezzi di pagamento necessari e sufficienti agli effetti del conveniente esplicarsi della gestione medesima”. FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, cit., p.197.

⁹³ CODA V. (1984), “La valutazione della solvibilità a breve termine”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 3.

Gli indicatori di liquidità sono rappresentati da un insieme di quozienti strutturali complessi, che mettono a confronto valori di investimento e valori di finanziamento. I principali indicatori di liquidità sono:

- *Indice di disponibilità*⁹⁴ (o indice di liquidità generale o *current ratio*) è dato dal rapporto tra capitale circolante e debiti a breve termine (passivo corrente), che indica la capacità dell'impresa di far fronte alle uscite future relative all'estinzione degli impegni a breve termine, attraverso le entrate derivanti dal realizzo diretto o indiretto degli investimenti correnti;
- *Indice di liquidità*⁹⁵ (o quoziente di tesoreria o *quick ratio* o *acid test ratio*), dato dal rapporto tra liquidità immediate e differite e passività correnti. Questo quoziente mostra l'attitudine dell'impresa far fronte agli impegni finanziari a breve con la liquidità a disposizione immediatamente o in tempi brevi;
- *Indici di ciclo finanziario*, che prendono in considerazione, sia "il rigiro del capitale investito nell'impresa", sia la durata della dinamica finanziaria degli elementi che formano il capitale circolante netto operativo (magazzino, crediti commerciali e debiti commerciali)⁹⁶, cioè indici di rotazione per misurare l'efficienza gestionale e indici di durata.

⁹⁴ Se espresso in forma di margine corrisponde al Capitale Circolante Netto (CCN). Tale indicatore, per essere valutato positivamente, deve essere superiore a uno e dovrebbe assumere valori prossimi a due, considerato che il numeratore comprende anche il magazzino. Può variare in relazione alle difficoltà finanziarie dell'azienda, dovute a una riduzione del volume di affari, al mancato rispetto dei tempi di incasso dei crediti commerciali, alle limitazioni di credito del sistema bancario, ecc. FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, cit., pp.185 ss.

⁹⁵ Se espresso in forma di margine, corrisponde al Margine di Tesoreria (MT). Tale indice dovrebbe assumere valori prossimi all'unità, anche se tale valore è puramente indicativo e per una corretta interpretazione occorrerebbe valutare la sua composizione. GUATRI L. (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle imprese industriali*, cit., pp.53 ss.; FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2003), *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, cit., p. 159; TEODORI C. (2008), *L'analisi di bilancio*, cit., p.176.

⁹⁶ Cfr. FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, cit., pp.204 ss.; TEODORI C. (2008), *L'analisi di bilancio*, cit., pp.184 ss.

Come già sottolineato, gli indicatori di liquidità e di solidità diventano uno strumento efficace di valutazione solo quando sono interpretati a sistema, cioè collegati con indici appartenenti ad altre dimensioni di analisi⁹⁷. Ad esempio è possibile evidenziare le relazioni esistenti tra solidità e redditività, in quanto la composizione delle fonti di finanziamento incide sull'onerosità dell'indebitamento che, a sua volta, è una delle determinanti fondamentali della redditività del capitale proprio. Oppure, si possono evidenziare le relazioni tra liquidità e solidità, in quanto la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni finanziari a breve contribuisce a mantenere le condizioni di solidità, perché non richiede il ricorso a finanziamenti di terzi. Inoltre, l'autonomia finanziaria libera disponibilità liquide utilizzabili per creare riserve, idonee a fronteggiare eventuali situazioni di tensione futura, invece che per il rimborso di debiti.

⁹⁷ TEODORIC (2008), *L'analisi di bilancio*, cit., pp. 209-215.

CAPITOLO 3

LE SCELTE DI STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI

3.1. Introduzione

Le scelte riguardanti la struttura finanziaria, cioè il mix tra debiti e mezzi propri, rappresentano ancora un tema molto attuale sul piano della ricerca sia teorica sia empirica, anche per le implicazioni sui processi decisionali delle imprese. Il motivo è dovuto al fatto che le diverse ipotesi teoriche che si sono succedute nel tempo presentano aspetti non spiegati o spiegabili, che possono portare a decisioni e risultati diversi. Inoltre, l'evidenza empirica presenta risultati contraddittori che non avvalorano in modo robusto nessuna teoria.

Ancora oggi, a più di trenta anni di distanza, il *capital structure puzzle*, così come definito da Myers¹ nel 1984, non è stato ancora risolto e ogni considerazione in merito alla struttura finanziaria non può prescindere dall'analisi delle caratteristiche della stessa impresa².

Come si finanziano le imprese e in particolare le imprese minori? Quali sono i fattori che influenzano le scelte di finanziamento delle PMI? Le specificità delle PMI italiane influiscono sulle decisioni concernenti la struttura del loro capitale?

¹ MYERS S.C. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, n.39, pp.575-592.

² VENANZI D. (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson Italia, Milano

Le diverse teorie che si sono succedute, hanno cercato di dare una risposta a questi quesiti, sviluppandosi in percorsi di studio complementari, anche se non sempre coerenti tra di loro.

In questo capitolo ci si soffermerà sull'analisi del comportamento finanziario delle PMI, legato alle diverse caratteristiche che le contraddistinguono dalle grandi imprese. Si passeranno quindi in rassegna le principali teorie della struttura finanziaria, che sembrano meglio spiegare la struttura finanziaria delle PMI e, successivamente, si presenteranno delle evidenze empiriche relative alla loro applicabilità alle imprese minori. Il capitolo si chiude con la descrizione della struttura finanziaria delle PMI italiane, facendo anche riferimento a una serie di indagini.

3.2. Il comportamento finanziario delle PMI

Le piccole e medie imprese costituiscono un universo variegato ed eterogeneo, ricco di elementi contraddittori al loro interno, per struttura proprietaria e organizzativa, per dimensione, per modello di business, per età e propensione all'innovazione.

Il criterio dimensionale, preso come base di differenziazione tra micro, piccole e medie imprese, di fatto serve soprattutto a differenziare le imprese minori dalle grandi imprese, più che a separare gli specifici universi produttivi e gestionali all'interno delle PMI.

Innanzitutto, le piccole imprese sono caratterizzate da strutture essenzialmente accentrate e da uno stile gestionale di tipo imprenditoriale, mentre le medie imprese mostrano dei profili organizzativi funzionali e la presenza di componenti manageriali. In secondo luogo, le piccole imprese, diversamente dalle medie, dispongono solitamente di minori risorse, minor potere contrattuale nei confronti degli organismi esterni (banche, organi della pubblica amministrazione,

intermediari commerciali, ecc.) e un più difficoltoso accesso alle fonti di informazione.

Queste molteplici caratteristiche si riflettono sul loro comportamento finanziario, cioè sulle scelte aziendali tra le diverse forme di finanziamento e sui vincoli o condizionamenti cui possono essere sottoposte e che ostacolano il ricorso a fonti esterne³.

Nonostante non sia possibile esaminare le PMI come un gruppo omogeneo, si possono, tuttavia, individuare una serie di elementi comuni nel loro comportamento finanziario, che le contraddistinguono rispetto alle grandi imprese.

La letteratura è concorde nell'individuare tali caratteristiche di fondo, relative al comportamento finanziario delle imprese minori, nella prevalenza del debito bancario soprattutto a breve termine e nella sua relazione con la particolare struttura proprietaria e di governo⁴. Infatti, il modello proprietario concentrato nelle mani di pochi soggetti e di tipo chiuso favorisce una struttura finanziaria sbilanciata verso il debito, supportato dalle garanzie rilasciate dall'imprenditore.

Un primo elemento che caratterizza il comportamento finanziario delle PMI è, quindi, rappresentato dalla particolare struttura proprietaria e di *governance*, saldamente nelle mani del soggetto proprietario o di pochi soci, spesso di origine familiare, tanto che sembra che la piccola impresa si identifichi, quasi completamente, con l'imprenditore. Le sue scelte, i suoi comportamenti, le sue

³ MIANI S., CAPPELLETTO R., FLOREANI J., MASON M., BELTRAMO F. (2015), *Strumenti finanziari a supporto dello sviluppo delle PMI*, FrancoAngeli, Milano, pp.15 ss.

⁴ PETERSEN M.A., RAJAN M.C. (1994), "The benefits of lending relationships: evidence from small business data", *Journal of Finance*, n.49, pp.3-37; BERGER A.N., UDELL G.F. (1995), "Relationship lending and lines of credit in small firm finance", *Journal of Business*, n.68, pp.351-381; WU Z., HEDGES P.L., ZHANG S. (2007), "Effects of concentrated ownership and owner management on small business debt financing", *Journal of Small Business Management*, n.45, pp.422-437.

esperienze e le sue motivazioni permeano tutti gli aspetti della vita aziendale, tra cui le scelte di finanziamento⁵.

Questo comporta che i comportamenti della piccola impresa sono diversi da quelli della grande impresa, già dalla stessa funzione obiettivo⁶. Infatti, mentre tale funzione nelle imprese maggiori è rappresentato dalla massimizzazione del valore per gli azionisti e gli stakeholder primari, nelle piccole imprese a controllo familiare, o a controllo concentrato nelle mani di uno o pochi soggetti, tale finalità potrebbe diversa⁷. In questo caso l'utilità dell'imprenditore dipende anche da fattori non monetari, come il mantenimento del controllo, l'indipendenza dell'impresa, l'autostima, il prestigio sociale, la soddisfazione delle sue aspirazioni e di quelle della sua famiglia⁸.

Proprio la presenza di queste diverse funzioni obiettivo nelle piccole imprese, spinge l'imprenditore, una volta esaurita la capacità di autofinanziamento, a limitare l'utilizzo del capitale di rischio esterno e ad adottare una struttura finanziaria più orientata al debito e, in particolare, al debito bancario a breve termine⁹, per i motivi che verranno analizzati nel corso del paragrafo. Infatti, la volontà di mantenere l'indipendenza e il controllo della gestione aziendale frena l'apertura del capitale a terzi soggetti esterni e determina la scelta della forma di debito, andando a plasmare il comportamento finanziario delle piccole imprese¹⁰.

⁵ PAOLONI M. (2003), *La crisi della piccola impresa tra liquidazione e risanamento*, Giappichelli, Torino.

⁶ ANG J.S. (1991), "Small business uniqueness and the theory of financial management", *Journal of Small Business Finance*, n.1, pp.1-13.

⁷ BARTON S.L., GORDON P.I. (1987), "Corporate strategy: Useful perspective for the study of capital Structure?", *Academy of Management Review*, n.1, pp.67-75.

⁸ BARTON S.L., MATTHEWS C.H. (1989), "Small firm financing: Implications from a strategic management perspective", *Journal of Small Business Management*, n.1, pp.1-7.

⁹ MISHRA C.S., MCCONAUGHY D.L. (1999), "Founding Family control and capital structure: the risk of loss of control and aversion to debt", *Entrepreneurship Theory and Practice*, n.23, pp.53-64.

¹⁰ COSH A., HUGHES A. (1994), "Size, financial structure and profitability", in HUGHES A., STOREY D.J. (a cura di), *Finance and Small firm*, Routledge, London.

L'ulteriore elemento, che caratterizza il comportamento finanziario delle imprese minori, è rappresentato dalla limitata disponibilità delle opzioni di finanziamento che hanno le PMI, rispetto alle grandi. Questo fatto le spinge a indirizzarsi verso il debito bancario, soprattutto a breve termine, perché rappresenta un tipo di finanziamento che incontra minori restrizioni. Inoltre, le particolari forme tecniche spesso utilizzate, come lo scoperto di conto corrente e le linee di credito autoliquidanti nell'esperienza italiana¹¹, grazie al periodico rinnovo delle linee di affidamento, fanno sì che esso venga percepito come una fonte di lungo periodo, da utilizzare per il finanziamento della gestione ordinaria e non di situazioni di emergenza.

Quanto detto trova conferma in letteratura. Infatti, per Berger e Udell¹² l'elevata incidenza del debito bancario a breve dipende dalla maggiore facilità di ottenimento di questa tipologia di finanziamento, che non richiede la presentazione di particolari elementi di supporto da parte dell'impresa, come piani industriali e finanziari, necessari per far comprendere ai possibili investitori la destinazione dei fondi raccolti o la bontà e la realizzabilità dei propri progetti¹³, oltre che dalla presenza di garanzie reali e personali rilasciate dall'imprenditore.

Una spiegazione del forte ricorso al debito bancario, oltre che nella particolare forma di governo delle imprese minori, è da ricercare nell'opacità informativa tipica di tali imprese, ossia nella scarsità di informazioni che si vuole o si può divulgare all'esterno¹⁴. Ciò rende più rilevante il problema delle asimmetrie informative, riducendo i canali finanziari a disposizione di tali imprese. La minore trasparenza

¹¹ Ciò è dovuto alla rilevante presenza di crediti commerciali nell'attivo patrimoniale e alla necessità di un loro smobilizzo anticipato.

¹² BERGER A.N., UDELL G.F. (1995), cit.

¹³ Questo riduce uno degli elementi di debolezza delle piccole imprese italiane caratterizzate da una modesta presenza qualitativa e quantitativa di competenze finanziarie.

¹⁴ Si pensi, con riferimento all'esperienza italiana, alla possibilità giuridica concessa alle imprese minori di presentare bilanci in forma abbreviata, cioè con un minor dettaglio delle poste dell'attivo e del passivo.

informativa delle piccole imprese, sia per la natura privata delle loro transazioni, sia per la mancanza di vincoli e di controlli istituzionali, comporta un aumento dei costi per il finanziatore, sia nella fase di valutazione (*screening*) della qualità del progetto di investimento, sia nella fase di controllo dei risultati effettivamente raggiunti (*monitoring*)¹⁵, contribuendo a limitare i canali di finanziamento a disposizione della piccola impresa e la possibilità di arbitraggio. Di conseguenza, l'accesso al mercato dei capitali risulta limitato per una serie di motivi, tra cui i costi di accesso avvertiti come troppo elevati, la riluttanza a diffondere all'esterno una serie di informazioni rilevanti sulle strategie dell'impresa, preferendo una comunicazione riservata con la banca.

Secondo la letteratura finanziaria, la risoluzione al problema delle asimmetrie informative delle piccole imprese passa attraverso il ricorso a forme di debito privato, come quello commerciale e soprattutto bancario, che rendono più efficiente l'attività di selezione e di monitoraggio dei finanziamenti, e attraverso la durata del debito. Durata e natura del debito permettono un maggior controllo sulla politica di investimento delle imprese, tramite la possibilità di non rinnovare il credito o di rifinanziarlo a condizioni diverse¹⁶.

In particolare, le banche sono in grado di ridurre le asimmetrie informative perché possiedono gli strumenti per una valutazione dei rischi più efficiente rispetto agli altri finanziatori. Questo perché, grazie al rapporto di lungo periodo che riescono a instaurare con l'impresa (*relationship lending o banking*), sono in grado di ottenere, oltre alle informazioni pubblicamente disponibili, anche informazioni private, confidenziali, di natura qualitativa, in grado di sopperire alla carenza di dati

¹⁵ JENSEN M.C., MECKLING W.C. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* n.3, pp.305-360.

¹⁶ Per il canale bancario si vedano, tra gli altri, gli studi di: LELAND H., PYLE H. (1977), "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation", *Journal of Finance*, n.32, pp.371-387; DIAMOND D.W. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, n.51, pp.393-414.

oggettivi e di garanzie¹⁷. Tali aspetti fanno sì che tale modello sia particolarmente adatto alle realtà di piccole dimensioni.

Inoltre, l'adozione di tale approccio, oltre alla riduzione delle asimmetrie informative, presenta anche altri vantaggi come: una maggiore flessibilità del rapporto che permette di rinegoziare le condizioni di finanziamento o di modificarne la forma; un miglioramento della reputazione dell'impresa e quindi una maggiore possibilità di ottenere credito; una maggiore riservatezza del rapporto che permette alle piccole imprese di raccogliere fondi senza divulgare all'esterno informazioni sensibili¹⁸.

La letteratura prevalente evidenzia, quindi, una relazione inversa tra livello di opacità informativa e dimensione aziendale. Tuttavia, non tutte le analisi empiriche confermano l'efficacia di tale relazione, introducendo nell'analisi un'altra variabile, rappresentata dalla complessità dell'impresa, considerando che le PMI sono un aggregato non omogeneo¹⁹.

Il lavoro di Zara e Feltrinelli²⁰ indica che la complessità, data da fattori come l'ambiente competitivo esterno, la strategia competitiva, l'organizzazione, la *corporate governance*, riesce meglio a spiegare il comportamento finanziario delle imprese, rispetto alla dimensione. Le conclusioni a cui giungono gli autori sono le seguenti: le PMI più semplici, che sono anche le più numerose, sono caratterizzate da rapporti di tipo relazionale con il sistema bancario, basato sull'opacità informativa. Di conseguenza le banche adottano un approccio di tipo *asset based*

¹⁷ Per una rassegna della letteratura si veda: BERGER A.N., UDELL G.F. (1995), cit.; ONGENA S., SMITH D.C. (2000), "What determines the number of bank relationship? Cross-country evidence", *Journal of Financial Intermediation*, n.9, pp.26-56.

¹⁸ ONGENA S., SMITH D.C. (2000), cit.

¹⁹ PACE R. (2013), "Piccole e micro imprese italiane tra crisi e vincoli finanziari: un'indagine empirica", *Rivista Piccola Impresa/Small Business*, n.1, pp.57-83. Per ulteriori approfondimenti si consulti la bibliografia ivi citata.

²⁰ ZARA C., FELTRINELLI E. (2006), "PMI, rapporti con i finanziatori e complessità d'impresa", *Banca impresa società*, n.2, pp.281-307.

e/o di accesso privilegiato alle informazioni aziendali; mentre le PMI complesse adottano modelli di *transactional banking* e di mercato, basati sulla divulgazione delle informazioni.

La riduzione delle asimmetrie informative può essere ottenuta anche ricorrendo al credito commerciale. La letteratura²¹ ha evidenziato come i fornitori abbiano maggiori vantaggi informativi rispetto agli intermediari finanziari nel valutare la solvibilità dell'azienda. Inoltre, sono in grado di risolvere più facilmente i problemi di incentivazione e di ridurre i costi del contratto, grazie a un più intenso potere di controllo sulle forniture future. Tale forma di finanziamento, anche se abbastanza costosa, risulta cruciale per le PMI durante le fasi di restrizione del credito, in cui è massima la sua funzione finanziaria²².

La tendenza della piccola impresa a ricorrere al debito bancario a breve termine, oppure al debito di fornitura, limitando l'utilizzo del debito a medio-lungo termine, può essere legata alla scarsa disponibilità di "asset" da offrire in garanzia. Infatti, la scarsa rilevanza del capitale fisso rispetto a quello circolante, la forte variabilità dei risultati delle piccole imprese e la loro maggiore probabilità di default rende più difficile l'accesso al credito, solo in parte mitigato dal rilascio di garanzie reali e personali da parte dell'imprenditore²³.

I fattori esaminati, cioè limitata pluralità delle fonti di finanziamento, presenza di opacità informativa e particolare struttura proprietaria e di governo, comportano una struttura finanziaria relativamente semplice, per le piccole imprese,

²¹ FERRIS J. S. (1981), "A transactions theory of trade credit use", *The Quarterly Journal of Economics*, n.2, pp.243-270; BIAIS B., GOLLIER C. (1997), "Trade credit and credit rationing", *Review of Financial Studies*, n.10, pp. 903-937.

²² BIAIS B., GOLLIER C. (1997), cit.; CHIESA G., PALMUCCI F., PIROCCHI I. (2009), *La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà*, Note e ricerche, Asterisco, Bologna.

²³ ARCELLI M. (1994), "Il finanziamento delle piccole e medie imprese: situazione attuale prospettive", *Economia Italiana*, n.34, pp.291-307; CHITTENDEN F., HALL G., HUTCHINSON P. (1996), "Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation", *Small Business Economics*, n.8, pp. 59-67.

dove è prevalente il ricorso al debito, soprattutto bancario, mentre è contenuto il finanziamento di capitale proprio ed è assolutamente marginale l'apertura del capitale proprio a soggetti esterni.

Come evidenziato da Cressy e Olofsson²⁴, le PMI hanno: una maggiore incidenza di debiti commerciali; una maggiore incidenza del debito finanziario a breve; un debito finanziario prevalentemente di tipo bancario; ottengono la maggioranza dei finanziamenti addizionali di cui necessitano dalle banche, quindi le altre fonti, in particolare l'*equity*, sono meno significative. Questo deriva dall'avversione alla diluizione del potere di controllo da parte dell'imprenditore.

Holmes e Kent²⁵, su un campione di imprese manifatturiere australiane, evidenziano come le piccole imprese preferiscano il ricorso all'autofinanziamento in senso ampio e, dovendo ricorrere al finanziamento esterno mostrino una predilezione per il prestito bancario a breve termine e per il credito di fornitura e uno scarso interesse per il mercato dei capitali. La spiegazione di tale comportamento è riconducibile all'avversione dell'imprenditore a condividere il controllo dell'impresa, nel timore di perdere l'autonomia, il controllo e la flessibilità nella gestione dell'attività. Le evidenze empiriche di tale studio sono coerenti con la *pecking order theory*.

Anche altre indagini pongono al centro dell'analisi le preferenze individuali, come avversione al rischio e alla perdita del controllo, dell'imprenditore e l'influenza delle stesse sulle decisioni aziendali²⁶.

²⁴ CRESSY R., OLOFSSON C. (1997), "European SME financing: an overview", *Small Business Economics*, n.9, pp.87-96.

²⁵ HOLMES S., KENT P. (1991), "An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises", *The Journal of Small Business Finance*, n.1, pp.141-154.

²⁶ BARTON S.L., MATTHEWS C.H. (1989), "Small firm financing: Implications from a strategic management perspective", cit; HUTCHINSON R.W. (1995), "The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues", *Small Business Economics*, n.7, pp.231-239.

Nel paragrafo successivo si cercherà di inquadrare gli elementi, emersi dall'analisi del comportamento finanziario delle PMI, all'interno delle principali teorie sulla struttura finanziaria.

3. 3. Le principali teorie sulla struttura finanziaria

Il tema della struttura finanziaria poggia le sue fondamenta sul celeberrimo lavoro di Modigliani e Miller²⁷ che hanno dimostrato come, in presenza di mercati dei capitali perfetti, la struttura finanziaria sia irrilevante ai fini della massimizzazione del valore dell'impresa.

Tali autori hanno posto le fondamenta per una serie di studi successivi sulla struttura finanziaria ottimale. Infatti, sono state elaborate nuove teorie che si sono focalizzate sulle specifiche imperfezioni esistenti sul mercato dei capitali, come la presenza di imposte, di costi del dissesto, di conflitti di agenzia e di asimmetrie informative. Tali nuove teorie hanno evidenziato come le diverse scelte di finanziamento delle imprese non siano perfettamente sostituibili, e che nessuna di esse è in grado di spiegare completamente tali scelte. Anzi, spesso i risultati delle ricerche empiriche più che confermare le ipotesi teoriche hanno spinto alla formulazione di nuove ipotesi²⁸.

Gli stessi Modigliani e Miller²⁹, in un lavoro successivo del 1963, prendono in considerazione il beneficio fiscale del debito, collegato alla presenza delle imposte societarie, che dovrebbe spingere le imprese a indebitarsi il più possibile.

²⁷ MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, n.48, pp.261-297.

²⁸ Per maggiori approfondimenti si veda: BIGELLI M., MENGOLI S., SANDRI S. (2001), "I fattori determinanti la struttura finanziaria delle imprese italiane: una verifica empirica sulle società quotate", *Finanza Marketing Produzione*, n.3, pp.104-116.

²⁹ MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction", *American Economic Review*, n.53, pp.433-443.

Miller³⁰ nel 1977 dimostra che, prendendo in considerazione anche le imposte personali sui redditi da capitale e sui redditi da interessi, accanto a quelle societarie, è impossibile stabilire un livello ottimale di indebitamento per ogni singola impresa. Infatti, ogni impresa si rivolge a una platea ideale di investitori, per cui il valore dell'impresa è indipendente dalla scelta di struttura finanziaria.

Altman³¹ e Warner³² hanno messo in evidenza l'esigenza di considerare nella determinazione del livello ottimale di indebitamento, accanto al beneficio fiscale, anche i costi del dissesto. Jensen e Meckling³³, nella determinazione della struttura finanziaria ottimale, pongono l'accento sui costi d'agenzia che azionisti e creditori devono sopportare per limitare la discrezionalità dei manager e ridurre il rischio di conflitti di interesse. In presenza di asimmetrie informative tra manager (*insider*) e investitori esterni e finanziatori dell'impresa (*outsider*), la composizione delle fonti di finanziamento può servire a limitare le inefficienze generate da tali asimmetrie³⁴ o può essere utilizzata per segnalare all'esterno informazioni relative alle caratteristiche dell'impresa³⁵.

Pur in assenza di un pieno consenso e di un completo supporto da parte dei lavori empirici, le principali teorie che sembrano meglio adattarsi alle imprese minori, nello spiegare le scelte relative alla propria struttura finanziaria, sono rappresentate dalla *Trade-Off Theory* (TOT), dalla *Pecking Order Theory* (POT) e dal modello del *Financial Growth Cycle* (FGC).

³⁰ MILLER M.H. (1977), "Debt and taxes", *Journal of Finance*, n.32, pp.261-275.

³¹ ALTMAN E.I. (1984), "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question", *Journal of Finance*, n.39, pp.1067-1089.

³² WARNER J.B. (1977), "Bankruptcy costs: some evidence", *Journal of Finance*, n.32, pp.332-347.

³³ JENSEN M, MECKLING W.C. (1976), cit.

³⁴ MYERS S.C. (1984), cit.; MYERS S.C., MAJLUF N. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, n.13, pp.187-221.

³⁵ ROSS S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive signaling approach", *Bell Journal of Economics*, n.8, pp. 23-40.

Nei paragrafi successivi si fornirà una sintetica descrizione dei fondamenti di tali teorie. E' bene evidenziare come tutte queste teorie, e in termini generali le teorie della struttura finanziaria, riguardino l'azienda di grandi dimensioni, quotata, che opera nei mercati finanziari e ha una gestione manageriale. Pertanto non sono direttamente applicabili anche alle aziende di medio-piccole dimensioni³⁶.

Si cercherà, quindi, di individuare, attraverso l'analisi dei principali lavori empirici, quali di queste teorie si adattino meglio alle scelte finanziarie delle PMI, con particolare riguardo alla realtà italiana.

3.3.1. La Trade-Off Theory

La considerazione dei costi del dissesto, legati al fallimento dell'impresa, porta all'elaborazione della "teoria del trade-off" (TOT). Questa teoria prende le mosse dal paradigma di Kraus e Litzenberger³⁷ che, considerando i benefici e i costi del debito, prevedono l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale (rapporto ottimale tra mezzi propri e di terzi), variabile per ogni impresa, come risultato del bilanciamento (*trade-off*) tra i vantaggi fiscali, connessi alla deducibilità degli oneri finanziari, e i costi di dissesto del debito, legati al rischio di fallimento dell'impresa. In base a tale teoria, sia le imprese con un'elevata presenza di attività intangibili, sia le imprese di dimensioni minori tendono ad avere un livello di indebitamento inferiore a quello delle altre imprese, perché ritenute più rischiose. Le imprese finanziariamente più solide e redditizie, imprese per le quali i costi di fallimento

³⁶ Le PMI presentano delle caratteristiche, diffusamente illustrate in precedenza, che violano le principali ipotesi delle teorie sulla struttura finanziaria (accesso non libero alle diverse forme di finanziamento di capitale di credito o di rischio, soggezione al razionamento di capitale, mancanza di separazione netta tra impresa e imprenditore, ecc.). Al riguardo si vedano le osservazioni effettuate da: PENCARELLI T., DINI L. (1995), "Teorie della struttura finanziaria e piccola impresa", *Piccola Impresa/Small Business*, n.3, pp.47-86; VENANZI D. (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, cit., pp.40-41.

³⁷ KRAUS A., LITZENBERGER R. (1973), "A state-preference model of optimal financial leverage", *The Journal of Finance*, n.33, pp. 911-922.

sono estremamente bassi, dovrebbero essere quelle che ricorrono maggiormente all'indebitamento.

Le indagini empiriche condotte nel corso del tempo hanno evidenziato una serie di limiti della teoria che permette una spiegazione solo parziale del comportamento dell'azienda in sede di determinazione della struttura finanziaria³⁸. Questo ha portato allo sviluppo di teorie alternative.

3.3.2. La Pecking Order Theory

La presenza di asimmetrie informative condiziona la politica finanziaria delle imprese, attraverso il manifestarsi di conflitti di interesse tra manager (*insider*) e investitori esterni e finanziatori dell'impresa (*outsider*). La *pecking order theory* (POT) introduce una specifica gerarchia nella scelta delle fonti di finanziamento da parte delle imprese, in funzione del minor grado di asimmetria presentato e quindi del minor costo del finanziamento associato. Infatti, le asimmetrie informative implicano costi crescenti nel passaggio dall'autofinanziamento al debito bancario e da quest'ultimo all'*equity*.

Myers e Majluf³⁹ hanno dimostrato che, quando un nuovo progetto di investimento non è finanziato dai vecchi azionisti, il ricorso a un aumento di capitale può portare a decisioni di investimento sub-ottimali. Infatti, i manager, che agiscono nell'interesse dei vecchi azionisti, possiedono maggiori informazioni sull'effettivo valore delle attività esistenti e sul rendimento dei nuovi progetti di investimento, rispetto ai potenziali investitori. Di conseguenza, l'emissione di nuove azioni comporta un trasferimento di ricchezza dai nuovi ai vecchi azionisti se le azioni sono sopravvalutate, e viceversa nel caso opposto. Poiché i manager decidono l'emissione di azioni, solo se il guadagno derivante dal nuovo progetto è

³⁸ BREALEY R.A., MYERS S.C., SANDRI S. (2003), *Principi di finanza aziendale*, cit., pp.505-507; COMITO V. (2001), *Idee e Capitali*, Isedi, Torino, p.192.

³⁹ MYERS S.C., MAJLUF N. (1984), cit.

superiore al trasferimento negativo di ricchezza subito dai vecchi azionisti, tale decisione viene interpretata dal mercato come l'ammissione del fatto che le azioni sono sopravvalutate, con conseguente richiesta di riduzione del prezzo di collocamento, che potrebbe causare una diminuzione della ricchezza dei vecchi azionisti, così come un aumento della percentuale di controllo da parte dei nuovi.

Questo spiega perché i manager, per finanziare un nuovo progetto di investimento, in caso in caso di insufficienza di risorse interne, utilizzeranno l'emissione di nuove azioni, solo come ultima scelta dopo l'utilizzo di fonti meno costose, sotto il profilo, della tutela del valore azionario⁴⁰.

Al riguardo, Myers⁴¹ elabora una teoria dell'ordine di scelta delle fonti di finanziamento (*pecking order theory*), secondo cui le imprese, per quanto possibile, preferiscono far ricorso a fonti interne piuttosto che a fonti esterne. Se poi l'autofinanziamento è insufficiente a coprire il fabbisogno di capitale, l'azienda farà ricorso a fonti esterne privilegiando il debito all'emissione di nuove azioni.

In particolare Myers individua il seguente ordine gerarchico:

- Le imprese preferiscono il finanziamento interno, adattando la politica dei dividendi (*pay-out* obiettivo) alle opportunità di investimento;
- Se è necessario il ricorso al finanziamento esterno, le imprese utilizzano i titoli più sicuri; iniziano con il debito, poi proseguono con l'emissione di forme ibride di titoli, come le obbligazioni convertibili, e infine, solo come ultima risorsa ricorrono all'aumento di capitale con emissione di nuove azioni.

La POT non individua un rapporto obiettivo ottimale tra debito ed *equity*. Il livello di indebitamento per ciascuna azienda è funzione delle sue necessità cumulate di finanziamento esterno, ovvero del fabbisogno finanziario non coperto da autofinanziamento.

⁴⁰ DALLOCCHIO M, TZIVELIS D., VINZIA A.A. (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, cit., pp.9-11.

⁴¹ MYERS S.C. (1984), cit.

La scelta di far riferimento a fonti di finanziamento interne piuttosto che esterne, consente al management di mantenere flessibilità ed autonomia gestionale rispetto al sistema bancario ed al mercato finanziario⁴². In particolare il management dell'azienda privilegia l'autofinanziamento per due principali ordini di considerazione:

- Tenere basso il rischio di default nel lungo periodo, mantenendo quanto più possibile le risorse all'interno dell'azienda;
- Tenere alto il controllo e la flessibilità dell'azienda, non riducendo l'autonomia strategica e gestionale⁴³.

A causa delle sue caratteristiche, questo modello si adatta meglio in alcune circostanze rispetto ad altre. Esso è stato utilizzato per descrivere la politica finanziaria di aziende quotate che operano in mercati finanziari efficienti, come quello statunitense. Infatti, presenta una serie di ipotesi che non si ritengono applicabili nelle imprese di minori dimensioni.

In seguito tale teoria è stata rivisitata e "allargata" per tener conto di specifici fattori (nuove tecnologie, dimensioni aziendali, ciclo di vita dell'impresa innovativa, economia dei paesi in fase di transizione, mercati finanziari dei paesi più sviluppati), consentendo di definire un ordine gerarchico di scelta specifico per le PMI, caratterizzate da maggiori asimmetrie informative nei confronti dei finanziatori. Rispetto alla versione originaria della POT, il primo posto è occupato da fonti interne allargate, rappresentate dall'autofinanziamento e dal capitale apportato dall'imprenditore o dai soci, seguito dall'indebitamento, mentre all'ultimo posto è collocato l'*equity*⁴⁴. Studi empirici hanno evidenziato come tale teoria non sia in grado di spiegare da sola le scelte di struttura finanziaria delle PMI,

⁴² COMITO V. (2001), *Idee e Capitali*, cit., p.193.

⁴³ DAMODORAN A. (2003), *Finanza aziendale*, cit., p.319.

⁴⁴ DOMENICHELLI O. (2008). "The pecking order theory in the context of small and medium sized enterprises: a note", *Piccola Impresa/Small Business*, n.2, pp.61-71.

in quanto nell'ordine gerarchico si possono individuare anche comportamenti finanziari attribuibili alla TOT. Tale coesistenza tra approcci teorici della TOT e della POT è riscontrabile anche nei lavori relativi alle PMI italiane.

3.3.3. Il modello del Financial Growth Cycle

Il modello del ciclo di crescita finanziaria dell'impresa è stato proposto da Berger e Udell⁴⁵ per spiegare in termini dinamici ed evolutivi la struttura finanziaria delle imprese.

Gli autori, partendo dai postulati della *pecking order theory*, elaborano un modello che tiene conto delle dimensioni e dell'età delle imprese, evidenziando un legame tra le scelte di struttura finanziaria e le fasi del ciclo di sviluppo, caratterizzate da una diversa asimmetria informativa. Tale modello ipotizza che le scelte di finanziamento varino in relazione alla fase del ciclo di sviluppo in cui si trova l'azienda.

Nella fase di avvio, la presenza di forti asimmetrie informative, la mancanza di una reputazione affermata presso i finanziatori, di risultati positivi e di attività da offrire in garanzia fanno sì che le imprese, di piccole dimensioni, presentino difficoltà a ottenere finanziamenti esterni. Il fabbisogno finanziario è coperto quasi totalmente da fonti interne, nella forma di capitale di dotazione conferito dall'imprenditore e/o dai suoi familiari (in questa fase i flussi generati dalla gestione sono irrilevanti) o da operatori specializzati nel sostegno alle aziende in start up e,

⁴⁵ BERGER A.N., UDELL G.F. (1998), "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in financial growth cycle", *Journal of Banking & Finance*, n.22, pp.613-673.

in parte, dal credito commerciale⁴⁶. Tale fase è la più critica da un punto di vista finanziario, in quanto è in gioco la stessa sopravvivenza dell'impresa⁴⁷.

Nella fase successiva l'impresa, sempre di piccole dimensioni, ma con un maggior tasso di crescita e una performance migliore, continua a evidenziare difficoltà finanziarie perché lo sviluppo aziendale richiede investimenti che incrementano il fabbisogno finanziario e il grado di rischio. In questa fase l'impresa inizia a integrare l'autofinanziamento con il ricorso al prestito bancario e, verso la fine di questa fase, anche con il ricorso al capitale di rischio, nella forma di *venture capital* (per le imprese a più elevato potenziale di crescita e di innovazione) o di *private equity*, sempre in relazione ai risultati raggiunti.

La terza fase, di espansione, denota una crescita intensa e un ulteriore aumento dei risultati dell'impresa, ormai di medie dimensioni, che è ora in grado di offrire sufficienti *track record* e *asset* a garanzia, se necessario. Questo fatto, accanto al miglioramento delle capacità di comunicazione con il mercato permette alle imprese di ricorrere a un maggior indebitamento, oltre che a forme di finanziamento più strutturate, rappresentate dal ricorso al capitale di rischio nella forma di *venture capital* o di *private equity*⁴⁸.

⁴⁶ La scarsa trasparenza informativa che caratterizza le PMI spiega il ruolo svolto dal credito commerciale in questa fase. I fornitori, infatti, presentano vantaggi nel valutare la solvibilità dell'impresa, perché possono esercitare un maggior controllo in quanto possono agire sulle forniture future. Al riguardo si vedano: DI MAJO A, PAZIENZA M.G., TRIBERTI B. (2005), *Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano*, Working Paper n.7; BIAIS B., GOLLIER C. (1997), cit.

⁴⁷ In realtà, in questa fase, è prevista anche la possibilità del conferimento del capitale di rischio da parte di investitori informali come i *business angels*, ex imprenditori o manager che mettono a disposizione anche esperienza e reti di relazioni. Tale fonte di finanziamento, che ha un certo peso nella struttura finanziaria delle PMI statunitensi, è una fonte trascurabile nella realtà italiana.

⁴⁸ Il *private equity* è la generale attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese effettuata da investitori istituzionali, operatori pubblici, grandi aziende o soggetti privati, sotto forma di partecipazione a capitale azionario o di sottoscrizioni di obbligazioni convertibili in azioni; il *venture capital* è invece principalmente rivolto al finanziamento dell'avvio e al supporto dello sviluppo dell'impresa. In particolare, l'apporto del *venture capitalist* è indirizzato verso imprese non quotate, giovani, orientate a business innovativi. Lo scopo è quello di conseguire, in un arco temporale

La fase della maturità, segna il passaggio dell'impresa alla grande dimensione. In questa fase, grazie alla maggiore strutturazione raggiunta, aumentano le informazioni rivolte all'esterno e migliora si riducono la trasparenza informativa verso il mercato. L'impresa può, quindi, diversificare ulteriormente le fonti di finanziamento, indirizzandosi verso strumenti finanziari più complessi e ricorrendo al mercato dei capitali anche attraverso un'IPO (*Initial Public Offering*).

L'evidenza empirica non offre una conferma univoca del ciclo di crescita finanziario. Inoltre il modello di Berger e Udell presenta difficoltà a essere applicato alle PMI italiane per le caratteristiche del nostro capitalismo. Infatti, il nostro sistema economico è dominato da micro e piccole imprese che tendono a conservare la piccola dimensione lungo il loro ciclo di vita, senza intraprendere dei percorsi di crescita, fondamentali per lo sviluppo del sistema Paese.

3.3.4. La verifica empirica delle teorie sulla struttura finanziaria

Fino agli anni ottanta, gli studi sulla struttura del capitale, che hanno cercato di valutare empiricamente la capacità esplicativa delle teorie sopra menzionate, si sono indirizzati solo verso le grandi imprese quotate, anche perché la maggior parte di queste teorie sono state formulate con riferimento a esse.

Questo sembra abbastanza sorprendente perché le PMI rappresentano una larga parte dell'economia di molti paesi. Tuttavia, siccome le PMI non sono una sorta di grandi imprese in miniatura, esse presentano comportamenti finanziari diversi da quelli delle grandi imprese, che richiedono specifiche spiegazioni.

Infatti, come evidenziato da Cressy e Olofsson⁴⁹, le PMI presentano:

- Una maggiore incidenza del capitale circolante rispetto agli investimenti fissi;

medio-lungo guadagni di capitale derivanti dalla successiva dismissione della partecipazione, attraverso la quotazione in borsa.

⁴⁹ CRESSY R., OLOFSSON C. (1997), "European SME financing: an overview", *Small Business Economics*, n.9, pp.87-96.

- Una maggiore incidenza di debiti commerciali;
- Una maggiore incidenza del debito finanziario a breve;
- Un debito finanziario prevalentemente di tipo bancario;
- Impiegano maggiormente i fondi interni per finanziare i loro investimenti;
- Ottengono la maggioranza dei finanziamenti addizionali di cui necessitano dalle banche, quindi le altre fonti, in particolare l'*equity*, sono meno significative;
- Sono finanziariamente più rischiose e presentano i più alti tassi di fallimento.

Pertanto, proprio per descrivere puntualmente le scelte di finanziamento delle PMI, sin dai primi anni novanta, sono stati pubblicati numerosi lavori internazionali e nazionali sul tema. Come rilevato da Venanzi⁵⁰, queste indagini empiriche intendono analizzare e interpretare le scelte di struttura finanziaria delle piccole e medie imprese, enfatizzando le differenze nella scelta rispetto alle grandi imprese. Al riguardo si possono individuare alcuni filoni principali di studio.

Un primo filone sottolinea le differenze tra i comportamenti finanziari delle PMI e delle grandi imprese⁵¹. Un altro filone di studi fornisce una rilettura dell'impatto delle determinanti empiriche più usate negli studi sulla struttura finanziaria delle PMI, alla luce delle loro peculiari caratteristiche⁵². Un terzo filone evidenzia le differenze nella struttura finanziaria tra le imprese piccole e grandi⁵³. Un ultimo filone verifica se alcune teorie, nel dettaglio la teoria del *trade-off* (TOT)

⁵⁰ VENANZI D. (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, cit.

⁵¹ LOPEZ-GRACIA J., SOGORB-MIRA F. (2008). "Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs", *Small Business Economics*, n.31, pp.117-136.

⁵² MICHAELAS N., CHITTENDEN F., POUTZIOURIS P. (1999). "Financial policy and capital structure choice in UK SME: Empirical evidence from company panel data", *Small Business Economics*, n.12, pp.113-130.

⁵³ CRESSY R., OLOFSSON C. (1997), "European SME financing: an overview", *Small Business Economics*, n.9, pp.87-96; HUGHES A. (1997). "Finance for SMEs: A U.K. Perspective", *Small Business Economics*, n.9, pp.151-166.

e la teoria dell'ordine di scelta (POT), sono più adatte a spiegare la *capital structure* delle imprese minori.

Con riferimento a quest'ultimo filone Lopez-Gracia e Aybar-Arias⁵⁴ verificano l'applicabilità della POT su un campione di piccole e medie spagnole nel periodo 1994-1995 concentrandosi sull'impatto di due sole variabili, e cioè la dimensione e il settore di attività. I risultati ottenuti evidenziano che il settore non è rilevante, mentre la dimensione influenza la politica finanziaria di tali imprese. In particolare sono le medie imprese e non le micro che fanno maggior ricorso alle fonti interne (comprehensive dell'autofinanziamento e del capitale apportato dall'imprenditore), mentre le micro imprese fanno maggiore ricorso al debito bancario a breve termine.

Ou e Haynes⁵⁵ (2006) hanno confermato l'importanza della fonte interna per un campione di PMI statunitensi, non dinamiche. In dettaglio questi autori hanno individuato il seguente ordine di scelta: fonte interna in termini allargati, prestiti ottenuti da istituzioni tradizionali (come banche commerciali, imprese finanziarie e società di leasing) e da istituzioni non tradizionali (come famiglie, altre imprese e governo), confermando l'applicabilità delle teorie.

Cassar e Holmes⁵⁶, invece, utilizzando un campione di piccole e medie imprese australiane, hanno ottenuto dei risultati che riconciliano la teoria del *trade-off*, con quelle dell'ordine di scelta e dei costi di agenzia.

⁵⁴ LOPEZ-GRACIA J., AYBAR-ARIAS C. (2000). "An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies", *Small Business Economics*, n.14, pp.55-63.

⁵⁵ OU C., HAYNES G.W. (2006), "Acquisition of additional equity capital by small firms – Findings from the National Survey of Small Business Finances", *Small Business Economics*, n.27, pp.157-168.

⁵⁶ CASSAR G., HOLMES S. (2003), "Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence", *Accounting and Finance*, n.43, pp123-147.

Lopez-Gracia e Sorgob-Mira⁵⁷ verificano la validità della teoria del *trade-off* e dell'ordine di scelta su un campione rappresentativo di PMI spagnole per un periodo di dieci anni (1995-2004), ottenendo risultati che confermano entrambe le teorie, pur con una maggiore efficacia esplicativa della teoria dell'adeguamento all'ottimo. Con riferimento alla POT, tali autori evidenziano che le risorse interne allargate costituiscono la principale fonte di finanziamento delle PMI, anche per le rilevanti asimmetrie informative che ostacolano l'accesso alle fonti di finanziamento esterne. Per ciò che riguarda la teoria dell'adeguamento all'ottimo, i risultati della ricerca indicano che le PMI tendono a raggiungere un livello di indebitamento ottimale, anche se in modo lento e parziale per la rilevanza dei costi di transazione e delle restrizioni finanziarie incontrate dalle aziende più piccole.

Cole⁵⁸, riferendosi a un campione di PMI statunitensi, analizza empiricamente quale dei due modelli teorici, TOT o POT, spieghi meglio il comportamento finanziario delle imprese minori e le determinanti delle scelte di finanziamento, evidenziando come i risultati ottenuti supportino con maggior forza le ipotesi della *pecking order theory*.

La letteratura empirica, quindi, non conferma in modo univoco nessuno dei modelli teorici di riferimento.

Inoltre, alcune analisi empiriche forniscono indicazioni eterogenee. Secondo il filone di letteratura che fa riferimento alla *contentment hypothesis*⁵⁹, le PMI ritengono sufficiente il cash flow generato all'interno e il credito a breve termine per perseguire i loro progetti di investimento, non perché costrette dall'esistenza di

⁵⁷ LOPEZ-GRACIA J., SOGORB-MIRA F. (2008), "Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs", *Small Business Economics*, n.31, pp.117-136.

⁵⁸ COLE R.A.(2013), "What do we know about the capital structure of privately held US firms? Evidence from the surveys of small business finance", *Financial Management*, n.4, pp.777-813.

⁵⁹ VOS E., YEH A.J.Y., CARTER S., TAGG, S. (2007). "The happy story of small business financing" *Journal of Banking & Finance*, n.9, 2648-2672.

imperfezioni di mercato ma per non perdere il controllo a favore di soggetti esterni, optando, in questo modo, per una crescita più contenuta.

Anche nel contesto italiano, sono stati condotti studi empirici sulla validità delle teorie del *trade-off* e dell'ordine di scelta.

Bontempi⁶⁰ ha testato empiricamente la teoria del "POT allargato", sulla base di una particolare tipologia di impresa italiana che è un insieme di due parti: l'impresa di tipo TOT che ha un livello di indebitamento obiettivo cui tende nel lungo periodo, e l'impresa di tipo POT in cui la presenza di disponibilità nel breve periodo di fonti interne interferisce con il processo di adeguamento verso l'obiettivo di *leverage*. I risultati di tale lavoro evidenziano come entrambi i modelli indagati abbiano valenza applicativa.

Il problema di questo, come di altri lavori riguardanti il contesto italiano, è legato alla presenza, nei campioni empirici considerati, di imprese di diverse dimensioni e non solo di PMI.

Fabbrini e Micucci⁶¹ hanno effettuato un'indagine su un campione di aziende marchigiane, costituito da un'elevata quota di PMI, che ha evidenziato come la struttura finanziaria di tali imprese potrebbe essere spiegata dalla teoria del *pecking order*. Queste imprese preferiscono finanziarsi con fonti interne e, solo in caso di loro insufficienza, ricorrono ai finanziamenti esterni. Esse presentano: una scarsa patrimonializzazione, per la ridotta base proprietaria e per l'avversione al suo allargamento; una prevalenza del debito di fornitura e dell'indebitamento bancario a breve termine e uno scarso ricorso all'emissione di titoli negoziabili, tra le fonti esterne.

⁶⁰ BONTEMPI M. E. (2002). "The dynamic specification of the modified pecking order theory: its relevance to Italy", *Empirical Economics*, n.27, pp.1-22.

⁶¹ FABBRINI A., MICUCCI G. (2003). "La struttura finanziaria delle imprese marchigiane: un'analisi su dati di bilancio e una discussione sulle soft information", in VENANZI D. (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane – Evidenza empirica*, Morlacchi Editore, Perugia.

Venanzi⁶² ha trovato conferma di entrambe le ipotesi in un campione di medie imprese industriali italiane nel periodo 1996-2001. Le medie imprese considerate sembrano evidenziare una strategia mista relativa alla combinazione tra debito ed equity. Questi i principali risultati emersi dall'indagine: le medie aziende privilegiano l'autofinanziamento e l'utilizzo del cash flow operativo per finanziare i propri investimenti; l'elevata concentrazione proprietaria del controllante rende necessario ricorrere al debito invece che all'aumento di capitale, sia per i limiti dei patrimoni personali e familiari dei proprietari, sia per l'avversione all'ingresso di nuovi soci, per paura di perdere il controllo, anche parziale, della società; presentano un certo grado di indebitamento finanziario per sfruttare il vantaggio fiscale, data la loro buona redditività; pur essendo più indebitate delle grandi imprese, presentano un'elevata solvibilità per la spiccata avversione al rischio, dovuta al forte coinvolgimento di risorse umane e finanziarie nelle stesse imprese.

Brighi e Torluccio⁶³ si propongono di analizzare le determinanti delle fonti di finanziamento delle PMI italiane e, utilizzando i dati dell'indagine Capitalia, cercano di verificare quale modello teorico riesca meglio a spiegare le decisioni relative al mix delle fonti di finanziamento. I risultati ottenuti si mostrano in linea con la teoria dell'ordine di scelta, mostrando come le imprese del campione preferiscano ricorrere innanzitutto a risorse generate internamente e solo successivamente al debito bancario, tenuto conto della presenza di asimmetrie informative e della struttura del mercato del credito. L'utilizzo dell'*equity* esterno è molto raro.

Dalla rassegna della letteratura analizzata, si evidenzia come le PMI, quando l'autofinanziamento non sia più sufficiente, preferiscano il ricorso al debito

⁶² VENANZI D. (2005). "Specificità finanziarie delle medie imprese italiane: un'analisi del campione Mediobanca-Unioncamere", *Argomenti*, n.13, pp.79-105.

⁶³ BRIGHI P, TORLUCCIO G. (2008), "Selezione e specificazione delle fonti di finanziamento nelle PMI in Italia", *Banca Impresa Società*, n.1, pp.71-112.

bancario, piuttosto che il ricorso al capitale di rischio esterno. Sembrerebbero, quindi, applicarsi meglio alle imprese minori italiane, i dettami del “POT allargato”, date anche le caratteristiche di tali imprese e del sistema finanziario italiano. Questo punto verrà analizzato nel paragrafo successivo, in cui si approfondirà il comportamento finanziario delle piccole e medie imprese italiane e la sua ripercussione sulla composizione della struttura finanziaria delle suddette imprese, nella consapevolezza che i lavori empirici, tuttavia, non confermano interamente nessuna delle teorie richiamate⁶⁴.

3.4. La struttura finanziaria delle PMI italiane

La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane è il risultato del comportamento finanziario di tali imprese, illustrato dall’analisi della letteratura nel paragrafo 3.2, ossia preponderanza del debito bancario, soprattutto a breve termine e particolare struttura proprietaria e di governo.

Prima di analizzare la struttura finanziaria delle PMI italiane è opportuno soffermarsi sul ruolo di tali imprese all’interno del sistema produttivo italiano.

3.4.1. Il tessuto imprenditoriale italiano

La principale peculiarità, o se si vuole l’anomalia, del sistema produttivo italiano è rappresentata da una grande frammentazione: da una parte l’enorme diffusione delle imprese di minori dimensioni, e delle microimprese in particolare; dalla parte opposta, la ridottissima presenza di imprese con almeno 250 addetti.

A fronte di un numero di PMI attive pari al 99,9 per cento, le microimprese sono circa 4,2 milioni, rappresentano circa il 95 per cento del totale delle unità

⁶⁴ TITMAN S., WESSELS R. (1988), “The determinants of capital structure choice”, *The Journal of finance*, n.43, pp.1-19; FRANK M.Z., GOYAL V.K. (2003), “Testing the pecking order theory of capital structure”, *Journal of financial economics*, n.67, pp. 217-248.

produttive e impiegano circa 7,8 milioni di addetti (il 47 per cento contro il 29 per cento nella media europea). All'estremo opposto, abbiamo una quota modesta di imprese di maggiori dimensioni, circa tremila, che rappresenta lo 0,1 per cento delle imprese e il 19 per cento degli addetti. Questa elevata frammentazione determina una dimensione media delle imprese molto contenuta (3,9 addetti per impresa a fronte di una media europea di 6,8 addetti)⁶⁵.

Secondo Signorini⁶⁶, questa peculiarità del sistema produttivo italiano ha radici lontane. Per alcuni essa è il risultato del processo di modernizzazione delle grandi imprese pubbliche e private mentre, per altri, è il risultato di una storia che ha saputo coniugare crescita e innovazione, grazie alla capacità di sfruttare le economie di agglomerazione nei distretti industriali.

Le piccole e medie imprese hanno garantito e continuano a garantire grande flessibilità al sistema produttivo italiano. Tuttavia, oggi, la ridotta dimensione aziendale non solo frena la capacità di innovazione di prodotto e di processo, di recepimento delle nuove tecnologie e di accrescimento dell'efficienza⁶⁷ ma, rende, tali imprese, più vulnerabili ai cambiamenti del contesto internazionale, perché le espone maggiormente alla concorrenza dei paesi emergenti e ne limita la possibilità di espansione sui mercati più dinamici⁶⁸.

Infatti, in un mercato sempre più globalizzato, la competitività nasce dalla capacità di innovare, esportare e connettersi a filiere produttive e commerciali non più locali o nazionali, ma su scala mondiale, fatto questo che richiede l'impiego di conoscenze avanzate e di personale altamente qualificato. Teoricamente potrebbero

⁶⁵ ISTAT (2015), *Rapporto annuale sul 2014. La situazione del Paese*, Istat, Roma.

⁶⁶ SIGNORINI L.F. (2015), *Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*, intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, Trento, 4 novembre.

⁶⁷ PAGANO P., SCHIVARDI F. (2003), "Firm size distribution and growth", *Scandinavian Journal of Economics*, n. 105, pp.255-274.

⁶⁸ ACCETTURO A., BASSANETTI A., BUGAMELLI M., FAIELLA I., FINALDI RUSSO P., FRANCO D., GIACOMELLI S., OMICCIOLI M. (2013), "Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi", *Questioni di Economia e finanza*, n. 193, Banca d'Italia.

esservi spazi di competizione anche per imprese non grandi, ma di fatto tali caratteristiche sono appannaggio delle grandi imprese⁶⁹.

Tuttavia il problema non è tanto l'elevato numero delle piccole e medie imprese quanto, piuttosto, la limitata capacità di espandersi e di crescere delle imprese più innovative. Da cosa dipende ciò? I fattori sono diversi e strettamente collegati tra loro. Tra di essi un ruolo fondamentale è rappresentato dalla proprietà e dalla gestione familiare delle imprese minori e, soprattutto, dal ruolo svolto dal sistema finanziario italiano, da sempre fondato sul ruolo preminente delle banche rispetto al mercato⁷⁰. Questi fattori incidono, come evidenziato all'inizio del paragrafo, anche sulle scelte di finanziamento delle imprese minori e rappresentano dei vincoli a tali scelte.

3.4.2. Il ruolo della struttura proprietaria

La dimensione delle imprese riflette la scelta degli imprenditori. Si può affermare che sulla performance delle piccole e medie imprese italiane incidano la struttura proprietaria e quella gestionale, a carattere prevalentemente familiare.

Secondo i dati Istat⁷¹ in Italia oltre il 70 per cento delle imprese sono a controllo familiare (circa il 75 per cento delle microimprese, oltre il 60 per cento delle piccole e solo il 31 per cento delle grandi); in più del 90 per cento delle imprese il socio principale è una persona fisica o una famiglia (si va dal 95 per cento delle micro imprese al 23, 5 per cento delle grandi) che detiene mediamente il 65 per cento del capitale.

⁶⁹ SIGNORINI L.F., OMICCIOLI M. (2005), *Economie locali e competizione globale: il localismo industriale italiano di fronte a nuove sfide*, Bologna, Il Mulino, pp. 20-25.

⁷⁰ DALLOCCHIO M, TZIVELIS D., VINZIA A.A. (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, cit., p.17.

⁷¹ ISTAT (2014), *Rapporto annuale sul 2013. La situazione del Paese*, Istat, Roma; ISTAT (2013), *Rapporto annuale sul 2012. La situazione del Paese*, Istat, Roma.

Il confronto internazionale non evidenzia differenze significative nell'assetto proprietario. Secondo i dati del Rapporto Corporate EFIGE, l'impresa familiare non è un'anomalia italiana, al contrario, è il modello di *governance* prevalente nella maggior parte dei paesi europei, con valori simili a quelli italiani e addirittura superiori in Germania⁷².

Ciò che differenzia le imprese familiari italiane da quelle degli altri paesi è la bassa propensione a ricorrere a dirigenti di provenienza esterna. In Italia il management è quasi interamente espressione della famiglia proprietaria. Secondo gli stessi dati EFIGE, le imprese familiari, in cui tutto il management è espressione della famiglia proprietaria, sono due terzi in Italia, contro un terzo in Spagna, circa un quarto in Francia e in Germania, soltanto il 10 per cento nel Regno Unito. In Italia solo il 5 per cento delle imprese ha una gestione manageriale, andando da un minimo del 3,2 per cento per le microimprese a un massimo di circa il 40 per cento per le grandi imprese⁷³.

La piccola dimensione e il modello di proprietà e gestione familiare di tali imprese, oltre a rappresentare un freno alla crescita, spiegano, da un lato, il limitato ricorso alla raccolta di fondi sul mercato dei capitali di rischio e di debito e, dall'altro, il forte ricorso al credito bancario⁷⁴.

Questo è dovuto ad alcune caratteristiche, già esaminate, che si ritiene opportuno richiamare brevemente:

- Il modello proprietario e di governo familiare chiuso delle PMI non è in grado di garantire all'impresa un sistema di competenze completo e funzionale a

⁷² UNICREDIT (2011), "Undicesima indagine sulle imprese manifatturiere italiane", *Rapporto Corporate*, Efige.

⁷³ ISTAT (2014), *Rapporto annuale sul 2013*, cit.; ISTAT (2013), *Rapporto annuale sul 2012*, cit.

⁷⁴ STIGLITZ J.E., WEISS, A. (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *The American economic review*, n.71, pp. 393-410. Tali autori sottolineano come l'accesso al credito e il peso del debito nella struttura finanziaria delle PMI sia legata con la struttura proprietaria e organizzativa dell'impresa.

gestire la complessità dei problemi che devono essere affrontati. Oggi, sempre di più, è necessaria la presenza di un capitale umano qualificato a gestire le principali sfide che devono essere affrontate per la crescita e la competitività dell'impresa: digitalizzazione, innovazione e internazionalizzazione⁷⁵;

- Inoltre, la focalizzazione di tali imprese sulla funzione produttiva e commerciale, anche per la preparazione dell'imprenditore, porta a una scarsa considerazione dell'aspetto finanziario della gestione, dove mancano competenze manageriali in grado di attuare una corretta e continua attività di pianificazione. Infatti, spesso, la ricerca di finanziamenti si realizza solo nel momento in cui necessitano nuove risorse, spesso senza un collegamento con le decisioni di impiego⁷⁶;
- Tale modello evidenzia, anche, una scarsa propensione ad aprirsi verso nuovi soci, perché questo viene visto come una minaccia all'indipendenza e al potere di controllo sull'impresa⁷⁷;
- Anche la scarsa trasparenza della gestione, dovuta al fatto che tali imprese non sono in grado, o non vogliono, fornire informazioni strutturate ai finanziatori, può comportare stringenti vincoli finanziari, perché non permette ai potenziali finanziatori una corretta valutazione dell'impresa. Questo fatto non favorisce il ricorso al mercato dei capitali, in cui c'è la necessità di rispettare obblighi in materia di comunicazione e trasparenza troppo severi, e spinge le PMI a

⁷⁵ OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE (2012), "La digitalizzazione delle imprese italiane: efficienza, innovazione e conquista di nuovi mercati", *Rapporto UniCredit sulle piccole imprese e analisi comparata tra piccole, medie e grandi imprese*, IX Edizione 2012-2013.

⁷⁶ DESSY A. (1995), *Politiche finanziarie e indebitamento delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, p.100; MONTEFORTE D., LA ROCCA M. (2003), "Le scelte di struttura finanziaria delle Pmi calabresi", in VENANZI D. (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi, Perugia, pp.113-114.

⁷⁷ BERGER A.N., UDELL G.F. (1998), cit.; COSTA S., COSTAGLI S. (2004), "I rapporti banca-PMI in Italia: considerazioni a margine del dibattito", Atti della XVI Conferenza Siep, Pavia.

impostare una relazione di lungo periodo con gli intermediari creditizi (*relationship lending*)⁷⁸.

La piccola dimensione, la struttura di governo familiare e l'opacità informativa limitano la pluralità delle fonti di finanziamento a disposizione dell'impresa minore. Considerato il livello contenuto di capitale proprio, il ricorso marginale al mercato dei capitali, l'apertura minima verso nuove forme e strumenti di finanziamento, si comprende il motivo per cui le PMI ricorrono in modo preponderante al debito bancario.

Nel paragrafo successivo si analizzerà la struttura finanziaria delle italiane per analizzare i motivi dell'utilizzo, o meno, delle principali fonti di finanziamento e valutarne la solidità finanziaria.

3.4.3. Il finanziamento delle PMI italiane

La necessità di copertura del fabbisogno finanziario spinge le imprese a individuare le modalità più idonee tra le seguenti fonti di finanziamento: autofinanziamento, conferimento del proprietario o dei soci, conferimento di capitale di rischio da parte di nuovi investitori, finanziamento sul mercato del debito, finanziamento bancario⁷⁹.

Le diverse indagini⁸⁰ che si sono succedute negli anni, pur nella diversità dei risultati, che risentono delle differenti basi di dati, presentano conclusioni simili che

⁷⁸ BIRINDELLI G., MODINA M. (a cura di) (2010), *Imprese, Banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, FrancoAngeli, Milano, pp.18-25.

⁷⁹ Si tralasciano altre forme come il finanziamento pubblico, il finanziamento infragruppo, la dismissione di asset non strategici.

⁸⁰ CAPITALIA (2005), "Indagine sulle imprese italiane – Rapporto sul sistema produttivo e sulla politica industriale", *Osservatorio sulle piccole e medie imprese*, Roma; UNICREDIT (2008), "Decima indagine sulle imprese manifatturiere italiane", *Rapporto Corporate*, Efige; UNICREDIT (2011), "Undicesima indagine sulle imprese manifatturiere italiane", *Rapporto Corporate*, Efige; UNICREDIT (2012), "La digitalizzazione delle imprese italiane: efficienza, innovazione e conquista di nuovi mercati", *Osservatorio Unicredit Piccole Imprese*, IX edizione, Roma.

permettono di evidenziare degli aspetti peculiari relativi alla struttura finanziaria delle PMI:

- Un livello di *leverage*⁸¹ più elevato rispetto a quello delle imprese europee, e che diminuisce al crescere della dimensione e di conseguenza un basso livello di capitalizzazione. Tale scarto incide in modo significativo sul peso degli oneri finanziari e quindi sia sulla competitività di prezzo che sulla sostenibilità del debito⁸²;
- Un'eccessiva dipendenza dai prestiti bancari, che indica una sostanziale mancanza di canali alternativi di finanziamento⁸³;
- Una forte incidenza del debito a breve, rappresentato da debiti commerciali e bancari (costituiti da forme tradizionali di breve periodo come scoperti di conto corrente, anticipi fatture, crediti autoliquidanti, ecc.)⁸⁴;
- Un buon utilizzo di strumenti come leasing e factoring;
- Un limitato ricorso al mercato dei capitali.

Nella Tabella 3.1 è riportata la composizione delle passività delle PMI, per il periodo 2007-2012, sulla base del Rapporto 2014 dall'Osservatorio OPMI, promosso dal Knowledge Center di SDA Bocconi, sulla base dei dati di circa 38 mila aziende con fatturato compreso tra 5 e 50 milioni di euro⁸⁵.

⁸¹ Il *leverage* nelle diverse indagini può essere determinato in vari modi: rapporto tra debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato, rapporto tra totale passività e mezzi propri, ecc.

⁸² FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio", *Bancaria*, n.6, pp.3-15.

⁸³ Un'ulteriore conferma si ritrova in: GOBBI G. (2013), *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze), Roma, 16 ottobre.

⁸⁴ Al riguardo si veda anche: VISCO I. (2013), *Considerazioni finali*, Relazione Annuale della Banca d'Italia sul 2012, Roma, 31 maggio.

⁸⁵ SDA BOCCONI - KNOWLEDGE CENTER (2014), *Osservatorio sulla competitività delle PMI*, Milano, 10 luglio. Disponibile al link: www.sdobocconi.it/sites/default/files/upload/pdf/report_PMI_10_luglio_2014.pdf.

Tabella 3.1- La composizione del Passivo e Netto delle PMI

Passività e Netto	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Totale debiti	61,5%	59,0%	58,1%	59,1%	60,0%	58,9%
<i>Debiti v/ banche</i>	20,8%	20,7%	20,7%	21,1%	21,6%	21,0%
<i>Debiti v/altri finanziatori</i>	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%	1,4%	1,4%
<i>Debiti v/fornitori</i>	19,8%	17,5%	16,6%	17,1%	17,7%	16,9%
<i>Altri debiti</i>	19,1%	19,2%	19,3%	19,6%	19,4%	19,7%
<i>(Di cui) Debiti a breve</i>	48,4%	45,2%	43,1%	43,6%	44,6%	43,9%
<i>(Di cui) Debiti a lungo</i>	13,2%	13,8%	15,0%	15,5%	15,4%	15,0%
Patrimonio Netto	32,3%	34,8%	35,6%	34,8%	33,9%	34,8%
Fondo per rischi ed oneri	1,7%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%	2,1%
TFR	2,9%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%	2,5%
Ratei e risconti passivi	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%
Totale Passivo e Netto	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: Osservatorio sulla competitività delle PMI – SDA Bocconi (2014), p.47.

Come si spiega questa particolare struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane, sbilanciata verso il finanziamento esterno e in particolare verso l'indebitamento bancario? Non esistono alternative al ruolo svolto dal sistema bancario?

Per dare una risposta a queste domande, prendiamo in primo luogo in considerazione le fonti interne in senso ampio, ossia l'autofinanziamento e i conferimenti effettuati dall'imprenditore o dai soci.

a) L'autofinanziamento

Le disponibilità monetarie prodotte dall'autofinanziamento aziendale, che pure riveste un ruolo importante nelle imprese di piccole dimensioni, sono in calo negli ultimi anni per due motivi. In primo luogo per la diminuzione della domanda globale che ha prodotto, a partire dal 2008, un calo generalizzato della produzione e dei ricavi di vendita. Si è, di conseguenza, verificata una caduta della redditività, calcolata dal rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e valore aggiunto, cui si

sono affiancati un aumento dell'incidenza degli oneri finanziari netti e un incremento della pressione fiscale⁸⁶. La quota di imprese che hanno chiuso in utile il 2012 si è ridotta al 55 per cento, valore inferiore di circa 12 punti percentuali rispetto al periodo pre-crisi, con un calo più marcato per le piccole imprese⁸⁷.

In secondo luogo si è verificato un allungamento del ciclo monetario del capitale circolante⁸⁸, a causa dell'aumento dei tempi di incasso dai propri clienti e dell'incremento della quota degli stessi che manifesta situazioni di inesigibilità, a fronte di un sempre più diffuso irrigidimento delle condizioni di vendita imposte dai fornitori⁸⁹. Fatto questo che assorbe cassa invece di produrne. Di conseguenza, negli ultimi anni, l'autofinanziamento non rappresenta più una fonte stabile di copertura del fabbisogno finanziario per le PMI e di strumento per la loro crescita⁹⁰.

b) Il finanziamento di capitale di rischio da parte dei soci

Il finanziamento di capitale proprio di rischio, tramite nuovi apporti da parte dei soci già esistenti o dell'imprenditore, dato il numero limitato di soci nelle imprese familiari, è scarsamente rilevante. Questa circostanza potrebbe essere spiegata, oltre che per motivi fiscali, dal modello che Demattè definiva "impresa

⁸⁶ BANCA D'ITALIA (2013), *Relazione annuale sulla 2012*, Roma, 31 maggio; BANCA D'ITALIA (2014), *Relazione annuale sul 2013*, Roma, 30 maggio. Si fa riferimento alla situazione fino al 2012-2013 per avere dati da confrontare con l'analisi empirica svolta nel capitolo successivo, i cui dati arrivano fino al 2012. Il MOL delle società non finanziarie nel 2012 è inferiore del 12% rispetto al 2008, mentre il rapporto tra MOL e valore aggiunto è passato da circa il 36% a meno del 33%.

⁸⁷BANCA D'ITALIA (2013), "Indagine sulle imprese industriali e di servizi – Anno 2012", *Supplemento al Bollettino Statistico. Indagini campionarie*. n. 38, Roma, 25 luglio.

⁸⁸ "La crisi ha però lasciato un segno sulla qualità del capitale circolante aziendale, nella misura in cui solo il 58,3% delle PMI non ha problemi ad affrontare gli impegni finanziari presi, mentre quasi il 12%, nell'ultimo anno, ha avuto problemi di tipo sistematico". Si veda al riguardo: ISTITUTO GUGLIELMO TAGLIACARNE (2013), "Fabbisogni e strategie finanziarie della piccola e media imprenditoria Italiana", *FOCUS PMI 2013*, Milano, maggio, p.84. Disponibile al link: http://www.islex.com/bin/focus_pmi_2013.pdf.

⁸⁹ LAI G., IELASI F. (2014), "Mini-bond e finanza delle PMI", in CALUGI R., MORELLI V., PAGLIETTI G. (a cura di), *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano, p.20.

⁹⁰ Sul legame tra autofinanziamento e crescita esistono numerosi contributi empirici. Si veda per tutti: CARPENTER R.E., PETERSEN B.C. (2002), "Is the growth of small firms constrained by internal finance?", *Review of Economics and statistics*, n.84, pp.298-309.

povera – famiglia ricca” anche se, molto spesso, è legata alla mancanza di importanti risorse da immettere nell’impresa come capitale di proprietà⁹¹. Si ritiene che questa modalità di finanziamento abbia per lo più carattere straordinario, nei casi in cui sia determinante la necessità di ristrutturazione, e rappresenti l’unica possibilità contro il coinvolgimento di soggetti terzi nel capitale di rischio⁹². Bisogna anche considerare che la normativa fiscale e tributaria ha spesso favorito il ricorso all’indebitamento piuttosto che una maggiore capitalizzazione⁹³.

Considerato il basso livello di capitale proprio e il limitato ricorso all’autofinanziamento, le PMI per coprire il proprio fabbisogno finanziario, ricorrono in modo rilevante al finanziamento esterno, in costante aumento dal 2005.

A livello aggregato, alla fine del 2012, i debiti finanziari delle imprese italiane ammontavano a circa 1.300 miliardi di euro, mentre l’indebitamento finanziario (*leverage finanziario*) era del 48 per cento, valore superiore rispetto a quello della media dei paesi dell’area euro (41,5%) e a quelli di Germania (42%) e Francia (37%)⁹⁴. Anche se si prende in considerazione il *leverage*, come rapporto tra totale delle passività e mezzi propri, si rileva un valore più alto rispetto a quello europeo. Inoltre il *leverage*, comunque venga calcolato, è più elevato per le imprese di piccole dimensioni e per le microimprese. Nel 2011 il *leverage* finanziario è pari a circa il 60 per cento nelle micro imprese e al 56 per cento nelle piccole, a fronte del

⁹¹ BRANCIARI S. (a cura di) (2016), *Indagine sui bilanci delle piccole imprese: la banca dati del Confidi Ancona (2003-2012)*, FrancoAngeli, Milano, pp.208-209.

⁹² GOLINO C. (2014), “Il mercato finanziario per le piccole e medie imprese tra difficoltà della crisi economica e nuove prospettive”, *Forum di Quaderni Costituzionali Rassegna*, paper, 6 giugno.

⁹³ Il sistema fiscale ha sempre reso più conveniente per le imprese finanziare gli investimenti con il ricorso al debito piuttosto che con capitale proprio. Prima dell’introduzione dell’ACE, agevolazione introdotta dal decreto “Salva Italia” (DI 201/2011), già con la DIT (Dual Income Tax), si era cercato di favorire ed incentivare il finanziamento delle piccole e medie imprese mediante capitale proprio. Anche se si sono fatti dei passi in avanti verso un sistema fiscale più neutrale rispetto alle scelte di finanziamento delle imprese, l’impressione è che la strada percorrere sia ancora lunga.

⁹⁴ GOBBI G. (2013), cit.

48,6 nelle grandi⁹⁵. Mentre il valore del *leverage*, nella seconda accezione, è pari nel 2012 a 2,4 per le PMI, contro un valore di 1,9 per le grandi imprese⁹⁶.

Si prendono a questo punto in esame le fonti esterne, ossia il finanziamento di capitale di rischio da parte di nuovi investitori, il finanziamento sul mercato del debito e il finanziamento bancario.

c) *Il finanziamento di capitale di rischio tramite il mercato dei capitali*

La piccola dimensione e il modello di proprietà familiare prevalente nelle PMI determinano uno scarso ricorso ai mercati di capitale di rischio nel nostro paese. In un contesto imprenditoriale dove sono controllate da una persona fisica o da una famiglia circa il 70 per cento delle microimprese e oltre il 60 per cento delle piccole e dove è limitato il numero di soci che spesso presentano tra loro vincoli di parentela (il primo socio detiene mediamente il 65 per cento del capitale e i primi tre il 92 per cento), si comprende come i soci di controllo evidenzino un'avversione all'apertura del capitale di rischio a soggetti esterni, per il timore di perdere, anche solo parzialmente, il controllo dell'impresa⁹⁷. Ulteriori fattori che frenano il ricorso al mercato dei capitali sono rappresentati dal sostenimento di costi, elevati e permanenti, legati alla maggiore trasparenza richiesta dai finanziatori e dal basso volume di strumenti finanziari che le PMI sono in grado di collocare sul mercato, quantitativo non adeguato alle necessità degli investitori istituzionali⁹⁸. Pesano anche fattori fiscali che, storicamente, hanno determinato un largo vantaggio del ricorso al debito rispetto al capitale di rischio⁹⁹.

⁹⁵ ACCETTURO A. et al. (2013), "Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi", cit., p.67.

⁹⁶ SDA BOCCONI - KNOWLEDGE CENTER (2014), *Osservatorio sulla competitività delle PMI*, cit., p.19.

⁹⁷ BERGER A.N., UDELL G.F. (1998), cit.; LAI G., IELASI F. (2014), "Mini-bond e finanza delle PMI", cit., p.21.

⁹⁸ GOLINO C. (2014), "Il mercato finanziario per le piccole e medie imprese tra difficoltà della crisi economica e nuove prospettive", cit.; PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L. (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, n.1, pp.27-64.

⁹⁹ ACCETTURO A. et al. (2013), "Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi", cit., p.22; GOBBI G. (2013), cit.

Le imprese di piccola dimensione presentano, quindi, una cronica carenza di fonti acquisite con il vincolo di pieno rischio, fenomeno noto come *equity gap*¹⁰⁰.

Inoltre, dal lato dell'offerta bisogna tenere presente anche la debolezza strutturale degli investitori istituzionali e l'insufficiente presenza di soggetti specializzati, sia nel versante dei mercati regolamentati sia per quanto riguarda il *private equity* ed il *venture capital*¹⁰¹, rispetto ai mercati esteri più competitivi. Soggetti, scarsamente inclini al rischio e tendenzialmente generalisti, volti a privilegiare investimenti caratterizzati da combinazioni rendimento/rischio appiattite verso il basso, e quindi non adatti a sostenere le imprese più innovative. A questi si aggiunge la contenuta propensione dei risparmiatori italiani all'investimento diretto nel mercato borsistico¹⁰².

I motivi suddetti spiegano il limitato ricorso al mercato del capitale di rischio. Nel 2012 la capitalizzazione di borsa delle imprese italiane era pari al 18 per cento del PIL contro valori più elevati dei principali paesi dell'area euro e dei paesi anglosassoni¹⁰³. In Italia, inoltre, stentano a decollare i comparti del *private equity* e del *venture capital*, anche a causa di un sistema fiscale e amministrativo ancora poco incentivante¹⁰⁴. Nel 2012 i dati Aifi indicano che gli investimenti in capitale

¹⁰⁰ GUALANDRI E., SCHWIZER P. (2008), "Bridging the Equity gap: il caso delle PMI innovative", *Studi e note di economia*, n.1, pp.101-138.

¹⁰¹ Il *private equity* è la generale attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese effettuata da investitori istituzionali, operatori pubblici, grandi aziende o soggetti privati, sotto forma di partecipazione a capitale azionario o di sottoscrizioni di obbligazioni convertibili in azioni; il *venture capital* è invece principalmente rivolto al finanziamento dell'avvio e al supporto dello sviluppo dell'impresa. In particolare, l'apporto del *venture capitalist* è indirizzato verso imprese non quotate, giovani, orientate a business innovativi. Lo scopo è quello di conseguire, in un arco temporale medio-lungo guadagni di capitale derivanti dalla successiva dismissione della partecipazione, attraverso la quotazione in borsa.

¹⁰² D'AMATO A., CACIA C. (2008), "La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà. Il caso del mercato alternativo del capitale (MAC) di Borsa Italiana S.p.a.", *Rivista Piccola Impresa/Small Business*, n.3, pp.37-66.

¹⁰³ BANCA D'ITALIA (2013), *Relazione annuale sulla 2012*, Roma, 31 maggio.

¹⁰⁴ Tra il 2011 e il 2012 sono stati introdotti incentivi fiscali anche per chi investe in fondi di *venture capital* e nel capitale di rischio di imprese in fase di avvio (*start-up*) innovative; la normativa italiana si è così avvicinata a quella degli altri paesi europei. Decreto legge 6 luglio 2011, n. 98, convertito

di rischio delle società di *private equity* e di *venture capital*, sono pari a poco più di 3,2 miliardi, circa menù dell'uno per mille del PIL, pari a un terzo rispetto a Francia e Germania¹⁰⁵. D'altro canto, l'apertura del capitale a tali società comporta una tale discontinuità, rispetto al modello di proprietà e controllo basato sulla famiglia, che buona parte degli imprenditori non ritengono accettabile¹⁰⁶.

d) Il finanziamento sul mercato del debito

Per quanto riguarda il mercato dei capitali di debito, occorre evidenziare come le obbligazioni societarie in Italia siano da sempre uno strumento riservato a poche grandi imprese quotate: tra il 2007 e il 2012 solo 29 gruppi industriali hanno emesso titoli sul mercato riducendo il proprio indebitamento bancario¹⁰⁷. Lo sviluppo di questo mercato nel nostro paese risente delle caratteristiche del tessuto imprenditoriale: limitata presenza di società quotate e di grande dimensione, indebitamento mediamente elevato, ridotta propensione a investire nella crescita dell'azienda. Nel 2012 il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari era inferiore al 10 per cento, uno dei livelli più bassi nel confronto internazionale, anche se in aumento rispetto al passato¹⁰⁸. La positiva evoluzione delle emissioni complessive nasconde però andamenti diffusi tra le diverse categorie dimensionali: a fronte di un aumento dei collocamenti per le grandi aziende, si riscontra una diminuzione

dalla legge 15 luglio 2011, n. 111; decreto "sviluppo bis" (decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221).

¹⁰⁵ BANCA D'ITALIA (2013), *Relazione annuale sul 2012*, Roma, 31 maggio.

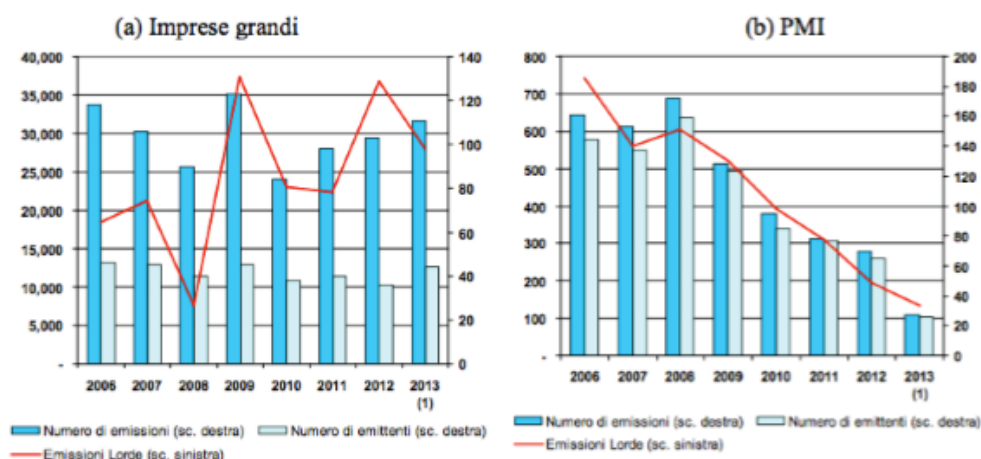
¹⁰⁶ FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio", cit.

¹⁰⁷ BANCA D'ITALIA (2013), *Relazione annuale sul 2012*, Roma, 31 maggio.

¹⁰⁸ BANCA D'ITALIA (2013), *Relazione annuale sul 2012*, Roma, 31 maggio; BANCA D'ITALIA (2014), *Relazione annuale sul 2013*, Roma, 30 maggio. Ulteriore dato positivo è rappresentato dall'aumento del numero delle emissioni, passato da 16 del 2012 a 23 del 2013. Inoltre, mentre nel 2012 l'80% delle nuove emissioni era effettuato dai primi sei gruppi industriali, nel 2013 la quota di concentrazione di nuove emissioni è diminuita al 60%.

dell'ammontare e del numero di emissioni da parte di imprese di piccola e media dimensione, come evidenziato nella Figura 3.1.

Figura 3.1 – Le emissioni di obbligazioni per dimensione di impresa



Fonte: Banca d'Italia e Dealogic. Dati riferiti al periodo gennaio - settembre.

Le difficoltà che le PMI ancora incontrano nell'affacciarsi a tali mercati e nel rivolgersi a grandi investitori, in particolare quelli esteri, sono imputabili al basso grado di liquidità e all'elevata onerosità degli strumenti obbligazionari, a causa degli importi non elevati delle singole emissioni, alla difficoltà di ottenere un adeguato giudizio sul proprio merito creditizio e a una fiscalità tutt'altro che vantaggiosa¹⁰⁹.

Le emissioni di titoli da parte di società non quotate sono state stimulate dagli incentivi previsti dal Decreto Sviluppo del giugno del 2012, che ha introdotto i cosiddetti mini-bond oltre ad altri strumenti finanziari che si rivolgono al mercato di capitali. I vantaggi offerti dai mini-bond, hanno attenuato solo parzialmente le

¹⁰⁹ ACCETTURO A. et al. (2013), "Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi", cit.; FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese.", cit.

difficoltà sopra riportate, intervenendo sull'attenuazione dei vincoli di legge, sul regime di tassazione e sulla creazione di un segmento di mercato apposito¹¹⁰.

e) Il finanziamento bancario

All'interno del quadro tratteggiato, il finanziamento bancario rappresenta, la principale fonte di finanziamento esterno.

Le imprese italiane mostrano una cronica dipendenza dal credito bancario, decisamente più accentuata rispetto al valore medio registrato nella zona euro: nel 2012 l'incidenza dei debiti bancari sui debiti finanziari è superiore al 66 per cento, contro il 50 per cento della media dei paesi dell'Eurozona e di percentuali inferiori al 30 per cento nei paesi anglosassoni¹¹¹. Per le PMI la dipendenza dal credito bancario è persino più accentuata, così come risulta dal database Bach, a causa della loro difficoltà e/o impossibilità di accesso ad altri canali di finanziamento¹¹².

La Figura 3.2 evidenzia come per le PMI la distribuzione sia più concentrata intorno alla media (rappresentata dal pallino rosso) rispetto alle grandi imprese: per le grandi imprese meno dipendenti dal debito bancario, questo rappresenta il 25 per cento dei debiti finanziari, mentre per le PMI meno dipendenti questo rapporto è circa il 65 per cento.

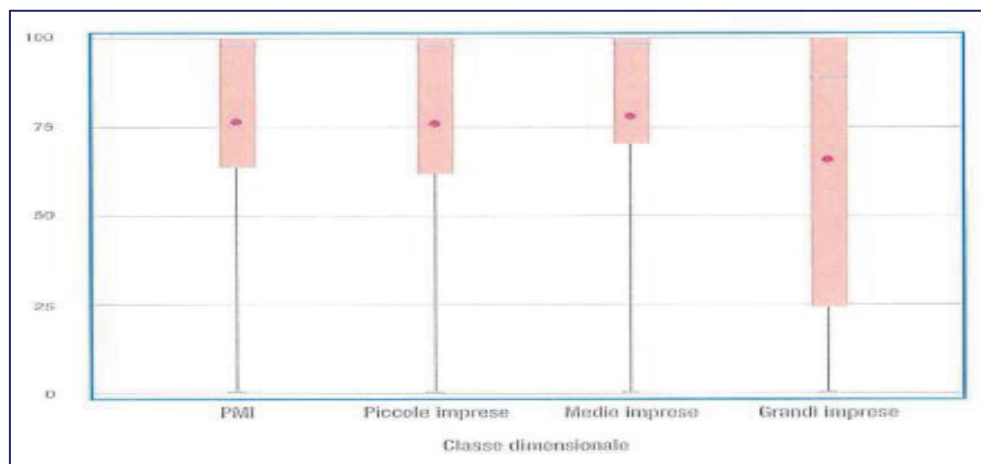
¹¹⁰ “Dal novembre 2012 al dicembre 2013 hanno emesso mini-bond 19 imprese, per un importo di 5,9 miliardi (il 12 per cento del valore delle obbligazioni collocate nello stesso periodo); quasi tutti gli emittenti sono società di grande dimensione, metà delle quali operanti nel settore dei servizi”. BANCA D'ITALIA (2014), *Relazione annuale sul 2013*, Roma, 30 maggio, p.186; FORESTIERI G. (2014), “I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, cit.

¹¹¹ BANCA D'ITALIA (2013), *Relazione annuale sul 2012*, cit.

¹¹² Il RAPPORTO CERVED PMI 2014 (p.34), indica che se si considerano i valori mediani, i debiti bancari rappresentano il 98% dei debiti finanziari delle PMI, contro il 39,7% della Germania, il 65,8% della Spagna il 76,2% della Francia.

Il rapporto è visionabile su: http://www.sicpro.it/pdf/Doc_RapportoCervedPMI_2014.pdf

Figura 3.2 – Distribuzione debiti verso banche su debiti finanziari (valori 2012)



Fonte: Rapporto Cerved PMI 2014, p.35.

La Tabella 3.2 evidenzia una serie di indicatori di indebitamento suddivisi per classi dimensionali.

Tabella 3.2 - Indicatori di indebitamento nelle società di capitali

Dimensione	Leverage* (in%)			Quota debiti bancari (in%)			Numero di banche (unità)		
	2003	2008	2011	2003	2008	2011	2003	2008	2011
Micro	66,4	59,8	59,9	59,2	61,5	60,2	1,8	1,7	1,8
Piccole	56,0	56,4	55,9	73	75,6	74,6	4,1	3,7	3,7
Medie	54,2	51,8	51,5	72,1	75,6	76,2	6,3	5,7	5,6
Grandi	45,7	48,4	48,6	49,3	47,0	42,1	8,7	7,8	7,4

* Il *leverage* è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il capitale proprio al valore di bilancio.

Fonte: ACCETTURO A. et al. (2013), cit., p.67.

Le microimprese sono quelle che presentano il leverage più elevato, dato medio che tuttavia deve tener conto di un livello di dispersione maggiore e di una minore incidenza dei debiti bancari rispetto alle piccole e medie imprese, dovuta a una quota significativa di società che non vi fanno ricorso. Si tratta di imprese che, a parità di settore economico e area geografica, sono di recente costituzione,

presentano un minor fatturato e sono di più difficile valutazione da parte del sistema bancario. In tale categoria di imprese è elevata l'incidenza dei prestiti a medio e a lungo termine concessi da soci e azionisti¹¹³. Questi dati confermano l'elevata dipendenza delle imprese italiane, e in particolare delle PMI, dal debito bancario¹¹⁴.

Tale legame è dovuto a una serie di motivi. In primo luogo esso dipende dalla maggiore capacità delle banche di ridurre le asimmetrie informative, che spesso condizionano i rapporti con le piccole imprese. Infatti, l'instaurazione di un rapporto di lungo periodo con le imprese clienti permette alle banche di ottenere informazioni qualitative, come ad esempio capacità manageriali degli imprenditori e struttura organizzativa, che vengono considerate insieme alle informazioni quantitative nelle decisioni di affidamento¹¹⁵. Inoltre, permette di mantenere chiuso e stabile l'assetto proprietario e di evitare ingerenze nella gestione e il trasferimento di informazioni all'esterno. Infine, si mostra di semplice attivazione e non richiede procedure, informazioni e costi che caratterizzano gli altri strumenti finanziari¹¹⁶.

La relazione banca-impresa presenta, però, alcuni aspetti di debolezza. Innanzitutto si rileva spesso un elevato grado di frammentazione delle relazioni bancarie che aumentano al crescere della dimensione (si veda al riguardo la Tabella 3.2). Nel 2012 il 25,5 per cento delle piccole e medie imprese ha rapporti con più di cinque banche, contro circa il 57 per cento delle grandi imprese¹¹⁷. L'indagine Unicredit sulle PMI evidenzia come il numero medio di intermediari creditizi con cui le imprese operano è pari a 2,3. Quasi l'80 per cento delle piccole imprese intrattiene rapporti stabili con una o due banche, mentre per le medie e le grandi imprese la situazione è diversa, con un numero di rapporti bancari superiore a tre

¹¹³ BANCA D'ITALIA (2012), *Relazione annuale sul 2011*, Roma, 31 maggio.

¹¹⁴ "Il dato del *leverage* aumenta del 40% passando dalle grandi alle microimprese e l'incidenza del debito bancario del 24%." Per ulteriori approfondimenti si veda: FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio", cit.

¹¹⁵ ACCETTURO A. et al. (2013), "Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi", cit., p.22.

¹¹⁶ COSH A., HUGHES A. (1994), "Size, financial structure and profitability", cit.

¹¹⁷ ACCETTURO A. et al. (2013), "Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi", cit. p.22.

per il 76 per cento delle medie e circa l'82 per cento delle grandi¹¹⁸. Questo modello permette alle banche di diversificare i rischi e alle imprese di ottenere maggior credito durante le fasi espansive del ciclo, assoggettandole però a maggiori rischi di rifinanziamento nelle fasi negative¹¹⁹.

L'altro elemento di debolezza è rappresentato dall'elevata quota di credito a breve termine. Nel 2012 la composizione dei prestiti bancari è rappresentata per circa il 38 per cento da operazioni a breve termine, contro il 18 per cento di Francia e Germania¹²⁰. L'incidenza dei debiti breve è addirittura superiore per le imprese di minore dimensione, anche se in diminuzione nel corso degli anni. Questo può rispondere all'esigenza della banca di monitorare una clientela caratterizzata da elevata opacità informativa, mentre per le imprese, se, da un lato, permette di costruire una relazione di tipo informale, dall'altro lato le espone a maggiori rischi, nelle fasi negative di mercato¹²¹. Inoltre tra i prestiti bancari, nelle piccole imprese, prevalgono le aperture di credito in conto corrente: scoperti e linee di credito autoliquidanti, anche per la necessità di smobilizzare i crediti commerciali che hanno un'elevata incidenza nel loro attivo corrente¹²².

3.4.4. L'indebitamento delle PMI e la crisi finanziaria

Questo modello di finanziamento "banco-centrico" presenta due aspetti che frenano la crescita delle imprese e dell'intero sistema economico¹²³.

Il primo aspetto riguarda la scarsa capacità del sistema bancario di fornire i fondi necessari per sostenere lo sviluppo e per finanziare l'innovazione. Le imprese

¹¹⁸ OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE (2012), *Rapporto UniCredit sulle piccole imprese e analisi comparata tra piccole, medie e grandi imprese*, IX Edizione 2012-2013, cit., pp.163-164.

¹¹⁹ ONGENA S., SMITH D.C. (2000), "What determines the number of bank relationship? Cross-country evidence", cit.

¹²⁰ VISCO I. (2013), *Considerazioni finali*, cit.

¹²¹ FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese.", cit.

¹²² BIRINDELLI G., MODINA M. (a cura di) (2010), *Imprese, Banche e finanza*, cit., pp.74-75.

¹²³ SIGNORINI L.F. (2015), *Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*, cit.

innovative sono caratterizzate da progetti di più difficile valutazione, perché con rendimenti aleatori e tempi di rientro più lunghi. Il capitale di rischio è più idoneo a sostenere l'innovazione perché non richiede il pagamento di interessi e il rimborso del capitale e non necessita di garanzie accessorie, spesso non disponibili in imprese che effettuano gran parte dei loro investimenti in attività di ricerca e sviluppo¹²⁴. Il ricorso al prestito bancario, oltre ad accrescere la vulnerabilità finanziaria di tali imprese, è di più difficile ottenimento e presenta costi elevati per le forti asimmetrie informative che contraddistinguono tali imprese¹²⁵.

Il secondo limite di tale modello è legato alla eccessiva vulnerabilità finanziaria delle imprese che, per la scarsa capitalizzazione e l'elevata dipendenza dal canale bancario, lo rendono fortemente pro-ciclico, cioè la banca aumenta l'offerta nelle fasi positive e la raziona nelle fasi negative, aumentandone anche il costo e/o richiedendo maggiori garanzie¹²⁶.

La crisi economico-finanziaria che, a partire dalle fine del 2008, ha colpito anche l'Italia, ha ulteriormente ampliato i problemi finanziari delle PMI, evidenziando tutti i problemi legati alla fragilità della loro struttura finanziaria¹²⁷. Le PMI italiane, patrimonialmente più deboli e con minore capacità di accedere a fonti di finanziamento non bancario, si sono trovate a fronteggiare: da un lato, un calo della domanda e una dinamica sfavorevole del capitale circolante operativo, che hanno creato forti tensioni di liquidità¹²⁸; dall'altro un rallentamento, e poi una

¹²⁴ SIGNORINI L.F. (2015), *Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*, cit. Per ulteriori approfondimenti su studi empirici relativi a tale argomento, si rimanda alla bibliografia ivi segnalata. Su questo tema si veda anche: ROSSI S. (2013), *Crescita, innovazione e finanza in Italia. Il ruolo delle banche popolari*, intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia al convegno "Banche popolari e imprese innovative. Cooperare per crescere", Bergamo 22 febbraio.

¹²⁵ ACCETTURO A. et al. (2013), "Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi", cit., p.23.

¹²⁶ FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese.", cit.

¹²⁷ BIRINDELLI G., MODINA M. (a cura di) (2010), *Imprese, Banche e finanza*, cit., pp.95-98.

¹²⁸ ACCETTURO A. et al. (2013), "Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi", cit.; ALBARETO G., FINALDI RUSSO P. (2012), "Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi", *Questioni di Economia e finanza*, n.127,

contrazione, del credito bancario¹²⁹. Questi elementi hanno rappresentato non solo un freno alla crescita, allo sviluppo e alla capacità di finanziare progetti di investimento, ma anche, un rischio per la sopravvivenza stessa, a causa della difficoltà delle imprese, soprattutto di piccole dimensioni, a finanziarie le esigenze relative alla gestione operativa, marcando il confine tra illiquidità temporanea e chiusura definitiva¹³⁰.

In base ai dati del Rapporto Cerved PMI del 2014, dal 2008 un quinto delle piccole e medie imprese esistenti sono state interessate da fallimento, da una procedura concorsuale non fallimentare o sono state liquidate volontariamente.

La difficile e prolungata crisi ha messo in luce la necessità di un consolidamento e riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese in generale, e delle piccole e medie imprese in particolare¹³¹. Gli sforzi principali devono essere indirizzati verso una maggiore patrimonializzazione delle aziende, lo sviluppo di mercati del debito alternativi al canale bancario e una decisa riduzione e riqualificazione del debito bancario¹³². Questo percorso di aggiustamento è lungo e complesso e deve essere indirizzato con misure appropriate, dirette a modificare gli incentivi delle piccole imprese e ad intervenire sulla struttura del sistema finanziario¹³³. Alcuni provvedimenti, adottati negli ultimi anni, si muovono in questa direzione, anche se necessitano di un rafforzamento o di correttivi, per raggiungere più rapidamente gli obiettivi¹³⁴.

Banca d'Italia; BIRINDELLI G., MODINA M. (a cura di) (2010), *Imprese, Banche e finanza*, cit., pp.78-83.

¹²⁹ GOBBI G. (2013), cit.; RAPPORTO CERVED PMI (2014), cit.

¹³⁰ ALBARETO G., FINALDI RUSSO P. (2012), "Fragilità finanziaria e prospettive di crescita", cit.

¹³¹ SIGNORINI L.F. (2015), *Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*, cit.; BIRINDELLI G., MODINA M. (a cura di) (2010), *Imprese, Banche e finanza*, cit., pp.91-92.

¹³² FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese.", cit.

¹³³ GOBBI G. (2013), cit.

¹³⁴ Per l'approfondimento degli interventi adottati si vedano: ARLOTTA C. (a cura di) (2014), *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini Bond, cambiali finanziarie*,

Aim, Progetto Elite, Spac. Incentivi allo sviluppo, FrancoAngeli, Milano, pp.37-40; FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese.", cit.; GOBBI G. (2013), cit.; SIGNORINI L.F. (2015), *Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*, cit.

CAPITOLO 4

LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DELLE PMI: UN'ANALISI EMPIRICA

4.1. Premessa metodologica e disegno della ricerca

“La ricerca è un processo di scoperta intellettuale, che è in grado di trasformare la conoscenza e la comprensione del mondo che ci circonda”¹.

Nell’ambito della ricerca in economia aziendale e in management esistono diversi criteri di classificazione del lavoro scientifico. Fattore² propone quattro tipologie di ricerca:

- La ricerca descrittiva che illustra, descrive gli elementi fondamentali che caratterizzano un certo fenomeno e le relazioni tra di essi. Si presenta come prodromica rispetto agli altri tipi di ricerca;
- La ricerca esplorativa che propone, ma non prova, una teoria o parti di essa, perché suggerisce solo delle prime ipotesi di comprensione di un fenomeno inesplorato, attraverso il metodo induttivo;
- La ricerca esplicativa-dimostrativa che fornisce la spiegazione di un certo fenomeno; essa testa una teoria, un’ipotesi, verificando regole e relazioni di causa-effetto e il suo obiettivo è la generalizzazione di risultati;

¹ “Research is a process of intellectual discovery, which has the potential to transform our knowledge and understanding of the world around us”. RYAN B., SCAPENS R.W., THEOBALD M. (2002), *Research Method and Methodology in Finance and Accounting*: Thomson, London, p.7.

² FATTORE G. (2005), *Metodi di ricerca in economia aziendale*, Egea, Milano.

- La ricerca valutativa che riguarda, appunto, la valutazione di un progetto, di una scelta effettuata, di un programma.

La distinzione tra queste grandi aree non è sempre ben definita e i risultati di una tipologia di ricerca possono diventare i presupposti per la prosecuzione dell'indagine con una modalità diversa. All'interno dell'economia aziendale, quindi, non esiste un percorso metodologico preferibile.

All'interno delle diverse tipologie di ricerca, si possono individuare due diversi metodi di osservazione della realtà, quello qualitativo e quello quantitativo, entrambi fonti di conoscenza sociale. Questi due metodi si differenziano non solo per il modo di impostare la ricerca, di rilevare le informazioni, di analizzare i dati e per la diversità dei risultati raggiunti, ma soprattutto per la diversa visione epistemologica, che implica un differente modo di intendere la realtà sociale, il ruolo del ricercatore e gli obiettivi della ricerca³.

Con riferimento all'obiettivo perseguito, la ricerca quantitativa produce generalizzazioni attraverso l'individuazione del meccanismo causale tra le variabili, mentre quella qualitativa si focalizza sulla specificità delle diverse situazioni sociali, indicando negli "idealtipo" la strada per giungere alla sintesi⁴. I due metodi sono complementari e con pari dignità e legittimità scientifica, quindi da scegliere in relazione alle conoscenze che si vogliono acquisire.

Il metodo in economia aziendale si caratterizza anche per la continua combinazione di processi deduttivi e induttivi, che assumono un carattere di forte complementarità. La conoscenza e l'interpretazione della gestione e della vita reale delle imprese progredisce, infatti, solo grazie al continuo scambio tra "*speculazione astratta ed sperimentazione*"⁵.

³ CORBETTA P. (2003), *La ricerca sociale: metodologie e tecniche. Volume I. I paradigmi di riferimento*, il Mulino, Bologna, pp.86-88.

⁴ CORBETTA P. (2003), cit., pp.76-85.

⁵ ONIDA P. (1951), *Le discipline economico-aziendali: oggetto e metodo*, Giuffrè Milano, p.315.

Dal punto di vista metodologico⁶, il processo di ricerca si sviluppa in più momenti. Si inizia con l'analisi del quadro di riferimento teorico/empirico relativo all'oggetto di studio che conduce all'individuazione degli obiettivi primari della ricerca; si passa alla formulazione delle ipotesi guida e all'impostazione della ricerca (scelta delle tecniche e individuazione del campione) fino ad arrivare alla raccolta dei dati, alla verifica delle ipotesi e alla formalizzazione dei risultati.

4.1.2. Quadro di riferimento e obiettivi della ricerca

Le piccole e medie imprese e le microimprese rappresentano un fenomeno di grande interesse per gli studiosi economico-aziendali, data la loro rilevanza nel tessuto economico della maggioranza dei paesi, e del nostro Paese in particolare.

La struttura finanziaria delle PMI è caratterizzata da un basso livello di capitalizzazione e da una forte dipendenza dall'indebitamento, soprattutto bancario.

Il sistema finanziario banco-centrico, esistente in Italia, è strettamente correlato a strutture finanziarie sbilanciate verso l'indebitamento, rispetto ad altre forme di finanziamento a titolo di capitale di debito. Infatti, la ridotta dimensione, la proprietà e la gestione, a carattere prevalentemente familiare, oltre che l'opacità dell'informazione, rendono difficile o non idoneo, per le PMI, il ricorso al mercato dei capitali. Queste imprese sembrano quindi subire maggiori costrizioni finanziarie.

Quello che emerge è una struttura finanziaria fragile e vulnerabile, meno adatta a fronteggiare situazioni sfavorevoli, come quelle derivanti dalla crisi economico-finanziaria che, nel 2008, ha colpito il mondo intero.

Le imprese minori si sono trovate a far fronte, da un lato, a un calo della domanda e a una dinamica sfavorevole del capitale circolante operativo, e, dall'altro, a un rallentamento e poi a una contrazione del credito bancario. Questi

⁶ FERRARIS FRANCESCHI R. (1978), *L'indagine metodologica in economia aziendale*, cit.

due elementi, che riducono la capacità delle piccole imprese di finanziarsi, hanno rappresentato, non solo, un freno alla crescita, ma anche, un rischio per la loro sopravvivenza, segnando il confine tra illiquidità temporanea e chiusura definitiva.

All'interno del quadro di riferimento delineato, questo lavoro di ricerca si propone di esaminare, attraverso un'indagine empirica, le scelte di finanziamento delle micro, piccole e medie imprese del territorio della provincia di Ancona, le logiche che guidano le scelte del soggetto economico, i vincoli cui queste sono soggette e, infine, l'impatto di tali scelte sulla struttura finanziaria delle imprese esaminate e sulla sua solidità.

La domanda che alimenta il processo di ricerca è quindi la seguente: "Le logiche che guidano il soggetto economico delle aziende minori nelle scelte di finanziamento sono soggette a vincoli endogeni ed esogeni?"

Accanto all'obiettivo generale, si individuano una serie di obiettivi specifici. In particolare, ci si propone di:

- Fornire un quadro di sintesi sulla presenza e sul ruolo dell'autofinanziamento, sull'esistenza di *equity gap* e sul peso dell'indebitamento nelle imprese della provincia di Ancona esaminate;
- Evidenziare gli effetti prodotti dalla crisi sulle performance aziendali, sulla liquidità e sulla solidità delle imprese suddette;
- Verificare la capacità di tali imprese di operare in condizioni di equilibrio patrimoniale e finanziario;
- Esplicitare l'impatto delle caratteristiche sociali, gestionali, organizzative e delle imprese analizzate e delle condizioni ambientali sui loro comportamenti finanziari.

Le principali ipotesi che stanno alla base della ricerca riguardano:

- La difficoltà di applicare le teorie finanziarie “classiche” alla categoria delle imprese di dimensione minore, che porta a propendere per un maggiore potere esplicativo della teoria del *pecking order* allargato;
- Il particolare modello proprietario e di governo delle PMI che spiega il loro comportamento finanziario, sulla base delle preferenze individuali dei soggetti aziendali;
- Il modello chiuso delle PMI che non è in grado di garantire all’impresa un sistema di competenze completo e funzionale a gestire la complessità dei problemi che devono essere affrontati e alla corretta considerazione degli aspetti finanziari,
- Il legame delle politiche finanziarie con i processi economici di produzione, nell’ottica della continuità aziendale;
- La scarsa propensione delle piccole imprese a diffondere volontariamente informazioni strutturate all’esterno e quindi il ruolo svolto dal bilancio d’esercizio, come documento informativo per eccellenza, nella comunicazione economico-finanziaria esterna, pur con tutti i suoi limiti;
- Le difficoltà di accesso ai canali di finanziamento incontrate dalle imprese di piccola dimensione e la presenza di un sistema finanziario banco-centrico.

Prima di entrare nel merito dell’indagine e illustrare i risultati ottenuti, si procede alla presentazione della metodologia e alla descrizione del campione.

4.1.2. Metodologia d’indagine

L’approccio di ricerca seguito in questo lavoro è di tipo descrittivo-esplorativo, volto a definire e a illustrare gli elementi e le caratteristiche del fenomeno oggetto di studio e a verificare l’applicabilità di teorie o parti di esse alla realtà esaminata.

La metodologia seguita è di tipo deduttivo-induttivo. Nei capitoli precedenti, si è proceduto all'analisi e alla descrizione dei principali orientamenti dottrinali internazionali e nazionali sulle scelte di finanziamento delle piccole e medie imprese e delle relative implicazioni sulla loro struttura finanziaria.

In questo capitolo si presentano le evidenze dei fatti aziendali, secondo un approccio empirico – realistico, giungendo a delineare un modello di riferimento del contesto analizzato mediante la verifica delle ipotesi guida ed enucleando le considerazioni emerse dall'osservazione.

Il metodo di ricerca che si è utilizzato per indagare le scelte di finanziamento delle imprese minori è quello quantitativo; il lavoro utilizza, quali fonti dei dati, sia i documenti aziendali acquisiti dalla “banca dati” del Confidi Ancona⁷ (dati secondari quantitativi), sia i dati raccolti tramite la somministrazione di un questionario (dati primari qualitativi), e si avvale come strumento per la loro elaborazione e analisi di modelli statistici. L'analisi dei dati è stata effettuata utilizzando le principali statistiche descrittive, quali media, mediana, deviazione standard, ricorrendo anche alla rappresentazione grafica della distribuzione delle variabili esaminate.

In particolare, l'indagine, volta a indagare le conseguenze delle scelte di finanziamento sulla struttura finanziaria di un campione di micro, piccole e medie imprese del territorio della provincia di Ancona, si è sviluppata su due diverse ma complementari prospettive di analisi:

⁷ Il Confidi Ancona, Consorzio garanzia collettiva fidi, svolge un'attività istituzionale consistente nella concessione di una garanzia per affidamenti a breve termine (dal 2001 anche su linee di finanziamento fino a 36 mesi) a favore delle piccole e medie imprese della provincia di Ancona.

- L'analisi empirica condotta sui dati di bilancio⁸ tratti dalla “banca dati”⁹ del Confidi Ancona;
- L'analisi empirica condotta mediante somministrazione di un questionario.

Analisi sui dati di bilancio

Con riferimento alla prima prospettiva di analisi, si è proceduto alla costruzione di un bilancio riclassificato a livello aggregato, sommando le poste dei bilanci del gruppo di imprese¹⁰, in modo da ottenere una sorta di bilancio “medio” con cui confrontare ogni impresa del raggruppamento e alla costruzione di una serie di indici di bilancio in modo da analizzare la struttura e la situazione finanziaria delle imprese del territorio della provincia¹¹.

La costruzione degli indici di bilancio, a livello aggregato¹², è avvenuta attraverso la modalità di calcolo del rapporto fra somme, che può essere espresso come media aritmetica ponderata degli indicatori delle singole imprese¹³. Tuttavia, poiché il valore medio, così individuato, risente del peso delle imprese più grandi, si è deciso di affiancare ad esso anche il valore mediano, che rappresenta un valore

⁸ I dati alla base di questa prima parte dell'indagine empirica provengono dalla stessa fonte informativa della pubblicazione: BRANCIARI S. (a cura di) (2016), *Indagine sui bilanci delle piccole imprese: la banca dati del Confidi Ancona (2003-2012)*, FrancoAngeli, Milano, cui la scrivente ha partecipato fattivamente.

⁹ In realtà, più che di una “banca dati”, si trattava di un database contenente i bilanci riclassificati per ogni azienda, caricati su foglio elettronico. Sono state quindi compiute una serie di azioni per creare una banca dati sistemica. Per approfondimenti si consulti: BRANCIARI S. (a cura di) (2016), *Indagine sui bilanci delle piccole imprese*, cit., pp.39-43.

¹⁰ Tale approccio presenta una serie di pregi che consistono nella sua semplicità e nella possibilità di mantenere i vincoli di quadratura e di segno delle singole poste.

¹¹ Per maggiori approfondimenti relativamente alla costruzione dei bilanci aggregati si veda: BRANCIARI S. (a cura di) (2016), *Indagine sui bilanci delle piccole imprese*, cit., pp.209-217.

¹² La costruzione degli indicatori ha tenuto conto delle criticità derivanti dalla presenza di valori anomali (*outliers*) e dal segno delle poste al numeratore e al denominatore dell'indice.

¹³ A differenza della media aritmetica semplice, che attribuisce lo stesso peso a tutte le imprese risentendo della presenza di outliers, il rapporto tra somme fa sì che vengano automaticamente sottopesate le imprese con denominatore prossimo allo zero. In alcuni casi verrà fornito anche questo indicatore.

medio alternativo rispetto al rapporto fra somme, e la deviazione standard, che permette di esprimere la dispersione dei dati intorno al valore medio.

Inoltre, accanto ai tradizionali strumenti di indagine, si è anche cercato di ricostruire e interpretare la dinamica finanziaria dell'aggregato, attraverso l'elaborazione di rendiconti finanziari "globali", riferiti all'insieme selezionato di imprese.

Analisi tramite questionario (Indagine campionaria)

Con riferimento alla seconda prospettiva di analisi, si è proceduto alla costruzione di un questionario per raccogliere i dati necessari per indagare le motivazioni che stanno alla base dei comportamenti dei soggetti sull'organizzazione della gestione e della partecipazione sociale. Questo ha permesso di inquadrare e spiegare i dati economico-finanziari del bilancio alla luce delle caratteristiche sociali, gestionali, organizzative e delle condizioni ambientali delle imprese considerate.

Si è scelto di realizzare un questionario a domande chiuse, tale da consentire la raccolta di dati tendenzialmente oggettivi e standardizzati, garantendo uniformità nella valutazione delle diverse situazioni. Tale forma presenta vantaggi per il ricercatore, perché fornisce dati più facilmente utilizzabili nelle fasi successive di analisi e codificazione, e per gli intervistati, che si sentono più sicuri, data la garanzia dell'anonimità, permettendo la raccolta di informazioni e risposte più reali. Questo strumento permette anche di rispondere più facilmente e in minor tempo. Inoltre, sapendo che il corretto utilizzo del linguaggio rappresenta una delle criticità di tale strumento, è stata posta particolare attenzione alla forma espositiva, cercando di elaborare domande obiettive, precise, chiare e prive di ogni ambiguità¹⁴.

Il questionario è stato articolato in tre sezioni:

¹⁴ CORBETTA P. (2003), *La ricerca sociale: metodologie e tecniche. Volume II. Le tecniche quantitative*, il Mulino, Bologna, pp.123-203; FATTORE G. (2005), *Metodi di ricerca in economia aziendale*, cit., pp.109-126.

- La prima sezione è relativa alle informazioni di carattere generale, utilizzate per classificare le aziende intervistate, come numero di dipendenti, settore di attività economica, forma giuridica;
- La seconda sezione riguarda l'assetto proprietario e gestionale delle imprese;
- La terza sezione comprende domande volte ad indagare il loro orientamento rispetto alle scelte finanziarie. In particolare si analizza, inizialmente, il ruolo svolto dalla funzione finanziaria nell'ambito della struttura aziendale, l'apertura del capitale verso terzi o la disponibilità futura a effettuarla, per passare all'esame delle relazioni esistenti tra banche e piccole imprese del territorio della provincia di Ancona, anche con riferimento alle tipologie e alle forme tecniche più diffuse di finanziamento bancario.

Successivamente si è provveduto, per via telematica, all'invio del questionario alle imprese del campione, insieme a una lettera di presentazione sulle finalità del progetto e sulle modalità di risposta. Per velocizzare i tempi di raccolta dei dati si è deciso di informatizzare l'intera procedura, ricorrendo all'applicativo Google Moduli; la redazione è avvenuta direttamente on line tramite il collegamento a uno specifico link, con il contestuale caricamento dei dati sul database. Infine, le risposte sono state elaborate, con il supporto di Excel, e si proceduto alla relativa interpretazione.

4.1.3. Individuazione del campione

L'identificazione del campione di aziende da sottoporre a indagine comporta una serie di scelte di natura operativa relativamente all'esplicitazione dei criteri di selezione, alla definizione della fonte da cui estrarre i dati e all'impostazione del piano di campionamento¹⁵.

¹⁵ FATTORE G. (2005), *Metodi di ricerca in economia aziendale*, cit., pp.85-108.

In questa ricerca si è scelto di utilizzare un campionamento ragionato, in cui le unità vengono scelte senza procedure casuali, sulla base di uno o più criteri, anche perché la nostra indagine è descrittiva e non tende alla generalizzazione dei risultati¹⁶. I requisiti individuati per la scelta delle aziende da inserire nel campione sono stati i seguenti:

- Presenza di un numero di addetti inferiore a 250 unità e di un fatturato inferiore a 50 milioni di euro¹⁷. Nella ricerca, tuttavia, la classificazione poggia anche sui livelli del solo fatturato come criterio dimensionale, essendo il numero degli addetti un dato non sempre disponibile per tutte le aziende (soprattutto le piccole e micro imprese e per quelle non costituite come società di capitali) e per tutti gli anni oggetto di osservazione¹⁸.
- Localizzazione nella provincia di Ancona;
- Appartenenza a tutti i settori merceologici.

La fonte informativa da cui estrarre il campione e i dati riferiti ai bilanci è stata individuata nella banca dati del Confidi Ancona, soggetto che opera soprattutto con micro e piccole imprese del territorio. La motivazione di questa scelta è dovuta al fatto che essa contiene informazioni economico-finanziarie relative a imprese individuali e società di persone, che non sono tenute alla presentazione del bilancio secondo le disposizioni civilistiche, e a società di capitali di dimensioni ridotte, che di regola presentano il bilancio in forma abbreviata. Imprese, queste, che rappresentano la maggioranza dell'universo delle micro e

¹⁶ FATTORE G. (2005), *Metodi di ricerca in economia aziendale*, cit., p.100.

¹⁷ Si sono considerate le micro, le piccole e le medie imprese, così come definite sulla base della raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003.

¹⁸ Questa scelta si ritrova anche in altre indagini. Si vedano al riguardo: GIUNTA F. (a cura di) (2005), *Le PMI garantite dal Fidi Toscana*, FrancoAngeli, Milano; DE MITRI S., DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., NIGRO V. (2013), "Le microimprese in Italia: una prima analisi delle condizioni economiche e finanziarie", *Questioni di Economia e finanza*, n. 162, Banca d'Italia; SDA BOCCONI - KNOWLEDGE CENTER (2014), *Osservatorio sulla competitività delle PMI*, Milano, 10 luglio.

piccole imprese, come si è riscontrato nell'84 per cento delle imprese del campione (17 per cento bilanci di società di persone e imprese individuali, 67 per cento di società con bilanci abbreviati).

Emerge quindi una peculiarità di questa banca dati, ossia la presenza di bilanci che sfuggono, totalmente o per aspetti significativi, alle banche dati specializzate e che spesso ne limitano le indagini. Invece, nonostante le caratteristiche del nostro campione, le informazioni presenti nella banca dati Confidi sono generalmente più articolate e complete rispetto a quelle presenti nei bilanci abbreviati o addirittura alle poche disponibili per le imprese individuali perché, per la concessione della garanzia, sono state richieste informazioni aggiuntive più dettagliate. Questa peculiarità ha permesso di approfondire la composizione dell'indebitamento e la dinamica dell'esposizione verso il sistema bancario e di procedere alla riclassificazione dello stato patrimoniale non solo secondo il criterio finanziario, ma anche con quello della pertinenza gestionale.

La banca dati Confidi ha la natura di un insieme aperto, che evolve nel tempo. Anno dopo anno alcune imprese entrano, altre escono, molte rimangono. Le ragioni di tale variabilità sono molteplici: diversa attrattività del Confidi nel corso del tempo; variazione delle politiche del credito attuate dalle banche nei confronti del Confidi; andamento della congiuntura economica.

Il periodo individuato per l'analisi copre un arco temporale di cinque anni, dal 2008 al 2012.

La banca dati del Confidi Ancona ha rappresentato il punto di partenza per l'individuazione dell'universo di riferimento, che tuttavia non coincide con la totalità delle imprese presenti. Infatti, per l'individuazione del campione oggetto di indagine, oltre ai requisiti dimensionali, settoriali e di localizzazione sopra riportati,

si è scelto di considerare anche le imprese non presenti in tutti gli anni considerati, purché attive al termine del periodo di riferimento, ossia al 31/12/2012¹⁹.

La scelta di utilizzare un campione aperto, considerata l'elevata variabilità nella composizione della banca dati del Confidi, è dettata dalla finalità dell'analisi da condurre²⁰. L'obiettivo principalmente descrittivo del presente lavoro ha indotto a utilizzare un campione aperto per evitare di perdere informazioni su una parte rilevante dell'universo delle micro e piccole imprese (che presentano una maggiore volatilità, soprattutto in periodi di crisi) e per non introdurre una distorsione a favore delle aziende che hanno risultati migliori.

4.2. Analisi su dati di bilancio: caratteristiche ed evidenze empiriche

Tenuto conto delle considerazioni sopra riportate, delle 242 micro, piccole e medie imprese presenti nella banca dati Confidi, solo 230 hanno costituito il campione d'indagine per l'analisi sui dati di bilancio. All'interno del campione d'indagine, 84 imprese, più di un terzo, sono sempre presenti per l'intero quinquennio. Il numero delle aziende presenti e dei bilanci disponibili per ciascun anno è riportato nella Tabella 4.1.

Tabella 4.1 – Suddivisione dei bilanci per anno

Anno	2008	2009	2010	2011	2012
Numero aziende	198	192	168	141	103

¹⁹ Con riferimento all'indagine condotta tramite questionario, nel paragrafo 4.3. Si forniranno ulteriori informazioni sulla composizione e sulle caratteristiche del campione di riferimento.

²⁰ Per scelte simili si vedano: GIUNTA F. (a cura di) (2005), *Le PMI garantite dal Fidi Toscana*, cit.; DE MITRI S., DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., NIGRO V. (2013), "Le microimprese in Italia: una prima analisi delle condizioni economiche e finanziarie", cit; MEDIOBANCA-UNIONCAMERE (2013), *Le medie imprese industriali italiane (2002-2011)*, consultabile nel sito www.mbres.it.

Prima di esporre i risultati della ricerca, si è ritenuto utile inquadrare le aziende del campione oggetto di indagine secondo il settore di appartenenza, la forma giuridica e la classe dimensionale.

4.2.1. Le caratteristiche del campione

Il primo criterio utilizzato per approfondire l'analisi è rappresentato dalla suddivisione delle imprese per settori di attività. Nella banca dati del Confidi Ancona, questa suddivisione non si basa sulla classificazione ufficiale proposta dall'Istat (ATECO 2007), ma riprende l'articolazione di Confindustria Ancona, di cui il Confidi fa parte, ed è articolata in sedici sezioni merceologiche, presenti all'interno dell'Associazione.

La Tabella 4.2 presenta una sintesi del peso dei vari settori e riflette l'importanza che i vari comparti hanno nel tessuto produttivo locale, che segna una prevalenza del settore meccanico, dell'edilizia, dell'impiantistica e del settore del legno. I settori censiti nella banca dati sono stati successivamente aggregati in 3 macro-settori – industria, costruzioni e servizi – che vengono utilizzati nelle principali indagini descrittive pubblicate²¹, per poter avere un quadro d'insieme e per operare un confronto.

La popolazione è costituita per circa il 50% da imprese manifatturiere e per la restante metà da imprese operanti nelle costruzioni (circa il 29%) e nel campo dei servizi, trasporto e commercio (per circa il 21%).

L'esame della tabella 4.2 evidenzia una varietà di settori merceologici rappresentati, eccezion fatta per le imprese operanti nel settore agricolo, che normalmente presentano poche unità iscritte alle associazioni industriali. Si può quindi ritenere che il campione rappresenti, anche se non del tutto in modo puntuale,

²¹ Si veda al riguardo l'osservatorio Cerved Group sui bilanci.

la composizione settoriale delle micro, piccole e medie imprese del territorio anconetano.

Tabella 4.2 – Suddivisione delle aziende per “settore” (anni 2008-2012)

Codice “settore”	Descrizione “settore”	Numero aziende	Peso %
1	Alimentare	11	5%
2	Ambiente ed Ecologia	5	2%
3	Cantieri navali	0	0%
4	Carto-Grafica	8	3%
5	Chimico	11	5%
6	Edilizia	49	21%
7	Energia	1	0%
8	Impianti e tecnologie	35	15%
9	Informatica	6	3%
10	Legno e arredo	16	7%
11	Meccanica	52	23%
12	Moda	10	4%
13	Servizi imprese	17	7%
14	Servizi persona	0	0%
15	Trasporti e logistica	6	3%
16	Turismo e cultura	3	1%
Totale aziende		230	100%

La popolazione è costituita per circa il 50% da imprese manifatturiere e per la restante metà da imprese operanti nelle costruzioni (circa il 29%) e nel campo dei servizi, trasporto e commercio (per circa il 21%).

L’esame della tabella 4.2 evidenzia una varietà di settori merceologici rappresentati, eccezion fatta per le imprese operanti nel settore agricolo, che normalmente presentano poche unità iscritte alle associazioni industriali. Si può quindi ritenere che il campione rappresenti, anche se non del tutto in modo puntuale, la composizione settoriale delle micro, piccole e medie imprese del territorio anconetano.

Il secondo criterio di approfondimento, cioè quello dimensionale, prende in considerazione il numero di occupati e il valore del fatturato o il valore di bilancio, secondo quanto previsto dalla raccomandazione n. 1442 del 6 maggio 2003 dell'Unione Europea, per definire le micro, le piccole e le medie imprese²². Tale normativa classifica le imprese secondo i parametri sotto riportati.

Classe di impresa	Occupati	Fatturato (milioni di €)	Totale di bilancio (mil. di €)
Media impresa	$50 \leq x < 250$	≤ 50	≤ 43
Piccola impresa	$10 \leq x < 50$	≤ 10	≤ 10
Micro impresa	$1 \leq x < 10$	≤ 2	≤ 2

Spesso, tuttavia, soprattutto con riferimento alle micro e piccole imprese, il dato relativo al numero dei dipendenti non è sempre disponibile.

La banca dati Confidi fornisce i dati relativi solo ad alcune aziende e non sempre per tutti gli anni oggetto di osservazione. In alcuni casi i dati mancanti sono stati tratti dall'annuario delle imprese di Confindustria, per le aziende socie; in altri casi, riferiti agli ultimi anni del quinquennio, tali dati sono stati rintracciati tramite la visura del registro delle imprese. Esistono però delle situazioni in cui non è stato possibile reperire questa informazione. In questo caso, per definire la classe di appartenenza dell'impresa si è fatto riferimento al livello di fatturato²³.

Al riguardo su 230 aziende esaminate, non è stato possibile reperire i dati relativi al personale per 66 imprese, pari al 29% del campione. Quindi, solo per queste imprese, la classificazione si è basata sul livello di fatturato con i seguenti risultati: 43 micro imprese, 21 piccole e 2 medie. Per le restanti 164 imprese la

²² Si rimanda a quanto illustrato al capitolo 1 per una trattazione esauriente.

²³ Questa scelta, come già indicato, si ritrova anche in altre indagini. Si vedano al riguardo: GIUNTA F. (a cura di) (2005), *Le PMI garantite dal Fidi Toscana*, FrancoAngeli, Milano; DE MITRI S., DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., NIGRO V. (2013), "Le microimprese in Italia: una prima analisi delle condizioni economiche e finanziarie", *Questioni di Economia e finanza*, n. 162, Banca d'Italia; SDA BOCCONI - KNOWLEDGE CENTER (2014), *Osservatorio sulla competitività delle PMI*, Milano, 10 luglio.

classificazione è avvenuta ricorrendo ai criteri previsti dalla raccomandazione della commissione europea.

La composizione dimensionale del campione di imprese, riportato nella Tabella 4.3, evidenzia come la maggioranza di tali imprese, circa l'86%, appartiene alla categoria delle micro e piccole imprese.

Tabella 4.3 – Suddivisione delle aziende per “dimensione” (anni 2008-2012)

Classe di impresa	Numero aziende	Peso %	(Di cui per livello fatturato)
Micro impresa	83	36%	43
Piccola impresa	114	50%	21
Media impresa	33	14%	2
Totale aziende	230	100,0%	66

L'ultimo criterio di approfondimento prende in considerazione la suddivisione per forma giuridica. Nella banca dati del Confidi questa suddivisione è molto articolata, per cogliere in modo puntuale tutte le possibili fattispecie. L'analisi della Tabella 4.4 evidenzia l'assenza di alcune forme giuridiche, sia per la loro atipicità nel contesto, (è il caso delle s.a.p.a), sia per fattori contingenti, come nel caso delle società cooperative²⁴.

Importante è, invece, la presenza di aziende individuali e di società di persone, circa il 18%, che non sono tenute alla pubblicazione del bilancio nel registro delle imprese e che per questo motivo sfuggono alle centrali dei bilanci o alle banche dati specializzate.

Si nota inoltre come la forma giuridica per eccellenza per le imprese del campione, costituite principalmente da piccole e micro imprese, è rappresentata dalla società a responsabilità limitata, dominante con un peso superiore al 74%. La forma della società per azioni, che pesa per circa l'8%, è tipica essenzialmente delle realtà imprenditoriali di media dimensione.

²⁴ La forma cooperativa è di regola poco praticata nell'ambito delle imprese che “orbitano nel sistema confindustriale”.

Tabella 4.4 – Suddivisione dei bilanci per “forma giuridica” (anni 2008-2012)

Codice forma giuridica	Descrizione forma giuridica	N° bilanci	Peso %
1	Impresa individuale	13	6%
2	S.n.c.	15	7%
3	S.a.s.	11	5%
4	S.r.l.	171	74%
5	S.p.a.	19	8%
6	S.a.p.a.	0	0,0%
7	Società cooperativa	0	0,0%
8	Consorzio	1	0,0%
9	Altro	0	0,0%
	Totale aziende	230	100,0%

4.2.2. I risultati dell'analisi: la composizione degli impieghi e delle fonti

L'indagine empirica si è concentrata sull'analisi della struttura finanziaria delle imprese del campione per evidenziarne la composizione degli impieghi e delle fonti e valutarne la solidità, sotto forma di coerenza tra struttura degli investimenti e dei finanziamenti e di capacità di generare flussi di cassa tali da far fronte agli impegni assunti.

In particolare si è proceduto a un'analisi puntuale sia della struttura del capitale investito con riferimento al grado di elasticità (rigidità) e alla destinazione degli investimenti, sia della struttura dei finanziamenti in termini di esigibilità, di provenienza delle risorse e di esposizione verso il sistema finanziario.

Si è infine proceduto al calcolo degli indici più significativi per approfondire due dimensioni strutturali di analisi: la solidità e la liquidità. Per tutti gli indicatori utilizzati si è proceduto alla determinazione del valore medio, della mediana e della deviazione standard. Si precisa che per la costruzione degli indici si è fatto ricorso a valori di fine periodo.

La Tabella 4.5 fornisce una visione generale della struttura finanziaria delle imprese del campione e rappresenta il punto di partenza dell'analisi. I valori indicati sono riferiti all'aggregato globale e sono riclassificati in base al criterio finanziario.

Tabella 4.5 – Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario (valori percentuali)

	2008	2009	2010	2011	2012
Liquidità immediate	3,2%	3,6%	3,8%	2,3%	1,7%
Crediti di gestione	33,7%	33,2%	34,5%	38,2%	36,3%
Magazzino	28,9%	30,3%	30,9%	28,5%	28,7%
TOTALE ATTIVO CORRENTE	65,8%	67,2%	69,2%	69,0%	66,7%
ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO	34,2%	32,8%	30,8%	31,0%	33,3%
TOTALE ATTIVITÀ	100%	100%	100%	100%	100%
Debiti finanziari a breve termine	27,3%	24,8%	24,5%	27,6%	29,1%
Debiti di gestione	33,6%	34,3%	33,7%	34,3%	30,3%
TOTALE PASSIVO CORRENTE	60,9%	59,1%	58,2%	61,9%	59,3%
Debiti finanziari a lungo termine	14,4%	17,3%	18,7%	15,9%	16,0%
Fondo TFR - quiescenza e simili	5,0%	5,2%	4,9%	5,6%	5,7%
Altri debiti a m-l	0,8%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
TOTALE PASSIVO CONSOLIDATO	20,1%	22,6%	23,7%	21,5%	21,7%
PATRIMONIO NETTO	19,0%	18,4%	18,1%	16,6%	18,9%
TOTALE PASSIVO NETTO	100%	100%	100%	100%	100%

L'analisi della composizione degli impieghi evidenzia una struttura patrimoniale elastica. Infatti il fabbisogno finanziario che emerge è generato in larga misura dall'attivo corrente, elemento tipico delle imprese di piccole dimensioni che presentano un basso impiego di capitale investito in immobilizzazioni. Al riguardo gli investimenti nell'attivo corrente (soprattutto crediti commerciali e magazzino) assorbono mediamente più del 70% del capitale investito, contro meno del 30% degli investimenti durevoli (Tabella 4.6). Questo risultato è in linea con quanto indicato in letteratura in merito alla carenza di beni

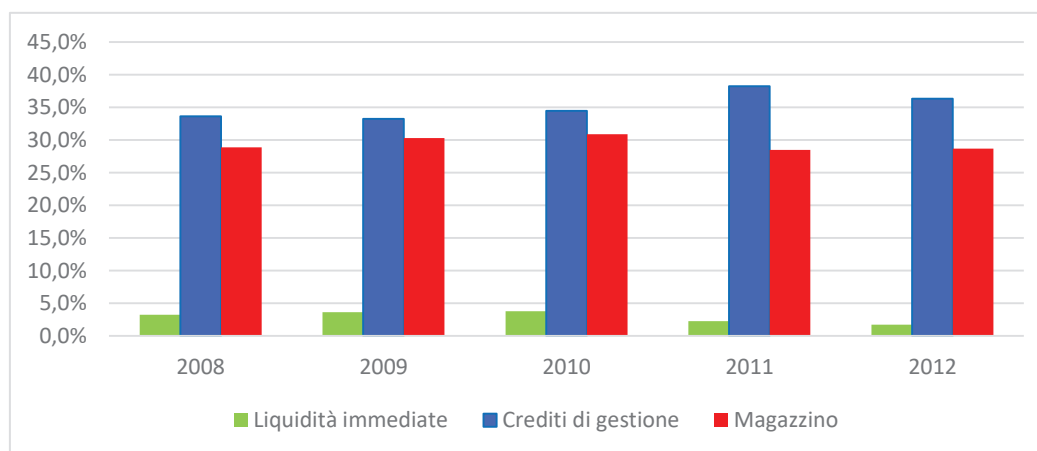
immobili da offrire in garanzia e comporta particolari scelte finanziarie a breve termine.

Tabella 4.6 – Composizione degli impieghi

	2008	2009	2010	2011	2012
ELASTICITÀ DEGLI IMPIEGHI Attivo corrente/Capitale investito)					
Media	0,70	0,70	0,72	0,70	0,71
Mediana	0,74	0,74	0,75	0,73	0,75
Deviazione standard	0,21	0,21	0,20	0,21	0,21
RIGIDITÀ DEGLI IMPIEGHI (Attivo immobilizzato/Capitale investito)					
Media	0,30	0,30	0,28	0,30	0,29
Mediana	0,26	0,26	0,25	0,27	0,25
Deviazione standard	0,21	0,21	0,20	0,21	0,21

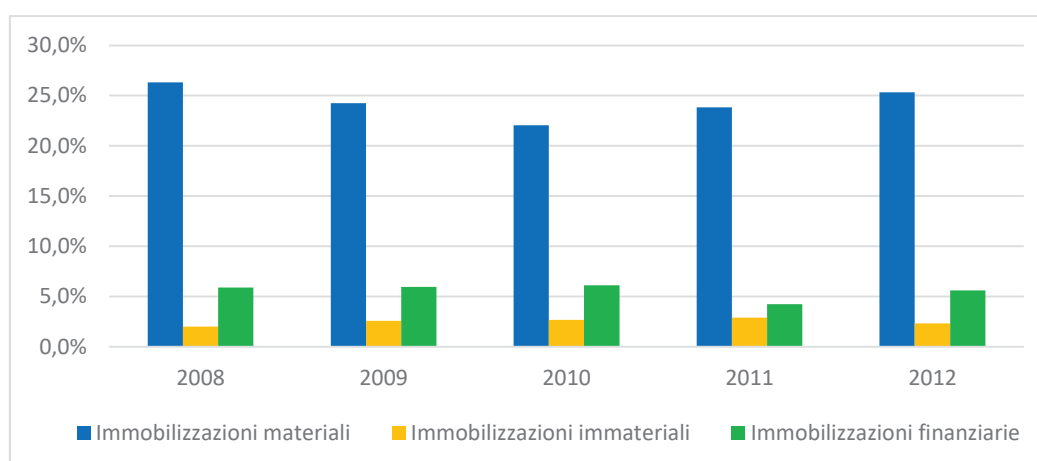
Entrando nel dettaglio degli investimenti dell'attivo corrente, si deve sottolineare, in tutto il periodo di riferimento, il forte peso del magazzino e dei crediti di gestione che, nel complesso, rappresentano la quasi totalità degli investimenti a breve termine. Infatti le attività liquide sono poco rilevanti, anche perché la gestione delle imprese considerate è rivolta essenzialmente all'attività operativa. Di conseguenza, la diversificazione in impieghi di natura finanziaria è estremamente limitata e strumentale all'attività di gestione (Figura 4.1).

Figura 4.1 – La composizione dell'attivo corrente



Nel 2008, si registra un moderato irrigidimento della struttura patrimoniale, dovuto a un aumento del peso delle immobilizzazioni materiali, che rappresentano la parte preponderante dell'attivo immobilizzato.

Figura 4.2 – La composizione dell'attivo immobilizzato



L'aumento delle immobilizzazioni è essenzialmente riconducibile all'applicazione dell'art. 15 del D.L. 185/2008 relativo alla rivalutazione dei beni immobili d'impresa, come è anche evidenziato dall'incremento delle riserve correlate all'interno del patrimonio netto. Tuttavia non sono da escludere degli investimenti volti ad adeguare e innovare la struttura, per cercare di migliorare la competitività. Scarsamente rilevante è l'incidenza sia delle immobilizzazioni immateriali, segno di una attenzione non adeguata all'innovazione e all'accrescimento del know-how, sia delle immobilizzazioni finanziarie, per la già evidenziata attitudine delle imprese minori a focalizzarsi sulla gestione operativa (Figura 4.2)

Questa circostanza è meglio delineata dallo stato patrimoniale riclassificato secondo la pertinenza gestionale in cui si ha la distinzione tra investimenti finanziari e operativi (Tabella 4.7).

Tabella 4.7 – Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della pertinenza gestionale (valori percentuali)

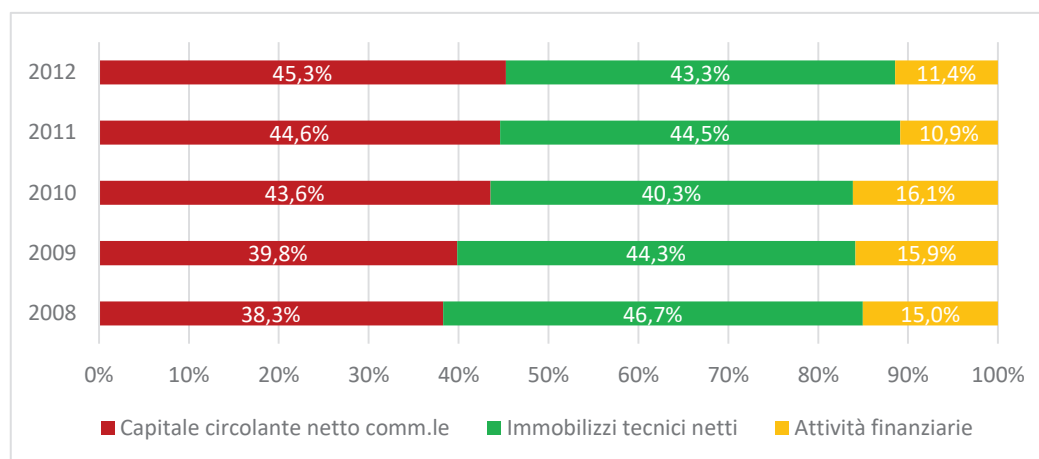
	2008	2009	2010	2011	2012
Capitale circolante netto comm.le (operativo)	38%	40%	44%	45%	45%
Immobilizzi tecnici netti	47%	44%	40%	45%	43%
CAPITALE OPERATIVO NETTO	85,0%	84,1%	83,9%	89,1%	88,6%
ATTIVITÀ FINANZIARIE	15,0%	15,9%	16,1%	10,9%	11,4%
CAPITALE INVESTITO NETTO	100%	100	100%	100	100%
Debiti finanziari a breve	45,0%	41,0%	39,9%	46,0%	45,4%
Debiti finanziari a medio-lungo termine	23,7%	28,6%	30,6%	26,4%	25,0%
DEBITI FINANZIARI	68,7%	69,6%	70,5%	72,4%	70,4%
MEZZI PROPRI	31,3%	30,4%	29,5%	27,6%	29,6%
FONTI DI FINANZIAMENTO	100%	100%	100%	100%	100%

L'esame dello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale, evidenzia la progressiva focalizzazione delle aziende Confidi sulla gestione operativa. Nel tempo, infatti, aumenta il peso degli investimenti collegati alla gestione caratteristica, rappresentati dal capitale operativo netto, rispetto agli investimenti finanziari, rappresentati dalle attività finanziarie. Le imprese hanno impiegato la maggior parte delle risorse finanziarie per coprire il fabbisogno derivante dallo svolgimento dell'attività tipica. In particolare, pur in presenza di un campione aperto, si può osservare come l'incidenza di tale attività acquisti maggiore rilevanza negli ultimi anni del periodo di osservazione. All'interno del capitale operativo netto, l'aumento è dovuto maggiormente a investimenti legati alla copertura della gestione corrente tipica (capitale circolante netto commerciale-CCNC²⁵) più che a quella dell'attivo fisso tipico, risultato in linea con quanto

²⁵ Esso indica il fabbisogno finanziario necessario per realizzare il ciclo acquisti-produzione-vendita. La gestione deve essere indirizzata al contenimento di questo valore, perché un suo aumento assorbe liquidità, mentre una sua riduzione libera risorse da utilizzare nel finanziamento di attività redditizie.

delineato nella parte teorica, secondo cui durante il periodo di crisi si registra un andamento sfavorevole del CCNC (Figura 4.3).

Figura 4.3 – Composizione capitale investito netto



La composizione delle fonti di finanziamento presenta un andamento sostanzialmente coerente con la struttura dell'attivo che deve andare a finanziare, con una prevalenza delle passività a breve termine rispetto alle fonti consolidate (Tabella 4.5). Nel 2008, a fronte dell'aumento dell'attivo immobilizzato si evidenzia un incremento del valore del patrimonio netto. La ragione di tale aumento non è dovuta a politiche di autofinanziamento o a innesto di nuovo capitale proprio, ma è la conseguenza della già citata rivalutazione che ha portato a un incremento delle riserve specifiche. Si deve sottolineare, quindi, una scarsità di mezzi propri che, pur essendo legata alla piccola dimensione e alla forma giuridica del campione considerato (in prevalenza s.r.l., ma anche imprese individuali e società di persone), comporta pesanti ripercussioni sul piano economico.

Di seguito, la struttura finanziaria viene esaminata nel dettaglio in termini di composizione, scadenza e dipendenza finanziaria (Tabella 4.8), rinviando l'approfondimento sull'indebitamento per dimensione e settore di attività al paragrafo successivo.

Tabella 4.8 – Composizione delle fonti di finanziamento

	2008	2009	2010	2011	2012
AUTONOMIA FINANZIARIA (Mezzi propri/Capitale investito)					
Media	0,19	0,18	0,18	0,17	0,19
Mediana	0,11	0,11	0,11	0,10	0,12
Deviazione standard	0,22	0,20	0,25	0,22	0,24
DIPENDENZA FINANZIARIA (Totale debiti/Capitale investito)					
Media	0,81	0,82	0,82	0,83	0,81
Mediana	0,89	0,89	0,89	0,90	0,88
Deviazione standard	0,19	0,20	0,21	0,22	0,15
INCIDENZA DEBITI A BREVE TERMINE (Passivo corrente/Capitale investito)					
Media	0,65	0,63	0,64	0,65	0,64
Mediana	0,67	0,64	0,65	0,67	0,62
Deviazione standard	0,23	0,21	0,22	0,22	0,21
INCIDENZA DEBITI A MEDIO-LUNGO TERMINE (Passivo consolidato/Capitale investito)					
Media	0,21	0,24	0,24	0,24	0,24
Mediana	0,18	0,21	0,20	0,20	0,21
Deviazione standard	0,16	0,17	0,18	0,17	0,15
INCIDENZA DEBITI COMMERCIALI (Debiti commerciali/Capitale investito)					
Media	0,27	0,28	0,26	0,27	0,24
Mediana	0,24	0,23	0,21	0,22	0,19
Deviazione standard	0,17	0,19	0,18	0,17	0,14
INCIDENZA DEBITI FINANZIARI (Debiti finanziari/Capitale investito)					
Media	0,42	0,40	0,42	0,42	0,43
Mediana	0,43	0,40	0,42	0,41	0,44
Deviazione standard	0,20	0,20	0,20	0,20	0,18

L'analisi delle fonti di finanziamento evidenzia il preoccupante livello di capitalizzazione media del campione di imprese, espresso dall'indice di autonomia finanziaria, che evidenzia valori sempre inferiori al 20% (valori mediani addirittura di poco superiori al 10%). Tale indicatore evidenzia un'eccessiva vulnerabilità finanziaria delle imprese considerate, pur considerandone le caratteristiche dimensionali e la struttura proprietaria e di gestione e, di conseguenza, un elevato livello dell'indebitamento (valori mediani che sfiorano il 90% in tutto il periodo),

che incide in modo significativo sul peso degli oneri finanziari e quindi sulla sostenibilità del debito.

Si deve, infatti, sottolineare il forte peso dell'indebitamento, con una netta prevalenza dei debiti a breve scadenza rispetto a quelli consolidati (valori mediani rispettivamente di circa il 65% e del 20%). Coerentemente con l'aumento degli investimenti durevoli, negli ultimi anni si riscontra una minore incidenza dei debiti a breve a fronte, tuttavia, di un peso dei debiti a lungo termine sostanzialmente invariato. All'interno dei debiti a breve termine, si deve rilevare: la progressiva diminuzione dell'incidenza dei debiti commerciali, che tuttavia coprono circa un quarto del fabbisogno finanziario delle imprese, e un aumento dei debiti finanziari, con le conseguenti ripercussioni a livello di oneri finanziari espliciti e di redditività complessiva.

Concentrando l'attenzione sui debiti finanziari complessivi, si riscontra pure in questo ambito una maggioranza della componente a breve termine rispetto a quella a lungo termine (rapporto di circa due a uno), dovuta anche allo scarso potere contrattuale di queste aziende per la mancanza di "asset" da fornire in garanzia. I debiti finanziari sono rappresentati quasi esclusivamente da debiti verso banche (valori superiori al 90%) e in modo residuale da finanziamenti dei soci e da obbligazioni, caratteristica tipica di realtà caratterizzate da gravi carenze nella raccolta di capitali a medio e lungo termine, anche per la loro difficoltà e/o impossibilità di accesso ad altri canali di finanziamento (Tabella 4.9). Questo valore è superiore a quello di altre indagini sulle PMI, come quella del Cerved che per il 2012 indica valori medi di circa il 75% e valori mediani del 98%²⁶, confermando l'elevata dipendenza delle imprese del campione dal debito bancario²⁷.

²⁶ ACCETTURO A. et al. (2013), cit., p.67; RAPPORTO CERVED PMI (2014), cit., p.34.

²⁷ Le motivazioni sono quelle già ricordate nel capitolo tre: capacità delle banche di ridurre le asimmetrie informative; possibilità di mantenere chiuso e stabile l'assetto proprietario; semplicità di attivazione senza procedure, informazioni e costi degli altri strumenti finanziari.

Inoltre, come indicato nella suddetta tabella, è prevalente l'utilizzo dei debiti bancari a breve termine. Anche in questo caso l'incidenza dei debiti bancari a breve dell'aggregato Confidi è superiore a quella di altre indagini²⁸, fatto questo che le espone a maggiori rischi, nelle fasi negative di ciclo economico.

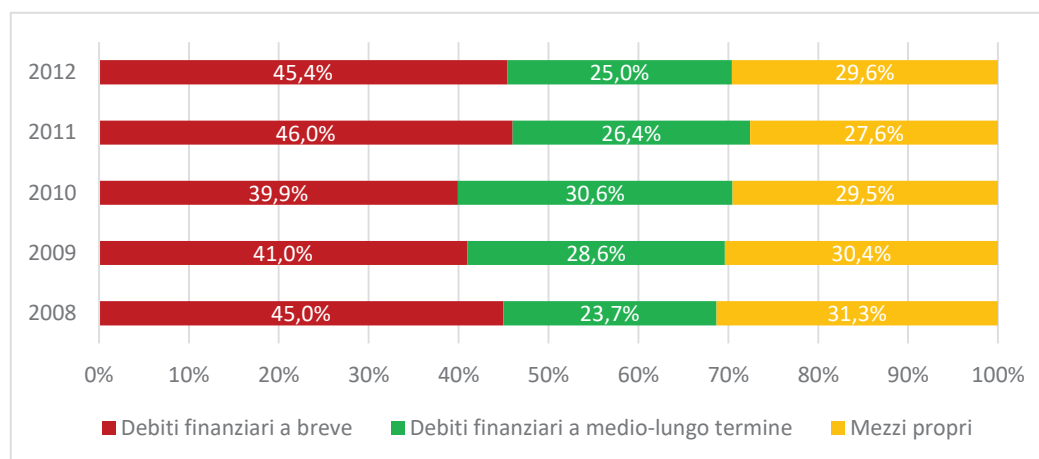
Tabella 4.9 – Composizione dei debiti finanziari

	2008	2009	2010	2011	2012
INCIDENZA DEBITI BANCARI (Debiti bancari/Debiti finanziari)					
Media	0,94	0,92	0,94	0,94	0,92
Mediana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Deviazione standard	0,18	0,22	0,17	0,16	0,20
INCIDENZA DEBITI BANCARI A BREVE TERMINE (Debiti bancari a breve/Debiti finanziari)					
Media	0,63	0,58	0,60	0,64	0,62
Mediana	0,69	0,61	0,64	0,71	0,68
Deviazione standard	0,30	0,30	0,29	0,27	0,29

Anche l'analisi della composizione delle fonti di finanziamento, attraverso la riclassificazione funzionale dello stato patrimoniale, evidenzia una situazione di scarsa capitalizzazione e un rilevante ricorso ai mezzi di terzi a titolo oneroso, circa il 70% nel corso del periodo di osservazione (Figura 4.4).

²⁸ Nel 2012 la composizione dei prestiti bancari è rappresentata per circa il 38 per cento da operazioni a breve termine e addirittura superiore per le imprese di minore dimensione. Cfr.: VISCO I. (2013), *Considerazioni finali*, cit.; FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese.", cit.

Figura 4.4 – Composizione fonti di finanziamento (criterio funzionale)



Anche in questo caso, all'interno dei debiti finanziari, si evidenzia una netta prevalenza della componente a breve termine che è circa il doppio di quella a lungo termine.

In definitiva, in tutto il periodo esaminato, si possono evidenziare i seguenti caratteri distintivi relativi alle struttura patrimoniale delle imprese Confidi:

- In relazione al capitale investito, si rileva un'elevata elasticità degli impieghi e una focalizzazione sulla gestione operativa;
- In relazione alla struttura dei finanziamenti, si evidenzia una scarsa capitalizzazione e una forte dipendenza finanziaria sia verso terzi, sia verso il sistema finanziario, con una prevalenza dei debiti a breve rispetto a quelli a lungo termine e dei debiti finanziari sui debiti commerciali. In particolare è da segnare la forte dipendenza dal debito bancario (soprattutto a breve termine), che rappresenta la quasi totalità dei debiti finanziari. Questa circostanza rende le imprese del campione maggiormente vulnerabili nelle fasi negative di ciclo economico e nel caso di shock del sistema bancario.

4.2.3. I risultati dell'analisi: la solidità patrimoniale

Le dinamiche delineate nel precedente paragrafo influiscono sulla solidità delle imprese del campione, per la loro forte dipendenza finanziaria sia nei confronti di terzi, sia nei confronti del sistema finanziario complessivo.

Il rapporto di indebitamento complessivo (*leverage*) presenta un andamento variabile nel corso del periodo e con valori difformi, anche se il valore medio è sempre superiore a quattro. Questo significa che per ogni euro di capitale proprio, più di quattro euro vengono forniti da terzi, con gravi conseguenze sulla solidità delle imprese. Il valore mediano, che fornisce un valore medio alternativo al rapporto fra somme, indica dei valori superiori a cinque (Tabella 4.10).

Tabella 4.10 – Rapporto di indebitamento

	2008	2009	2010	2011	2012
LEVERAGE (Totale debiti/Mezzi propri)					
Media	4,26	4,44	4,52	5,04	4,28
Media aritmetica semplice	11,19	10,66	12,33	10,77	12,47
Mediana	5,82	4,79	5,12	5,20	5,28
Deviazione standard	22,07	29,74	31,01	24,97	23,94
LEVERAGE FINANZIARIO (Debiti finanziari/Mezzi propri)					
Media	2,20	2,29	2,39	2,63	2,38
Media aritmetica semplice	5,52	4,99	4,35	4,35	5,34
Mediana	2,53	2,23	2,30	2,46	2,54
Deviazione standard	11,78	10,72	8,13	8,57	11,04

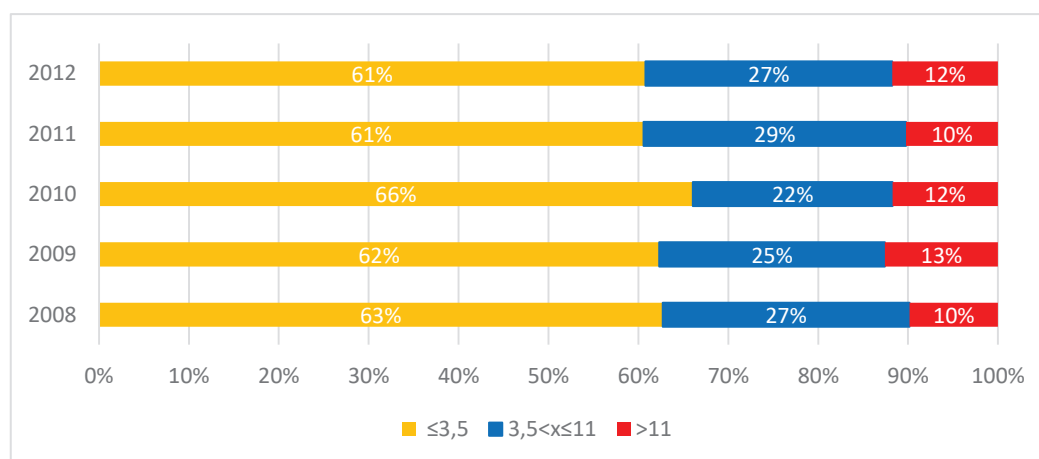
Soffermiamoci, però, sul rapporto di indebitamento finanziario (*leverage finanziario*) che meglio esprime la politica finanziaria dell'impresa, ossia il ricorso al capitale proprio e al capitale di prestito. Per quanto riguarda le imprese del campione, si rileva che il valore medio del *leverage finanziario* si attesta su valori elevati; nello specifico i debiti finanziari delle imprese sono in media più di due volte superiori al capitale proprio. È da evidenziare che più del 20% delle imprese

ha un coefficiente di indebitamento fino a undici volte superiore al capitale proprio e circa il 10% presenta un valore addirittura superiore a undici (Figura 4.5).

Anche espresso come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il capitale proprio al valore di bilancio, il leverage finanziario delle PMI del campione Confidi assume valori intorno al 70%, superiori di circa 15 punti percentuali a quelli riferiti a un campione di PMI costituite società di capitali²⁹

Questo sta a significare il forte rischio finanziario e l'elevata probabilità di insolvenza cui sono soggette le imprese del campione.

Figura 4.5 – Distribuzione di frequenza del leverage finanziario



L'indebitamento finanziario è stato approfondito anche con riferimento alle classi dimensionali e ai settori di attività.

Le piccole imprese sono quelle che presentano il *leverage finanziario* più elevato, in media sempre superiore a cinque in tutti gli anni di osservazione, seguite dalle microimprese, con valori medi che oscillano tra un minimo di circa tre a un massimo di sei. Più basso risulta invece il valore relativo alle medie imprese, in

²⁹ : ACCETTURO A. et al. (2013), cit., p.67.

linea con quanto indicato in letteratura che individua una correlazione inversa tra grado di indebitamento e dimensione aziendale (Tabella 4.11).

Tabella 4.11 – Leverage finanziario per classi dimensionali

	2008	2009	2010	2011	2012
MICRO IMPRESE					
Media	6,14	3,72	3,51	2,71	5,79
Deviazione standard	15,20	17,95	17,96	15,34	13,75
PICCOLE IMPRESE					
Media	5,51	6,73	5,47	5,14	5,24
Deviazione standard	7,83	13,58	8,69	7,03	6,84
MEDIE IMPRESE					
Media	3,24	3,09	2,37	2,66	2,72
Deviazione standard	2,98	2,64	1,06	2,51	1,04

Il dato relativo alle microimprese deve tener conto del livello di dispersione più elevato e di una minore incidenza dei debiti bancari rispetto alle piccole e medie imprese. Infatti, si tratta di imprese che, a parità di settore economico, sono soggette a una maggiore volatilità, presentano un minor fatturato e sono di più difficile valutazione da parte del sistema bancario.

L'analisi dell'indebitamento finanziario ha riguardato anche i macro settori di attività: industria, servizi e costruzioni³⁰. Al riguardo si può evidenziare come il *leverage* finanziario presenti un elevato grado di variabilità e valori più elevati per le imprese appartenenti al settore delle costruzioni e a quello dei servizi (Tabella 4.12).

³⁰ Si è tralasciato il settore Commercio, in quanto l'esiguo numero delle imprese che rientrano in questa classificazione, rende scarsamente significativa l'analisi statistica. Le imprese del settore sono state inserite all'interno del settore Servizi.

Tabella 4.12 – Leverage finanziario per settori di attività

	2008	2009	2010	2011	2012
INDUSTRIA					
Media	4,21	4,16	4,18	4,69	5,08
Mediana	2,14	2,05	2,29	2,11	2,31
Deviazione standard	6,55	9,95	6,25	9,93	10,26
SERVIZI					
Media	4,75	7,05	7,49	4,29	5,41
Mediana	2,64	3,09	2,61	2,30	3,21
Deviazione standard	11,24	13,64	13,15	6,07	8,21
COSTRUZIONI					
Media	8,79	5,41	2,55	3,89	5,95
Mediana	2,71	2,89	2,43	2,78	2,77
Deviazione standard	17,96	9,79	5,25	7,21	13,47

Per completare l'esame dell'indebitamento, si è ritenuto importante valutarne la sostenibilità, perché una sua corretta interpretazione richiede il collegamento con altre dimensioni di analisi. Infatti, al crescere dell'indebitamento aumentano gli oneri finanziari e gli impegni finanziari legati al rimborso della quota capitale del debito. Gli indicatori esaminati riguardano la sostenibilità degli oneri e dei debiti finanziari.

Tabella 4.13 – Indici di sostenibilità finanziaria

	2008	2009	2010	2011	2012
ISOSTENIBILITÀ ONERI FINANZIARI (Oneri finanziari/MOL)					
Media	0,50	0,41	0,36	0,36	0,53
Mediana	0,32	0,27	0,21	0,24	0,35
Deviazione standard	1,00	1,00	1,16	0,64	1,57
ISOSTENIBILITÀ DEBITI FINANZIARI (Debiti finanziari/MOL)					
Media	6,81	7,99	8,58	8,37	8,25
Mediana	4,53	5,48	5,54	4,92	5,90
Deviazione standard	18,13	19,13	44,65	43,86	62,53

Le imprese del campione, fortemente dipendenti dal sistema bancario, hanno sofferto, negli anni di crisi considerati, in termini di redditività e di sostenibilità

degli oneri finanziari, non riuscendo a beneficiare del calo dei tassi di interesse. L'indice di sostenibilità degli oneri finanziari indica come queste imprese abbiano incontrato difficoltà a rispettare gli impegni con il sistema bancario.

Nel 2012, in circa il 36% delle imprese, gli oneri finanziari sostenuti erodono oltre il 50% del margine operativo lordo. La situazione è particolarmente critica per il settore delle costruzioni, in cui il 40% delle imprese edili supera la soglia indicata, e per quello dei servizi, con circa il 35% delle imprese, entrambi con valori in peggioramento nel corso degli ultimi anni. Leggermente migliore l'andamento nel settore industriale, in cui la suddetta soglia è superata da "solo" il 30% delle imprese.

Con riferimento all'incidenza dei debiti finanziari sul MOL, considerando anche le imprese con margine negativo, tale indicatore ha raggiunto valori di circa otto punti nel corso del periodo considerato. Per l'impresa mediana del campione, i debiti finanziari sono pari a cinque volte il margine operativo lordo.

La forte dipendenza finanziaria, evidenziata nella trattazione fin qui svolta, può comportare conseguenze negative anche sotto il profilo della liquidità, ossia della capacità di fronte tempestivamente agli impegni di pagamento, e della solvibilità a medio-lungo termine, cioè della coerenza tra decisioni di investimento durevoli e di finanziamento stabili. In questo paragrafo ci occuperemo di questo secondo aspetto, attraverso l'analisi degli indicatori di copertura delle immobilizzazioni (Tabella 4.14).

A tale riguardo, il quoziente di auto copertura delle immobilizzazioni presenta valori nettamente inferiori all'unità durante tutto il periodo considerato, evidenziando l'incapacità del solo patrimonio netto a coprire gli investimenti in immobilizzazioni, che in queste imprese sono anche scarsamente rilevanti. La contemporanea presenza di un indice di autonomia finanziaria molto basso evidenzia un fenomeno di endemica sottocapitalizzazione che costituisce una sorta

di filo conduttore della struttura delle piccole imprese italiane ma che, nel campione in oggetto, sembra essere maggiormente accentuato³¹.

Tabella 4.14 – Indici di solvibilità a medio-lungo termine

	2008	2009	2010	2011	2012
IQUOZIENTE DI AUTOCOPERTURA DELLE IMMOBILIZZAZIONI (Mezzi propri/Attivo immobilizzato)					
Media	0,56	0,56	0,59	0,53	0,57
Media aritmetica semplice	0,93	0,80	0,75	0,64	0,89
Mediana	0,46	0,45	0,51	0,46	0,48
Deviazione standard	3,80	2,68	2,18	3,09	2,12
IQUOZIENTE DI COPERTURA DELLE IMMOBILIZZAZIONI (Mezzi propri + Passivo consolidato)/Attivo immobilizzato					
Media	1,14	1,25	1,36	1,23	1,22
Media aritmetica semplice	2,37	2,87	2,51	2,06	2,36
Mediana	1,19	1,27	1,36	1,21	1,37
Deviazione standard	4,97	5,31	4,63	3,60	3,26

L'indice di copertura delle immobilizzazioni maggiore di uno (sia se si considera la media ponderata che quella semplice) assicura comunque la presenza di un equilibrio temporale nel lungo periodo tra fonti e impieghi. Tuttavia questo equilibrio appare abbastanza precario perché il capitale permanente (mezzi propri e debiti a medio lungo termine) è appena sufficiente a coprire gli impieghi durevoli, ma non riesce a coprire quella parte dell'attivo circolante stabilmente vincolata all'impresa. Fatto, questo, che può avere ripercussioni negative sull'equilibrio finanziario di breve periodo, in mancanza di consistenti smobilizzi di magazzino, cosa difficile da realizzare nell'attuale congiuntura. Inoltre, circa il 30% di imprese

³¹ La Tabella 5.5 segnala un rapporto fra debiti finanziari e mezzi propri di gran lunga superiore a quello rilevato in altre indagini. Cfr. ad esempio BANCA D'ITALIA (2012), *Economie regionali. L'economia delle Marche*, pp.9-10.

Disponibile al link: www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/index.html.

CERVED GROUP (2013), *Osservatorio sui bilanci 2012*, pp.11-12.

Disponibile al link: www.know.cerved.com/it/studi-e-analisi/

del campione non rispetta una corretta relazione tra fonti e impieghi, durante tutto il periodo di riferimento.

Il motivo del valore non elevato di tale indice deriva anche dall'attitudine delle piccole e medie imprese italiane, e di quelle del campione in particolare, a privilegiare le fonti di finanziamento bancario a breve termine. Questa preferenza può comportare una scarsa simmetria tra la durata degli investimenti e quella delle fonti di finanziamento, con ripercussioni sulla liquidità di breve periodo. Infatti, eventuali difficoltà di finanziamento potrebbero segnare, per molte imprese, il confine tra illiquidità temporanea e insolvenza. Questo aspetto verrà esaminato nel paragrafo successivo.

4.2.4. I risultati dell'analisi: la liquidità

L'analisi dell'equilibrio finanziario di breve periodo passa attraverso la valutazione di alcuni indicatori di liquidità, quali il *quick ratio*, il *current ratio* e il *turnover*, ossia l'indice di rotazione del capitale investito. Le aziende del campione presentano un *quick ratio* sempre nettamente inferiore all'unità per tutti gli anni di osservazione (e un margine di tesoreria negativo), mentre il *current ratio* assume valori appena superiori all'unità, riconducibili all'elevato valore delle rimanenze e dei crediti. Quello che preoccupa, di quest'ultimo indice, è il forte peso, all'interno dell'attivo corrente, delle rimanenze di magazzino e dei crediti a breve termine, nonché la progressiva contrazione dei debiti di gestione. In questo periodo di crisi, tali elementi testimoniano le difficoltà incontrate dalle imprese nelle vendite e nel recupero dei crediti (Tabella 4.15). Infatti, una discreta percentuale di imprese presenta un deficit di liquidità che rimane stabile lungo il periodo di osservazione; nello specifico il 30% di imprese, appartenenti soprattutto al settore dei servizi e a quello dell'industria.

Tabella 4.15 – Indici di liquidità

	2008	2009	2010	2011	2012
LIQUIDITÀ GENERALE "Current Ratio" (Attivo corrente/Passivo corrente)					
Media	1,15	1,20	1,23	1,16	1,17
Mediana	1,08	1,10	1,13	1,07	1,13
Deviazione standard	0,47	0,49	0,60	0,58	0,47
LIQUIDITÀ PRIMARIA "Quick Ratio" (Liquidità immediate+ Liquidità differite)/Passivo corrente					
Media	0,65	0,69	0,66	0,65	0,76
Mediana	0,68	0,74	0,74	0,71	0,70
Deviazione standard	0,41	0,39	0,36	0,36	0,35
ROTAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO (Fatturato/Capitale investito)					
Media	1,08	1,00	1,01j	1,09	1,05
Mediana	1,00	0,90	0,92	1,00	0,97
Deviazione standard	0,60	0,59	0,58	0,63	0,65

L'indice di rotazione del capitale investito assume valori prossimi a uno in tutto il periodo in esame, esprimendo una scarsa efficienza gestionale, perché le imprese dell'aggregato non sono sempre riuscite a trasformare il capitale investito in fatturato, nell'esercizio. Il valore dell'indicatore indica un elevato rischio di insolvenza, perché la bassa rotazione del capitale non permette di recuperare gli investimenti effettuati e di rimborsare i finanziamenti a supporto degli stessi. Il maggior rischio di insolvenza si evidenzia nel settore delle costruzioni e dei servizi.

Anche l'andamento del capitale circolante netto operativo sul fatturato, influisce sulla liquidità (vedere Tabella 4.2). L'esame di tale variabile evidenzia un andamento sfavorevole nel corso degli anni, fatto questo che ha contribuito ad assorbire liquidità e ad aumentare il fabbisogno finanziario netto da soddisfare nel breve periodo per sostenere l'attività commerciale.

In realtà, per valutare correttamente la solvibilità dell'impresa a breve termine, occorre integrare le informazioni fornite dagli indici di liquidità, che danno una visione sincronica, con altre ottenute attraverso il rendiconto finanziario e con indici costruiti sulla base di flussi finanziari e monetari, che esprimono la dinamica

delle entrate e delle uscite nel corso del tempo. È quello che si è cercato di fare, andando a ricostruire e interpretare la dinamica finanziaria e monetaria delle imprese del campione, attraverso l'elaborazione di rendiconti finanziari "globali", riferiti cioè a insiemi selezionati di imprese.

Per poter fare questo, la banca dati è stata esaminata per aggregati costanti, vale a dire considerando solo le imprese sempre presenti nell'intervallo analizzato. In questa parte, l'attenzione principale verte sull'analisi dei flussi monetari, resa possibile grazie all'elaborazione di "aggregati costanti" per bienni. In realtà, non vengono presentati dei rendiconti finanziari veri e propri, secondo tutti i crismi tecnico-contabili, ma solo delle stime di flussi monetari, che tuttavia sono solitamente trascurate nelle indagini svolte su bilanci aggregati³².

La stima dei flussi monetari è sviluppata seguendo una metodologia utilmente impiegabile da osservatori esterni, che presenta le seguenti caratteristiche³³:

1. Si basa sui flussi netti delle diverse aree gestionali, non essendo possibile risalire a quelle integrali.

Le aree individuate sono quella degli investimenti, quella finanziaria distinta tra soggetti esterni (banche e altri finanziatori) e capitale di proprietà³⁴, separazione trascurata nei principi nazionali, fino all'OIC 10 del 2014. Per gli investimenti e i finanziamenti esterni si esprimono i flussi netti, basandosi normalmente sulle variazioni tra due periodi, con alcune semplificazioni, e presumendo che tali flussi siano di tipo monetario. Per il capitale di proprietà

³² BRANCIARI S. (2010), "La redazione del rendiconto finanziario nelle piccole imprese: un modello operativo", in AIROLDI G., BRUNETTI G., CORBETTA G., INVERNIZZI G., *Economia Aziendale & Management. Scritti in onore di Vittorio Coda*, Egea, Milano, pp.568-570.

³³ BRANCIARI S. (2011), "Il rendiconto finanziario e le piccole imprese: un modello operativo per i soggetti esterni", *Financial Reporting*, n.3, pp.107-124.

³⁴ SÒSTERO U., FERRARESE P. (1995), *Il rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano; ALLEGRI M., GIORGETTI F., GRECO G. (2014), *Il rendiconto finanziario. Logiche di costruzione e di interpretazione*, Giappichelli, Torino; TEODORI C. (2015), *Il rendiconto finanziario: ruolo informativo, analisi, interpretazione e modelli contabili*, Giappichelli, Torino.

si cerca di risalire ai movimenti integrali, sempre presumendo, con un'inevitabile semplificazione, che tali flussi siano di tipo monetario³⁵;

2. Determina il flusso della gestione reddituale col metodo indiretto e sintetico.

Il rendiconto finanziario è un prospetto che può anche essere espresso attraverso una semplice uguaglianza matematica³⁶:

$$\text{Stock iniziale} + \Sigma \text{Entrate} - \Sigma \text{Uscite} = \text{Stock finale}$$

Per cui se una delle variabili in questione non fosse nota, per esempio il flusso (in entrata o in uscita) della gestione reddituale, potrebbe essere agevolmente determinata “per differenza”, risolvendo tale equazione. La validità del risultato non dipende dal calcolo in sé, ma dalla bontà della determinazione delle restanti variabili (flussi da investimenti, da finanziamenti, ecc.);

3. Ricontra e approfondisce il flusso della gestione reddituale, con metodo indiretto analitico.

Questo per due motivi: in primo luogo per verificare se nel fasi precedenti si sono considerati tutti gli elementi delle diverse aree; in secondo luogo per approfondire le componenti del flusso della gestione reddituale, calcolato solo globalmente, nella fase precedente. Come risulta dalle successive tabelle si rileva che i flussi calcolati in modo sintetico coincidono con quelli ottenuti analiticamente e che, rispetto al modello classico, la determinazione analitica si differenzia per poter essere coerente con le semplificazioni delle stime e con i dati disponibili.

4. Utilizza come risorsa di riferimento la liquidità aziendale.

Le Tabelle da 4.16 a 4.19 riportano la stima dei principali flussi per il periodo considerato.

³⁵ Per maggiori approfondimenti sulle stime per gli investimenti, per i finanziamenti di terzi e per il capitale di proprietà si veda: BRANCIARI S. (a cura di) (2016), *Indagine sui bilanci delle piccole imprese: la banca dati del Confidi Ancona (2003-2012)*, cit., pp.175-176.

³⁶ MARCHI L. (a cura di) (2014), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., pp.131-133.

Tabella 4.16 – Stima dei flussi monetari 2008-2009. Valori in migliaia di euro (importi arrotondati)

	2008		2009	
	Entrate	Uscite %	Entrate	Uscite %
1. LIQUIDITÀ IMMEDIATE (iniziali)	42.531		30.217	
<i>Investimenti netti</i>				
Imm.ni materiali e immateriali e altre attività		40.305		21.803
Partecipazioni e altri imm.ni finanziarie		21.557		5.171
<i>Totale investimenti netti</i>		61.862 100%		26.974 87%
<i>Gestione finanziaria (di terzi)</i>				
Debiti finanziari a breve: variazione netta	14.229		-14.388	
Debiti finanziari a lungo: variazione netta	16.884		41.926	
<i>Totale gestione finanziaria</i>	31.113 50%		27.537 89%	
<i>Gestione capitale di proprietà</i>				
Dividendi erogati		5.584		1.763
Apporti di capitale	4.136		2.080	
Finanziamento soci	1.290		1.296	
<i>Totale gestione capitale di proprietà</i>	- 0%	158 0%	1.613 5%	- 0%
Gestione reddituale (indiretto, sintetico)	23.827 38%		1.751 6%	
<i>Totale entrate e uscite</i>	54.940 89%	62.021 100%	30.901 100%	26.974 87%
2. Entrate – Uscite	7.081 11%	- 0%	-	3.927 13%
<i>Totali a pareggio</i>	62.021 100%	62.021 100%	30.901 100%	30.901 100%
3. LIQUIDITÀ IMMEDIATE (finali 3 = 1 ± 2)	35.450		34.143	

Tabella 4.17 – Flusso gestione reddituale 2008-2009: approfondimenti. Valori in migliaia di euro (importi arrotondati)

	2008	2009
Utile/Perdita (-)	-580	2.292
Ammortamenti	22.366	22.245
Flusso reddituale circolante "operativo"	21.786	24.537
Incremento attivo non finanziario	3.299	31.322
Incremento passivo non finanziario	5.340	8.535
Effetto attività/passività "operative"	2.041	-22.786
Flusso liquidità gestione reddituale	23.827	1.751

Tabella 4.18 – Stima dei flussi monetari 2010-2012. Valori in migliaia di euro (importi arrotondati)

	2010		2011		2012	
	Entrate	Uscite	Entrate	Uscite	Entrate	Uscite
1. LIQUIDITÀ IMMEDIATE (iniziali)	30.346		17.375		10.147	
<i>Investimenti netti</i>						
Imm.ni materiali e immateriali e altre attività		26.333		25.568		17.620
Partecipazioni e altri imm.ni finanziarie		213		2.341		-485
<i>Totale investimenti netti</i>		26.546		27.909		17.135
		88%		100%		100%
<i>Gestione finanziaria (di terzi)</i>						
Debiti finanziari a breve: variazione netta	16.223		24.924		-7.146	
Debiti finanziari a lungo: variazione netta	19.095		-15.276		2.956	
<i>Totale gestione finanziaria</i>	35.318	117%	9.649	70%	-4.189	-24%
<i>Gestione capitale di proprietà</i>						
Dividendi erogati		1.987		2.596		571
Apporti di capitale	270		4.604		676	
Finanziamento soci	3.728		338		-	163
<i>Totale gestione capitale di proprietà</i>	2.010	7%	2.347	8%	-	0%
Gestione reddituale (indiretto, sintetico)	-7.142	-24%	2.944	11%	18.959	110%
<i>Totale entrate e uscite</i>	30.186	100%	24.939	89%	14.770	86%
2. Entrate – Uscite	-	12%	2.970	11%	2.423	14%
Totale a pareggio	30.186	100%	27.909	100%	17.193	100%
3. LIQUIDITÀ IMMEDIATE (finali 3 = 1 ± 2)	33.986		14.404		7.724	

Tabella 4.19 – Flusso gestione reddituale 2010-2012: approfondimenti. Valori in migliaia di euro (importi arrotondati)

	2010	2011	2012
Utile/Perdita (-)	7.680	-1.389	-854
Ammortamenti	20.101	16.829	12.389
Flusso reddituale circolante "operativo"	27.780	15.440	11.535
Incremento attivo non finanziario	59.664	-518	-24.673
Incremento passivo non finanziario	24.742	-13.014	-17.249
Effetto attività/passività "operative"	-34.922	-12.497	7.424
Flusso liquidità gestione reddituale	-7.142	2.944	18.959

Dall'esame delle tabelle sopra riportate si possono evidenziare alcuni elementi di seguito indicati:

- In primo luogo, si segnala un apprezzabile livello dei flussi netti per investimenti. Se si considera tutto il periodo, tali flussi netti ammontano a circa 160 milioni di euro, per un importo medio intorno ai 32 milioni annui. L'ammontare mediamente investito in attività immobilizzate è di circa 242 milioni; di conseguenza, l'attività d'investimento è apprezzabile, pari circa al 13% del capitale fisso, anche se tale tasso di rinnovo annuo è sottostimato perché si sta ragionando in termini di flussi netti e perché l'ammontare mediamente investito in attività immobilizzate non è depurato degli effetti delle rivalutazioni;
- In secondo luogo, si evidenzia come il fabbisogno generato dall'attività di investimento è coperto in minima parte con mezzi propri. Infatti, nel corso dell'intero periodo, l'apporto netto di mezzi propri è di circa 5,5 milioni di euro, con una copertura pressoché insignificante (poco più del 3%) di tale fabbisogno. In generale i dati confermano quanto già evidenziato nel capitolo tre, ossia la scarsa rilevanza del capitale di proprietà, considerato il numero limitato di soci delle imprese familiari e la mancanza di importanti risorse da immettere nell'impresa. Di conseguenza, questa modalità di finanziamento ha per lo più carattere straordinario, nei casi in cui sia determinante la necessità di ristrutturazione;
- Il finanziamento bancario, a breve o medio-lungo termine, è il principale strumento per la copertura del fabbisogno derivante dagli investimenti. L'apporto del finanziamento bancario nel periodo è di circa 99,5 milioni di euro, di cui 34 a breve termine e 66,5 a medio-lungo termine. Durante la crisi, e soprattutto negli ultimi anni del periodo di osservazione, i flussi netti derivanti dai prestiti bancari, principale fonte di finanziamento delle imprese,

si sono ridimensionati, andando a coprire una quota minore del fabbisogno per investimenti. L'altro elemento da segnalare è la graduale ristrutturazione del debito; si evidenzia, infatti, un aumento dei flussi netti a medio-lungo termine rispetto a quelli a breve;

- Infine si può osservare come la gestione reddituale abbia offerto un apporto variabile in termini di liquidità (in media 8 milioni annui), a fronte di un autofinanziamento generato abbastanza rilevante se inteso in termini allargati, ossia come risultato netto di periodo più ammortamenti (mediamente circa 20 milioni annui, anche se con valori in diminuzione negli ultimi anni)³⁷. Questo perché, come già evidenziato in varie parti del lavoro di ricerca, è rilevante il flusso monetario richiesto per far fronte al fabbisogno di “capitale circolante operativo” (attivo meno passivo non finanziari). In breve, ciò che l'autofinanziamento genera è poi assorbito, in gran parte, dalla gestione crediti-debiti-scorte. Sono i segni evidenti “della morsa” sui versanti dei clienti e dei fornitori, sono la dimostrazione della debolezza in cui sono state costrette a operare le piccole imprese esaminate. Solo in due dei cinque anni considerati, nel 2008 e nel 2012, si è allentata “la morsa” ricordata, generando rispettivamente risorse per circa 2 e 7,4 milioni. La media del periodo è però negativa, pari a un fabbisogno di circa 12 milioni annui.

4.2.5. Considerazioni conclusive

L'indagine svolta sulle 230 imprese dell'aggregato Confidi ha permesso di evidenziare alcune peculiarità relative alla loro struttura finanziaria, che sono

³⁷ In realtà il valore dell'autofinanziamento allargato è sovrastimato, in quanto il capitale investito in attività immobilizzate, su cui è determinato l'ammortamento, non è depurato degli effetti della rivalutazione del 2008.

comuni alle micro e PMI italiane, in relazione alla scelta delle modalità di finanziamento e in relazione alla solidità patrimoniale-finanziaria.

Le imprese del campione mostrano una forte dipendenza finanziaria, con valori medi superiori all'80% (e valori mediani che sfiorano il 90%), lungo tutto il periodo osservazione, sia verso terzi, sia verso il sistema finanziario. All'interno dell'indebitamento è da evidenziare la prevalenza dei debiti a breve termine rispetto a quelli consolidati (valori medi rispettivamente pari a circa il 65% e il 20% del capitale investito) e dei debiti finanziari rispetto a quelli commerciali (rispettivamente circa il 40% e il 25%). Si deve anche segnalare che i debiti finanziari sono rappresentati quasi esclusivamente da prestiti bancari (valori medi superiori al 90%), soprattutto a breve termine, e per la parte residuale da finanziamenti dei soci e da obbligazioni, caratteristica tipica di realtà con gravi carenze nella raccolta di capitali a medio e lungo termine.

Per contro si ha quindi un indice di autonomia finanziaria molto basso, sempre inferiore al 20% (con valori mediani di poco superiori al 10%) durante l'intero periodo di riferimento. La conseguenza è una forte sottocapitalizzazione che, pur essendo legata alle piccole dimensioni, alla forma giuridica e alla struttura proprietaria-gestionale di tipo familiare, comporta pesanti ripercussioni sulla gestione di tali imprese sia a livello di redditività sia a livello di liquidità.

Le caratteristiche della struttura finanziaria, considerando che il capitale investito è rappresentato in prevalenza dagli impieghi in attivo corrente, hanno comunque garantito alle imprese del campione di operare in condizioni di solidità patrimoniale-finanziaria, come evidenziato dall'indice di copertura delle immobilizzazioni maggiore di uno, in tutti gli anni considerati. Deve essere però considerato che il capitale permanente è appena sufficiente a coprire gli impieghi durevoli, ma non riesce a coprire quella parte dell'attivo circolante stabilmente vincolata all'impresa, rendendo l'equilibrio abbastanza precario. Inoltre è in

aumento il numero di imprese che non riesce a rispettare una corretta relazione tra durata delle fonti e degli impieghi.

Infine, nella gestione del capitale circolante operativo, le imprese del campione operano in condizioni di debolezza. Nel periodo, ciò che l'autofinanziamento genera è poi assorbito, in gran parte, dalla gestione crediti-debiti-scorte. Sono i segni evidenti della morsa dei clienti e dei fornitori sull'imprese dell'aggregato, che si è allentata solo in due esercizi. La media del periodo è però negativa, pari a un fabbisogno di circa 12 milioni annui

Come conseguenza delle considerazioni svolte precedentemente, dall'indagine si evidenzia una struttura finanziaria estremamente vulnerabile, caratterizzata dalla limitata pluralità delle fonti di finanziamento utilizzate. Per meglio specificare quanto questo sia il risultato di una scelta del soggetto economico o della presenza di vincoli si è affiancata, all'analisi su dati di bilancio, un'indagine campionaria tramite questionario, i cui principali risultati vengono riportati nel successivo paragrafo.

4.3. Indagine campionaria: caratteristiche ed evidenze empiriche

Delle 230 micro, piccole e medie imprese presenti e attive nella banca dati Confidi al 31 dicembre 2012, solo 158 sono state contattate a maggio del 2016, perché le restanti sono risultate inattive o non rintracciabili. In particolare, dalla consultazione del registro delle imprese, è risultato che, nel periodo intercorso tra le due date, 19 imprese sono state liquidate volontariamente, 36 sono entrate in una procedura concorsuale (27 fallimento e 9 concordato preventivo), 8 sono state incorporate in altre realtà (confluite in altre aziende del gruppo a seguito di un processo di riorganizzazione aziendale oppure oggetto di acquisizione e fusione da

parte di aziende terze), mentre 9 imprese non sono risultate rintracciabili³⁸. Inoltre, tra le imprese contattate, 10 hanno rifiutato esplicitamente di partecipare all'indagine.

Dopo aver definito la metodologia e aver costruito il questionario, si è provveduto alla sua somministrazione, per via telematica, come già illustrato in precedenza (cfr. paragrafo 4.1.2.).

Questa fase della ricerca si è svolta da maggio a fine settembre 2016. Al primo invio, avvenuto nel mese di maggio, è seguito un nuovo invio del materiale a luglio, contestualmente a telefonate personali alle aziende. A settembre si è proceduto all'invio dell'ultimo sollecito alle imprese da cui non si era ottenuta risposta.

Al termine del processo di raccolta dei questionari, nel mese di ottobre, è emerso che solo 30 aziende hanno volontariamente accettato di aderire al progetto di ricerca, a fronte di un invio del questionario a 158 imprese. Pertanto il tasso di risposta ottenuto è stato del 19%. Il limitato numero di imprese esaminato, che richiede una maggiore attenzione nella valutazione dei risultati ottenuti, deriva dalla difficoltà a reperire informazioni da aziende culturalmente poco avanzate.

Si tratta di un campione auto-selezionato e come tale non rappresentativo dell'universo delle imprese italiane il che, se da un lato impedisce di fare inferenza sulle caratteristiche dell'intera popolazione delle imprese italiane, dall'altro consente comunque di analizzare la relazione tra le variabili considerate.

Le persone che hanno compilato il questionario appartengono, nella maggioranza dei casi, circa il 77%, agli organi di governo (presidente, componenti del direttivo, responsabili, ecc.) o alla proprietà, segno di una particolare attenzione

³⁸ Questo dato è in linea con quanto riportato nel Rapporto Cerved PMI del 2014, in base al quale, dal 2008, circa il 20% delle piccole e medie imprese esistenti sono state interessate da fallimento, da una procedura concorsuale non fallimentare o sono state liquidate volontariamente. Per approfondimenti si consulti: RAPPORTO CERVED PMI (2014), cit.

nella sua redazione, anche in considerazione alla tipologia e alle conoscenze richiesta dalle domande. In dettaglio:

- 7 risposte, pari al 23%, sono venute dall'imprenditore o da un socio;
- 10 risposte, pari al 33%, dal top management;
- 6 risposte, pari al 20%, dal management intermedio;
- 7 risposte, pari al 23%, da impiegati dell'area amministrativa.

Prima di presentare le elaborazioni relative alle risposte risultanti dal questionario è necessaria una breve panoramica sulle caratteristiche delle imprese analizzate di seguito.

4.3.1. Le caratteristiche delle imprese analizzate

L'analisi delle risposte combinata con i dati di bilancio riclassificato, disponibili per ciascuna impresa, ha permesso di puntualizzare i principali caratteri delle aziende esaminate, in relazione alla loro dimensione, al settore di attività economica, alla forma giuridica, e all'età. Tali caratteri vengono descritti brevemente di seguito.

Il primo aspetto che viene preso in esame è quello dimensionale. Come ricordato precedentemente, la classificazione dimensionale delle imprese richiede di ricorrere a due parametri quantitativi: il numero degli addetti e il fatturato o valore di bilancio al 31 dicembre 2012. Dall'analisi delle risposte si evince che spesso i parametri di natura quantitativa non riescono a rappresentare la realtà a causa delle specificità di produzione e gestione.

L'analisi della Tabella 4.20, sopra riportata, indica che due aziende, che dovrebbero essere micro imprese, presentano un fatturato superiore alla soglia di due milioni³⁹ mentre, tra le piccole e tra le medie imprese, rispettivamente tre e una presentano un fatturato al di sotto della soglia prevista.

³⁹ Si tratta di imprese che svolgono attività a elevato contenuto di innovazione e alto valore aggiunto.

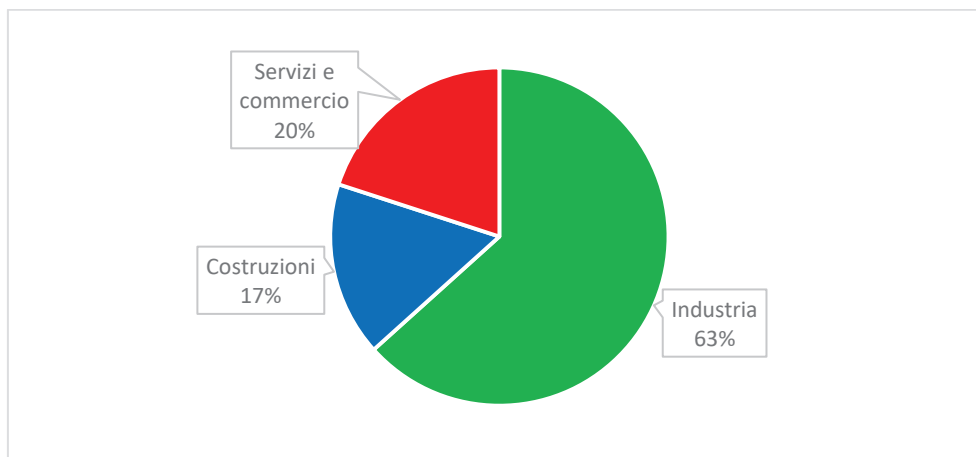
Tabella 4.20 – Composizione delle imprese rispondenti per classe dimensionale

	Fatturato (milioni di euro)			Nr.
	Da 0 a 2	Da 2 a 10	Da 10 a 50	
Numero addetti				
Inferiore a 10	7	2	0	9
Da 10 a 50	3	14	0	17
Da 50 a 250	0	1	3	4

Tenuto presente quanto detto, si può comunque asserire che circa il 57% delle aziende aderenti appartengono alla categorie di piccole imprese, il 30% alle micro imprese e il restante 13% alle medie imprese sia che si utilizzi come variabile discriminante il fatturato, sia il numero dei dipendenti. Tale composizione ricalca quella del database del Confidi, in cui circa l'86 per cento delle appartiene alla categoria delle micro e piccole imprese. Il numero medio di addetti del campione delle rispondenti è di 25 unità, valore tipico delle piccola dimensione.

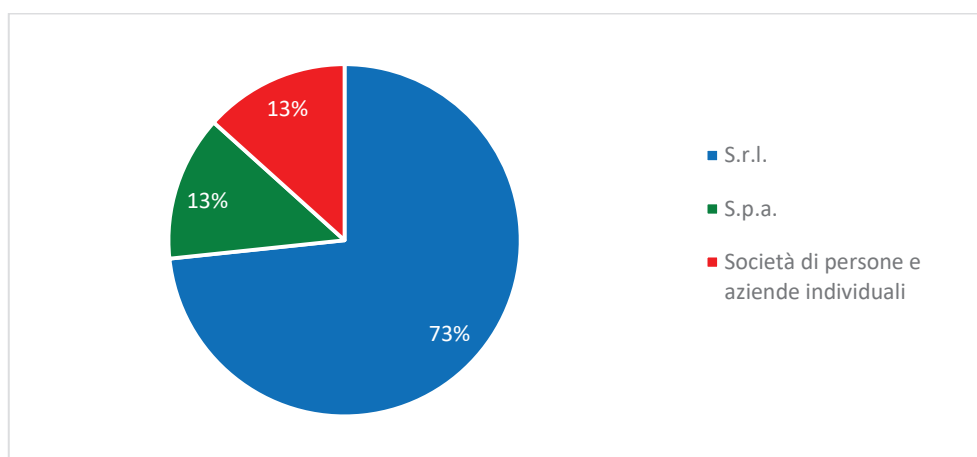
Per quanto riguarda i settori di attività, quelli censiti nella banca dati Confidi sono stati successivamente aggregati, sulla base dei codici Istat, in 3 macro-settori: industria, costruzioni e servizi-commercio. Le imprese che hanno aderito alla ricerca appartengono per il 63% all'industria, per il 20% al settore dei servizi e commercio e per il 17% alle costruzioni (Figura 4.6). Confrontando questi dati con quelli esposti nel paragrafo 4.2.1, si nota un maggior peso delle imprese industriali, rispetto a quelle del settore costruzioni.

Figura 4.6 – Composizione delle imprese rispondenti per settore di attività



Con riferimento alla forma giuridica, il 73% delle imprese rispondenti sono società a responsabilità limitata, il 13% sono società per azioni e il restante 13% sono società di persone e aziende individuali (Figura 4.7), con percentuali di composizione pressoché conformi al campione Confidi delineato in precedenza.

Figura 4.7 – Composizione delle imprese rispondenti per forma giuridica



Sotto il profilo dell'età, si può osservare come il 27% delle imprese abbia più di 40 anni e il 60% ha una età superiore a 25 anni, per cui il campione risulta particolarmente ricco di imprese mature, a conferma del trend di crescita

regionale⁴⁰. Solo il 13% delle imprese ha meno di 10anni. L'età media del campione di imprese è di poco inferiore a 30 anni (Tabella 4.21).

Tabella 4.21 – Composizione delle imprese rispondenti per anno di costituzione

Anno di costituzione	Valore assoluto	Valore percentuale
1960-1975	8	27%
1976-1990	10	33%
1991-2005	8	27%
2006-2016	4	13%

Tale fenomeno trova le sue origini nella storia dell'industria italiana che, dagli anni '70 del secolo scorso, ha mostrato segni di evidente successo economico. La congiuntura negativa di quel periodo ha costituito una spinta positiva alla crescita della micro-imprenditorialità, facendo sviluppare spirito di iniziativa, tendenza alla specializzazione, maggior di flessibilità della struttura produttiva. Fattori questi che hanno determinato la diffusione dei distretti industriali e permesso la realizzazione di un particolare modello di crescita.

4.3.2. I risultati dell'analisi: assetto proprietario e gestionale

Come analizzato nel capitolo tre, le imprese di piccole dimensioni sono spesso caratterizzate da una struttura proprietaria saldamente nelle mani del soggetto proprietario e di pochi soci, spesso di origine familiare, e da uno stile di *governance* accentrato, dove la figura dell'imprenditore è quella che assume in sé le competenze manageriali. Ciò è ancora più vero nelle imprese familiari, dove la presenza di componenti della famiglia, nell'assetto di *governance*, comporta la necessità di una sintesi tra valori familiari e regole imprenditoriali.

⁴⁰ Per approfondimenti si veda SOCCF C. (2004), *Distribuzione del reddito e analisi delle politiche economiche per la Regione Marche*, Giuffrè, Milano.

In queste realtà, un assetto basato sulla concentrazione della proprietà e sulla la personalizzazione delle relazioni se, da un lato, permette di gestire la complessità gestionale con bassi costi di struttura ed elevata flessibilità operativa, dall'altro lato deve fare i conti con le difficoltà di crescita in attività ad alto tasso di innovazione e a redditività differita, che richiedono ingenti investimenti. Infatti, il processo di crescita è ostacolato da due problemi: un gap di conoscenze e un gap di risorse finanziarie. Pertanto, se la piccola impresa vuole colmare tali gap e procedere nel percorso di sviluppo, deve accettare il rischio di perdere il controllo familiare o di mantenerlo ma con una gestione manageriale, in ogni caso con tutti i problemi legati alla separazione tra proprietà, controllo e gestione⁴¹.

Le principali indagini condotte sulle imprese minori hanno evidenziato il fenomeno del controllo familiare, un elevato grado concentrazione del capitale e una bassa propensione a ricorrere a dirigenti di provenienza esterna⁴². Alla luce delle considerazioni di cui sopra, la seconda sezione del questionario ha indagato alcuni aspetti relativi alla struttura proprietaria e alla gestione delle imprese del campione, come l'esercizio del potere di gestione e le forme di concentrazione aziendale.

Dalla disamina delle risposte si rileva come la struttura proprietaria sia saldamente nelle mani del soggetto proprietario o di pochi soci, spesso di origine familiare, tanto che sembra che l'impresa si identifichi, quasi completamente, con l'imprenditore, così come evidenziato in letteratura⁴³. Le Figura 4.8 e 4.9 evidenziano: sia il numero limitato dei soci, circa l'80% delle imprese esaminate ha quattro soci e solo in un caso – corrispondente a una S.p.a. – il numero di soci è più

⁴¹ JENSEN M. C., MECKLING W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", cit.; ROE, M. J. (1996), *Strong managers, weak owners: The political roots of American corporate finance*. Princeton University Press.

⁴² UNICREDIT (2011), "Undicesima indagine sulle imprese manifatturiere italiane", cit.; ISTAT (2013), *Rapporto annuale sul 2012*, cit.; ISTAT (2014), *Rapporto annuale sul 2013*, cit.;

⁴³ PAOLONI M. (2003), *La crisi della piccola impresa tra liquidazione e risanamento*, cit.

considerevole; sia la presenza di soci appartenenti prevalentemente al gruppo familiare.

Figura 4.8 – Numero dei soci

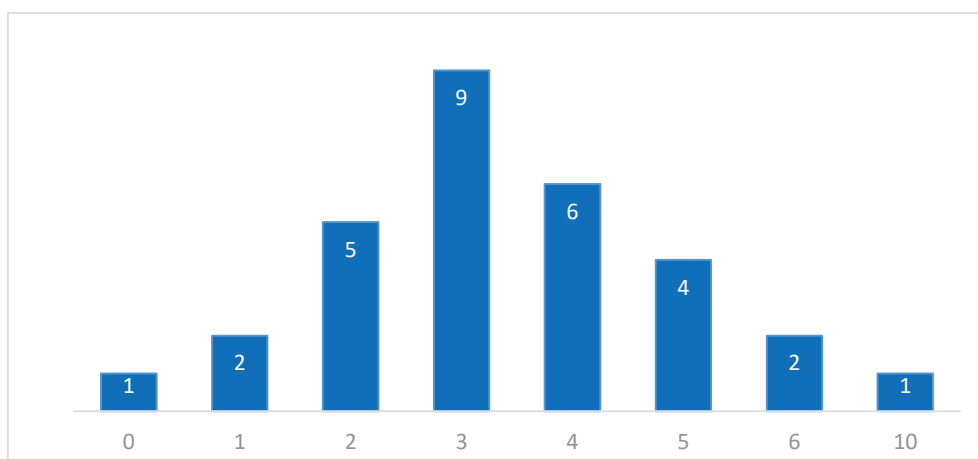
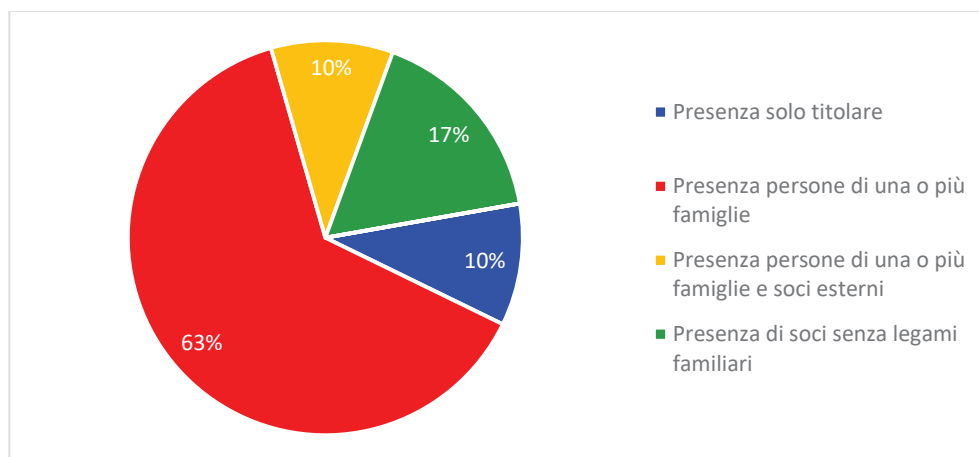


Figura 4.9 – Tipologia di struttura proprietaria



Le imprese rispondenti si qualificano essenzialmente come imprese a carattere familiare. Infatti, in tre casi si rileva la “presenza del solo titolare”, essendo aziende individuali o S.r.l. unipersonali, e in cinque imprese la presenza di “soci senza legami familiari”. Nella maggioranza dei rispondenti, oltre il 70%, i soci sono

rappresentati solo “persone di una o più famiglie” o “persone di una o più famiglie e soci esterni”. In particolare nelle imprese familiari sono coinvolte fino a due generazioni nel 75% dei casi esaminati, tre o più generazioni nel restante 25%.

Inoltre, la quota di capitale posseduta dall’imprenditore e dalla sua famiglia è preponderante rispetto alla presenza di altri azionisti (nel questionario rientranti nelle categorie “altre persone fisiche” e “altre imprese”). Di seguito si riportano le statistiche descrittive in relazione alla concentrazione della struttura proprietaria (Tabella 4.22).

Tabella 4.22 – Concentrazione della struttura proprietaria

Concentrazione proprietaria		
Media	Mediana	Deviazione standard
0,83	1	0,26

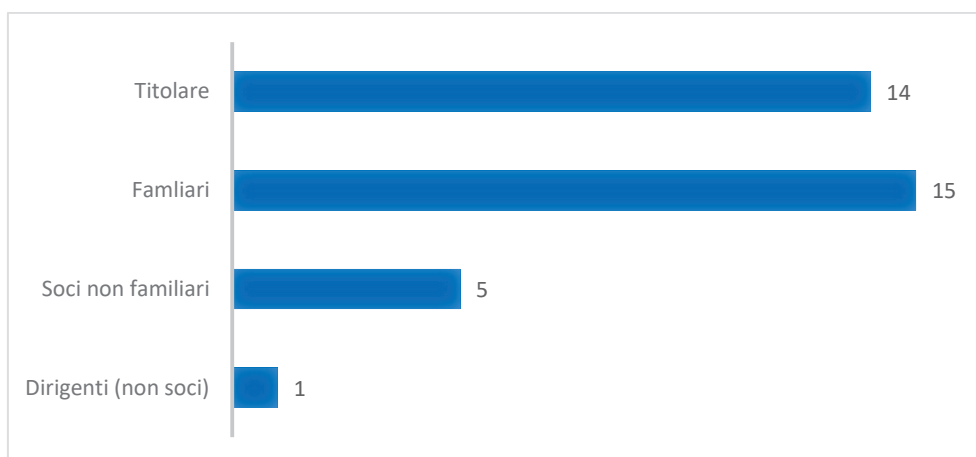
Tale risultato sottende alcune criticità in una prospettiva di crescita e sviluppo delle imprese rispondenti. In particolare, la concentrazione degli assetti proprietari può costituire un ostacolo non solo alla raccolta di capitale sul mercato, ma anche ad alleanze strategiche tra imprese. Infatti, la volontà di mantenere l’indipendenza e il controllo della gestione aziendale, tipica delle piccole imprese familiari, una volta esaurita la capacità di autofinanziamento, frena l’apertura del capitale a terzi soggetti esterni e determina la scelta della forma di debito, andando a plasmare il comportamento finanziario delle piccole imprese⁴⁴.

Infine, come ci si attendeva, nelle imprese rispondenti, la gestione è essenzialmente nelle mani dell’imprenditore e della sua famiglia, o comunque di soci anche se non familiari, risultato coerente con la concentrazione della proprietà

⁴⁴ COSH A., HUGHES A. (1994), “Size, financial structure and profitability”, cit; MISHRA C.S., MCCONAUGHY D.L. (1999), “Founding Family control and capital structure: the risk of loss of control and aversion to debt”, cit.

nelle mani dell'imprenditore. Solo in un caso, riferito a una S.p.a., ci troviamo in presenza di una gestione manageriale, affidata a soggetti esterni (Figura 4.10).

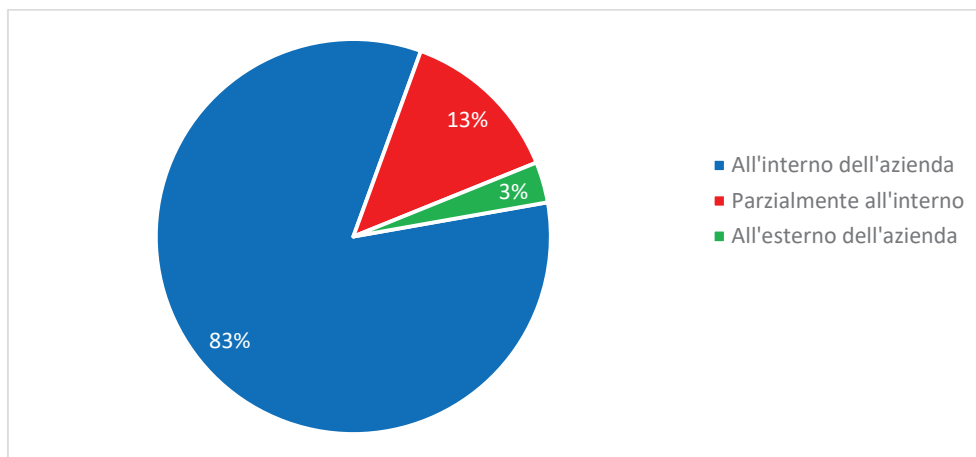
Figura 4.10 – Soggetti che gestiscono l'azienda



4.3.4. I risultati dell'analisi: il ruolo della funzione finanziaria

Analizzando il ruolo svolto dalla funzione finanziaria nell'ambito della struttura aziendale, si evidenzia che l'83% delle imprese rispondenti svolge la funzione interamente al proprio interno, il 13% parzialmente all'interno e solo un'impresa delega l'attività all'esterno (Figura 4.11). L'alta percentuale di attività finanziaria svolta internamente non deve però essere interpretata come esistenza di una funzione aziendale ad hoc. Infatti, trattandosi essenzialmente di micro e piccole imprese, che normalmente non hanno un organigramma ben formalizzato e strutturato, l'attività finanziaria, nelle imprese del campione, è svolta essenzialmente dall'imprenditore-soci (70%) o dal direttore amministrativo (17%). Solo in un caso è presente il direttore finanziario e, nell'impresa che svolge l'attività all'esterno, questa è affidata al commercialista.

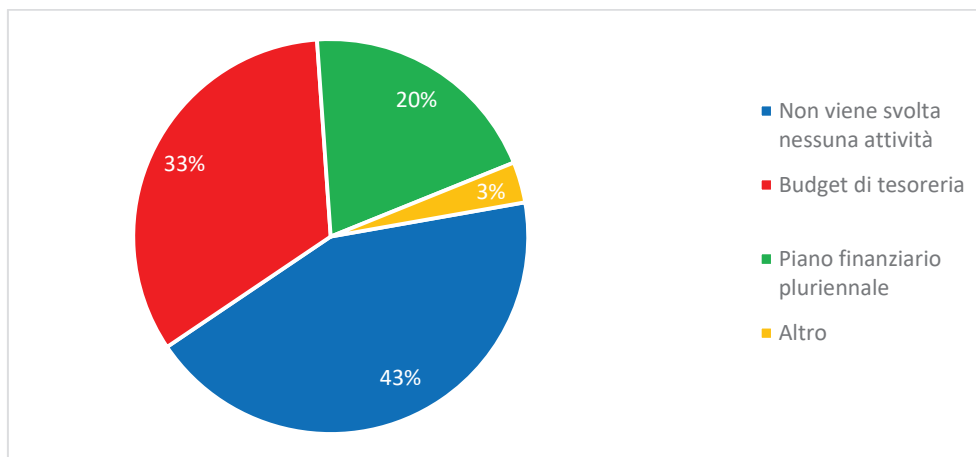
Figura 4.11 – Gestione attività finanziaria



Poco meno della metà delle imprese rispondenti, circa il 43%, non svolge nessuna attività di pianificazione finanziaria. Tra la restante parte delle imprese che svolgono tale attività (57%) prevale l'utilizzo di strumenti di breve periodo: il 33% delle imprese rispondenti ricorre al budget di tesoreria, il 20% redige piani finanziari pluriennali e un'impresa dichiara di effettuare la pianificazione sulla base degli investimenti (Figura 4.12). Suddividendo le risposte per classi dimensionali, si rileva che all'aumentare della dimensione si ricorre a una maggiore pianificazione finanziaria. Non svolgono attività finanziaria il circa il 40% delle micro e delle piccole imprese, contro nessuna impresa media. Il budget di tesoreria risulta lo strumento di pianificazione più utilizzato non solo nelle micro e piccole imprese, ma anche nelle medie. Infine il piano finanziario pluriennale rappresenta lo strumento meno utilizzato⁴⁵.

⁴⁵ Un po' inaspettato è il risultato delle medie imprese, alle quali non corrisponde una crescente complessità degli strumenti di pianificazione finanziaria. Tuttavia, nella valutazione di tale risultato si deve considerare il numero esiguo delle imprese medie rispondenti.

Figura 4.12 – Svolgimento della pianificazione finanziaria



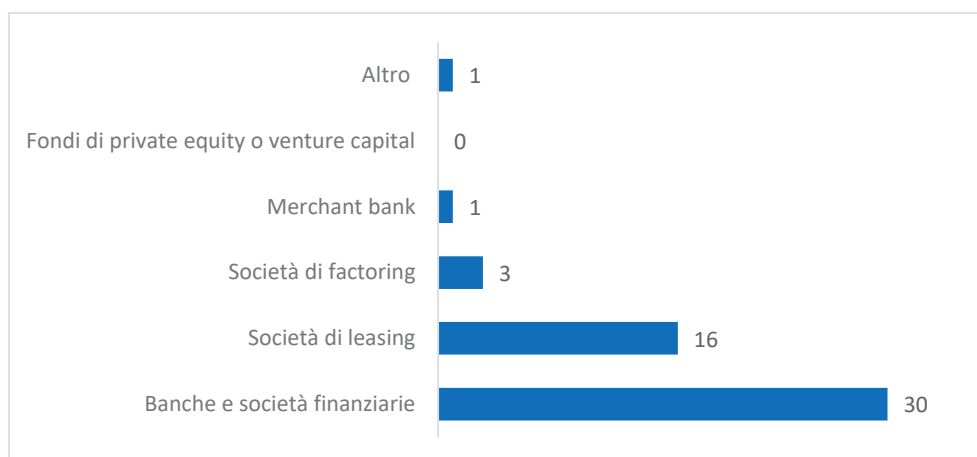
Gli investitori nel capitale proprio del campione di imprese rispondenti sono costituiti prevalentemente dall'imprenditore e da componenti del gruppo familiare, per il 15,5% da privati e per l'1,5% da intermediari finanziari (banche). Solamente due piccole imprese industriali sono state contattate da altri intermediari finanziari, come fondi di *private equity* o *venture capital*, senza mostrare però interesse al riguardo; mentre circa il 20% delle imprese rispondenti ha dichiarato la propria disponibilità ad aprire il capitale a eventuali a investitori esterni (di queste oltre il 50% sono imprese familiari).

Analizzando l'incidenza dei debiti finanziari sul totale attivo del campione e individuando tre livelli di indebitamento (basso inferiore al 25%, medio compreso tra 25% e 50%, elevato superiore al 50%) si rileva che il 32% delle imprese rispondenti ha un basso grado di indebitamento, seguito dal 50% con debiti finanziari a un livello medio e il restante 18% a un livello elevato (la media per le imprese del campione Confidi si attesta su valori leggermente superiori al 40%).

Dall'esame delle risposte sulla tipologia di intermediari finanziari con cui le imprese rispondenti intrattengono rapporti, emerge l'assoluta dominanza delle banche, il cui operato è affiancato da società di leasing in poco più del 50% dei casi

e da società di factoring nel 10%. Solo un'impresa ricorre, oltre alle banche, anche a banche d'affari (Figura 4.13).

Figura 4.13 – Intermediari finanziari con cui operano le imprese rispondenti (più risposte)



Sulla base delle considerazioni fin qui svolte, si può dedurre che la raccolta di risorse finanziarie non avviene tramite il mercato dei capitali. Infatti, nessuna delle imprese del campione raccoglie fondi né sotto forma di azioni, né di obbligazioni o altra tipologia di valori mobiliari.

4.3.5. I risultati dell'analisi: il rapporto banca-impresa

In questa parte si analizza in modo più diretto e dettagliato la relazione tra il sistema bancario e le imprese rispondenti, anche in considerazione del peso rilevante dell'indebitamento finanziario, e bancario in particolare, tra le imprese Confidi.

Le domande sono state articolate in modo da individuare il numero medio di intermediari creditizi con cui le imprese si rapportano, per comprendere i motivi che stanno alla base della scelta della banca e la presenza di fattori che possono ostacolare l'erogazione del finanziamento. Inoltre, muovendo dal nuovo *framework* bancario introdotto dagli "Accordi di Basilea", si è cercato di evidenziare gli

eventuali cambiamenti attuati dalle banche nei confronti delle imprese rispondenti in termini di condizioni contrattuali applicate e di comportamenti rilevati su altri fronti.

Dalle risposte del questionario emerge che il numero delle banche con cui le imprese intrattengono rapporti finanziari è rilevante: circa il 43% del campione dichiara di avvalersi di non più di tre istituti di credito, contro il 33% che frammentano le relazioni bancarie su più di cinque istituti, con un valore medio pari a 4,6 (il valore mediano è pari a quattro). La suddivisione per classi dimensionali evidenzia come all'aumentare della dimensione cresce il numero di banche affidanti, così come enunciato teoricamente⁴⁶, anche se con valori superiori rispetto a quelli risultanti da altre indagini⁴⁷. Le microimprese hanno un numero di relazioni più limitato con gli istituti di credito: il 67% ha rapporti con meno di tre banche contro il 29% delle piccole imprese; mentre nessuna micro impresa ha rapporti con più di cinque banche contro il 53% delle piccole (Tabella 4.23).

Tabella 4.23 – Numero delle banche affidanti

	≤3 banche	4-5 banche	>5 banche	Media	Mediana	Dev. Std.
Micro imprese	6	3	0	2,7	3	1,5
Piccole imprese	5	3	9	5,5	6	2,1
Medie imprese	1	1	2	6,25	6,5	2,4

Una possibile spiegazione di questo elevato fenomeno di multi-affidamento può essere correlata alla maggiore esposizione delle imprese rispondenti verso il sistema bancario. In altri termini, il maggior ricorso alle banche può essere dovuto a necessità finanziarie: più banche significano più affidamenti e quindi più risorse

⁴⁶ BOOT A.W., THAKOR A. V. (2003), "The economic value of flexibility when there is disagreement. *CEPR Discussion Paper*, n.3709; PELLICIONI G., TORLUCCIO, G. (2007), Il rapporto banca-impresa: le determinanti del multiaffidamento in Italia, in MONFERRÀ S. (a cura di), *Il rapporto banca-impresa in Italia*, Bancaria Editrice, Roma.

⁴⁷ UNICREDIT (2012), "La digitalizzazione delle imprese italiane: efficienza, innovazione e conquista di nuovi mercati", *Osservatorio Unicredit Piccole Imprese*, cit., p.163; ACCETTURO A. et al. (2013), cit., p.67; DE MITRI S., DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., NIGRO V. (2013), cit., pp.23-24.

a disposizione, stante la non volontà o la non convenienza di forme di accesso diretto al mercato dei capitali⁴⁸. Tuttavia, questo elevato grado di frammentazione dei rapporti bancari rappresenta un elemento di debolezza nel rapporto banca-impresa, perché se permette alle imprese di ottenere maggior credito durante le fasi espansive del ciclo, le assoggetta però a maggiori rischi di rifinanziamento nelle fasi negative⁴⁹.

In linea con quanto visto circa il numero dei rapporti con le banche finanziatrici, è il risultato del quesito relativo all'utilizzo di una banca di riferimento: solo il 40% del campione intrattiene rapporti con una banca di riferimento, mentre per la restante parte delle imprese le relazioni sono meno stabili⁵⁰.

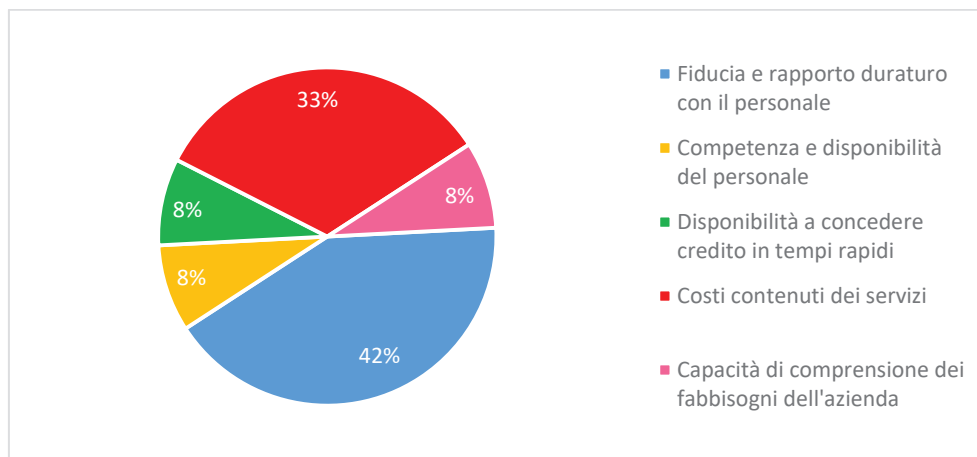
Per quanto riguarda i motivi che spingono le imprese del campione a scegliere la banca di riferimento, i maggiori fattori di selezione sono rappresentati soprattutto dal rapporto instaurato con il personale bancario (per la fiducia e la relazione duratura e per la sua competenza e disponibilità), per circa il 50% dei rispondenti, e dal costo contenuto dei servizi, per il 33% delle imprese. Tra gli elementi meno rilevanti troviamo la disponibilità a concedere credito in tempi brevi e la capacità di comprensione dei fabbisogni aziendali (Figura 4.14).

⁴⁸ COSCI S., MELICIANI V. (2006), "Multiple Banking Relationships and Over-Leverage in Italian Manufacturing Firms", in *The Manchester School*, n.74, pp.78-92.

⁴⁹ ONGENA S., SMITH D.C. (2000), "What determines the number of bank relationship? Cross-country evidence", cit.

⁵⁰ DETRAGIACHE E. - GARELLA P. - GUISO L. (2000), "Multiple versus single banking relationships: Theory and evidence", in *Journal of Finance*, n.55, pp.1133-1161.

Figura 4.14 – Fattori rilevanti nella scelta della banca di riferimento

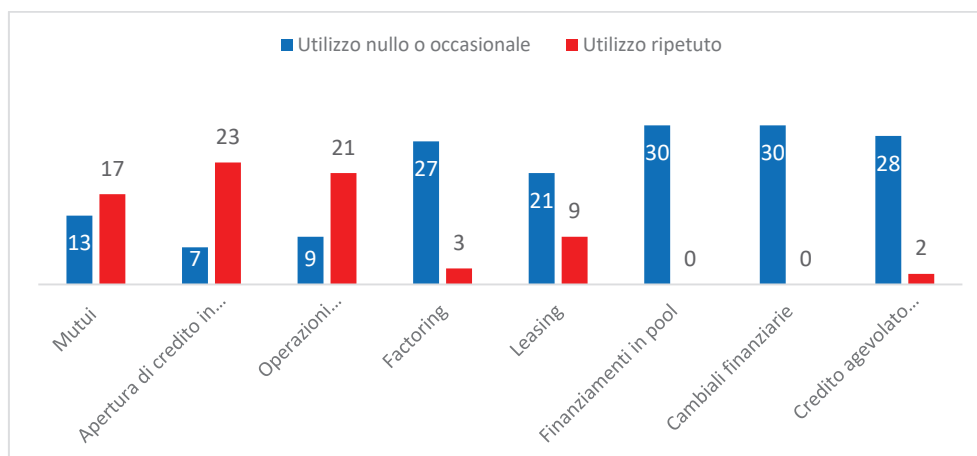


Dall’analisi delle tipologie di finanziamento bancario emerge come le forme tecniche più utilizzate siano rappresentate dallo scoperto di conto corrente, dalle operazioni autoliquidanti e dai mutui (Figura 4.15). Infatti buona parte delle imprese rispondenti ricorre all’apertura di credito in conto corrente, sia singolarmente che congiuntamente ad altre forme tecniche, un numero altrettanto rilevante utilizza in modo ripetuto operazioni di smobilizzo (sconto, anticipi s.b.f., anticipazioni, ecc.) e più della metà ha contratto stabilmente mutui.

Minore risulta l’utilizzo di altre forme come leasing, factoring e credito agevolato, mentre è nullo l’utilizzo di forme tecniche più innovative e avanzate. Dati, questi, in linea con altre indagini relative alle PMI⁵¹.

⁵¹ CARUSO A., PALMUCCI F. (2008), “Scelte di finanziamento della crescita: un’indagine sulle PMI italiane”, *Banca Impresa Società*, n.3, pp.453-476; BIRINDELLI G., MODINA M. (a cura di) (2010), *Imprese, Banche e finanza*, cit., pp.74-75.

Figura 4.15 – Forme tecniche di finanziamento utilizzate



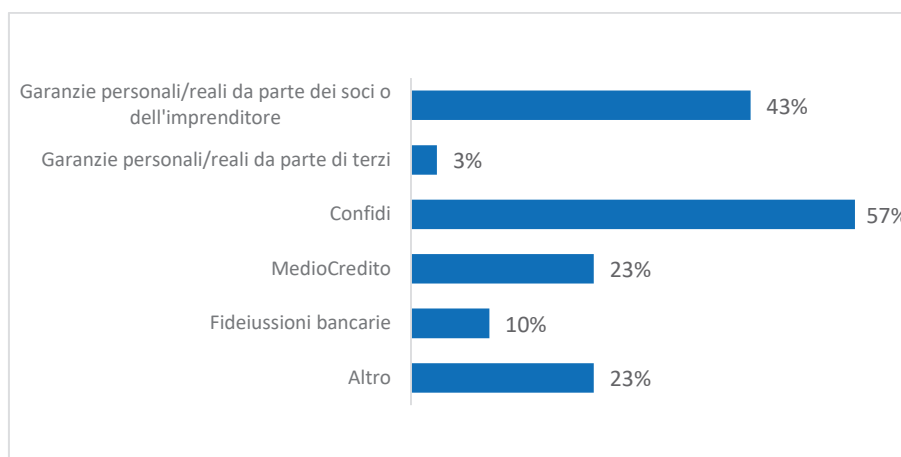
Queste risposte evidenziano una prevalenza delle forme di finanziamento a breve termine, coerenti con il maggior peso dell'indebitamento bancario a breve termine che caratterizza le imprese del campione Confidi. Se l'utilizzo di tali forme risponde all'esigenza della banca di monitorare una clientela caratterizzata da elevata opacità informativa, dal lato delle imprese, a fronte della relazione di tipo informale costruita, si evidenzia una maggiore esposizione a rischi di rifinanziamento⁵².

Tra le garanzie rilasciate a fronte dei finanziamenti ottenuti, il ricorso alle garanzie del Confidi e le garanzie reali e personali prestate dall'imprenditore rivestono un ruolo preponderante nei rapporti con il sistema bancario (Figura 14.16). Quasi il 75% delle imprese rispondenti ha utilizzato una di queste due garanzie, sia singolarmente sia associata ad altre tipologie. Inoltre, dall'esame delle risposte, si evidenzia che sia le garanzie personali o reali prestate da terzi, sia le fidejussioni bancarie a garanzia dei finanziamenti assumono un peso marginale e vengono utilizzate sempre associate ad altri tipi di garanzia. L'esame della risposta "altro" evidenzia che circa il 20% non ricorre ad alcun tipo di garanzia, mentre

⁵² FORESTIERI G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese.", cit.

un'impresa dichiara di aver dovuto acquistare titoli della banca per poter ottenere il prestito.

Figura 44.16 – Garanzie richieste dalle banche affidanti (più risposte)

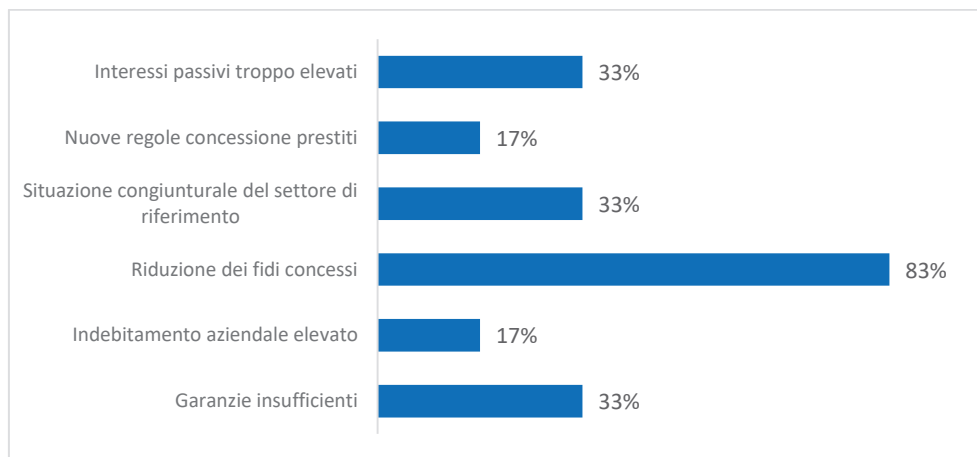


In prospettiva, queste dinamiche possono appesantire le condizioni di accesso al credito, sia per ragioni contingenti che regolamentari. Le maggiori criticità si riferiscono alle imprese che fanno ampio ricorso a garanzie reali e personali e a fideiussioni bancarie, perché gli effetti della crisi sulla ricchezza personale e sul patrimonio dell'impresa contribuiscono a rafforzare i vincoli finanziari cui sono assoggettate. Risulta quindi necessario un rafforzamento patrimoniale delle imprese del campione.

La disamina delle eventuali difficoltà incontrate dalle imprese nell'accesso al credito, negli ultimi anni, evidenzia che solo il 20% delle imprese ha incontrato ostacoli nell'ottenimento dei finanziamenti (Figura 4.17). Tra i vincoli maggiormente riscontrati la quasi totalità delle imprese evidenzia una riduzione dei fidi concessi⁵³.

⁵³ Nella Relazione Annuale della Banca d'Italia per il 2012 si sottolinea come nel 2012 il credito alle imprese si sia ridotto per la seconda volta dall'inizio della crisi finanziaria. La diminuzione dei prestiti bancari è stata del 2,1% su base annua, con contrazioni maggiori per le piccole imprese e per i comparti manifatturiero e dei servizi.

Figura 4.17 – Fattori ostativi nell’erogazione dei finanziamenti (più risposte)



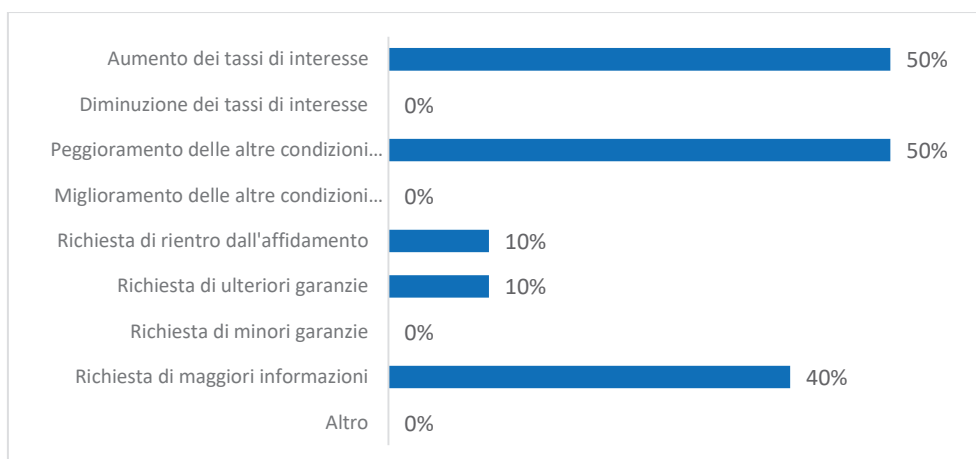
A tale difficoltà generalizzata si affiancano altri fattori ostativi quali: il costo del finanziamento ritenuto troppo elevato; il giudizio negativo della banca sia sulla situazione congiunturale del settore, sia sul livello eccessivo dell’indebitamento, sia ancora sull’insufficienza delle garanzie richieste. Non si riscontrano, invece difficoltà legate all’incapacità di comunicare adeguatamente con i finanziatori. I fattori ostativi sono stati riscontrate indistintamente da micro, piccole e medie imprese.

L’ultima parte del questionario è dedicata a evidenziare le eventuali modifiche, positive o negative, che gli “Accordi di Basilea” hanno portato nelle dinamiche relazionali tra banche e imprese.

A fronte di circa due terzi di imprese rispondenti che dichiara di non aver constatato modifiche rilevanti nei rapporti con il sistema bancario, in seguito all’entrata in vigore di tali accordi, il restante 33%, invece, evidenzia una modifica di tali relazioni, esprimendo un giudizio esclusivamente negativo. Tra le principali modifiche peggiorative del comportamento bancario rientrano: innanzitutto, l’aumento dei tassi d’interesse e delle altre condizioni bancarie che hanno interessato la quasi totalità delle imprese; la richiesta di maggiori informazioni che

è stata rilevata in misura prevalente dalle piccole imprese; infine, la richiesta di ulteriori garanzie e di rientro dall'affidamento, avanzata dalla propria banca (Figura 4.18).

Figura 4.18 – Modifiche dei rapporti bancari dopo introduzione “Accordi di Basilea” (più risposte)



Questi risultati sono sostanzialmente in linea con i dati Invid che evidenziano, come tra i fattori che più hanno influenzato negativamente il rapporto bancario, negli ultimi anni, rientrano soprattutto l'andamento dei tassi d'interesse praticati e dei costi accessori. Ad essi si affiancano anche le garanzie e la complessità delle informazioni aziendali richieste, che aumentano di importanza⁵⁴.

4.3.6 Considerazioni conclusive

L'indagine tramite questionario, condotta su un campione di trenta micro, piccole e medie imprese della provincia di Ancona, ha consentito di approfondire l'esame delle scelte di finanziamento delle imprese Confidi, già iniziato con l'analisi sui dati di bilancio. I principali risultati ottenuti sono sintetizzati di seguito.

⁵⁴ BANCA D'ITALIA (2013), "Indagine sulle imprese industriali e dei servizi. Anno di riferimento 2012", *Supplementi al Bollettino Statistico*, n.38.

In primo luogo, l'analisi dell'assetto proprietario ha evidenziato sia come la proprietà è saldamente in mano al titolare o a pochi soci (circa l'80% delle imprese esaminate ha meno di quattro soci), sia la presenza di soci appartenenti prevalentemente al gruppo familiare. La quota di capitale posseduta dall'imprenditore e dalla sua famiglia è mediamente dell'83%. Questo assetto, basato sulla concentrazione proprietaria, costituisce un ostacolo sia alla raccolta di capitale sul mercato, sia ad alleanze strategiche tra imprese, sia alla crescita in attività ad alto tasso di innovazione e a redditività differita, che richiedono un ingente fabbisogno finanziario e quindi elevati finanziamenti. Infatti, la volontà di mantenere l'indipendenza e il controllo dell'impresa frena l'apertura del capitale a soggetti esterni (due piccole imprese industriali del campione sono state contattate da fondi di investimento senza mostrare interesse all'offerta). A questo si aggiunge che, negli ultimi anni di crisi, l'autofinanziamento non ha rappresentato più una fonte stabile di copertura del fabbisogno finanziario per le PMI e il numero limitato di soci rende gli eventuali nuovi apporti di capitale poco rilevanti, per la scarsità risorse da immettere nell'impresa come capitale di proprietà. All'interno del quadro tratteggiato si capisce come il ricorso all'indebitamento rappresenti la principale fonte di finanziamento, andando a plasmare il comportamento delle piccole imprese. Al riguardo, l'esame delle risposte sulla tipologia di intermediari finanziari con cui le imprese rispondenti intrattengono rapporti, evidenzia l'assoluta dominanza degli intermediari bancari.

L'analisi del ruolo svolto dalla funzione finanziaria ha messo in evidenza che, sebbene non esista una funzione ad hoc all'interno della struttura aziendale (l'attività finanziaria è svolta essenzialmente dall'imprenditore o dai soci nel 70% delle imprese), oltre il 50% degli intervistati svolge attività di pianificazione finanziaria, anche se prevale l'utilizzo di strumenti meno sofisticati, di breve periodo, come il budget di tesoreria.

Infine, considerato che l'indebitamento bancario si configura come la principale, se non unica fonte di finanziamento esterno, si è approfondito l'esame della natura del rapporto, nel territorio della provincia di Ancona, tra la banca e le imprese del campione, di cui vengono riportate le principali caratteristiche.

Il numero medio di intermediari creditizi con cui le imprese rispondenti si rapportano presenta un valore medio pari a 4,6, superiore a quello di altre indagini, con un aumento del numero degli intermediari al crescere della dimensione. La spiegazione di tale fenomeno, più che nell'ottenimento di migliori condizioni contrattuali attraverso la concorrenza tra banche (che non trova riscontro nell'esame dei fattori che ne influenzano il rapporto), sembra legata alla maggiore esposizione delle imprese verso il sistema bancario. In altri termini, il ricorso a più banche può essere dovuto alle necessità finanziarie già evidenziate: più banche significano più affidamenti e quindi più risorse a disposizione. Solo il 40% del campione intrattiene rapporti con una banca di riferimento, che viene scelta soprattutto per la relazione instaurata con il personale e per il costo contenuto dei servizi. L'elevata frammentazione dei rapporti bancari rappresenta, però, un elemento di debolezza nel rapporto banca-impresa, perché se permette alle imprese di ottenere maggior credito durante le fasi espansive del ciclo, le assoggetta a maggiori rischi di rifinanziamento nelle fasi negative.

Con riferimento alla dimensione dell'accesso al credito, il 20% delle imprese del campione sottolinea l'esistenza di difficoltà nell'ottenimento di prestiti, condizione che si è riflessa principalmente nella riduzione dei fidi concessi, oltre che nell'aumento dei tassi d'interesse e delle garanzie richieste. Le garanzie del Confidi Ancona e le garanzie reali e personali rilasciate dall'imprenditore assumono un peso preponderante nel rapporto con il sistema bancario. In merito all'impatto degli "Accordi di Basilea", circa un terzo del imprese del campione

segnala un peggioramento delle relazioni con la banca, legato all'inasprimento delle condizioni contrattuali e alle maggiori informazioni richieste.

Infine, in tema di offerta di prodotti e servizi bancari, le imprese del campione ricorrono esclusivamente ai prodotti più tradizionali, utilizzando in prevalenza forme tecniche di finanziamento a breve termine, in coerenza con l'elevato peso dei debiti bancari a breve termine dell'aggregato Confidi, anche se il loro utilizzo non sembra essere sempre destinato alla copertura del circolante, con le relative conseguenze sull'equilibrio patrimoniale e finanziario.

CONCLUSIONI

La ricerca ha preso in esame l'analisi delle scelte di finanziamento delle micro, piccole e medie imprese della provincia di Ancona, delle logiche che guidano le decisioni del soggetto aziendale e dei vincoli cui sono assoggettate, oltre che dell'impatto di tali scelte sulla loro struttura finanziaria. In particolare, si è cercato di verificare alcuni aspetti specifici, quali la presenza e il ruolo dell'autofinanziamento, l'esistenza di *equity gap*, il peso dell'indebitamento, gli effetti prodotti dalla crisi finanziaria sulle performance aziendali, sulla liquidità e sugli investimenti e, infine, la capacità di tali imprese di operare in condizioni di equilibrio patrimoniale-finanziario.

La metodologia seguita è di tipo induttivo - deduttivo. Il presente lavoro di tesi, partendo dai principali orientamenti dottrinali nazionali e internazionali sul tema della definizione della struttura finanziaria e delle sue implicazioni per le imprese minori, ma soprattutto attraverso le due fasi di ricerca empirica, ha cercato di delineare e contestualizzare le caratteristiche di tale struttura e i fattori che influenzano le scelte di finanziamento del soggetto aziendale di un campione di micro, piccole e medie imprese operanti nella provincia di Ancona.

Il metodo di ricerca che è stato utilizzato per indagare le scelte di finanziamento delle imprese minori è quello quantitativo; il lavoro impiega, quali fonti dei dati, sia i documenti aziendali acquisiti dalla "banca dati" del Confidi Ancona, sia i dati raccolti tramite indagine campionaria e si avvale, come strumento per la loro elaborazione e analisi, di modelli statistici. L'analisi dei dati è stata effettuata applicando le principali statistiche descrittive.

Alla luce di quanto analizzato e revisionato teoricamente, si può innanzitutto dire che le scelte finanziarie sono importanti per una gestione aziendale efficace ed efficiente, economica e redditizia, ma che non esiste un principio aziendale, una

qualsiasi regola, nonostante le numerose teorie in materia, per la risoluzione del *capital structure puzzle*, a maggior ragione per le piccole imprese. Ogni considerazione in merito alla loro struttura finanziaria non può prescindere, in modo diretto e personale, dalle caratteristiche specifiche e dal comportamento finanziario delle stesse imprese.

In un'ottica economico-aziendale, infatti, la composizione delle fonti di finanziamento e la determinazione della struttura finanziaria "ottimale" non è soggetta a nessuna formula meccanicistica che riproduca il comportamento di soggetti teorici, perché è il soggetto economico a stabilire quale sia la composizione preferibile e ad adattarla in relazione al mutamento delle condizioni ambientali e interne, per il raggiungimento delle condizioni di equilibrio, in modo da garantire la continuità aziendale.

In un'ottica di finanza aziendale, l'analisi del comportamento finanziario delle piccole imprese ha evidenziato una limitata pluralità di fonti di finanziamento, la presenza di opacità informativa e un modello proprietario e di governo di tipo chiuso e concentrato, a carattere prevalentemente familiare. Di conseguenza, la struttura finanziaria delle piccole imprese è relativamente semplice: è prevalente il ricorso al debito, soprattutto bancario e a breve termine, mentre è contenuto il finanziamento di capitale proprio ed è assolutamente marginale la sua apertura a soggetti esterni. Questo deriva anche dall'avversione al rischio e alla perdita del potere di controllo da parte dell'imprenditore.

Tra le teorie sulla struttura finanziaria, quella che sembra meglio giustificare il maggior ricorso al debito da parte delle piccole e medie imprese è la *Pecking Order Theory* adattata. Secondo questa teoria le piccole e medie imprese mostrano una preferenza per l'autofinanziamento e per l'*equity* interno, seguito dal ricorso al debito nel caso in cui le fonti interne non fossero sufficienti a coprire il fabbisogno finanziario. Infatti l'avversione dell'imprenditore a divulgare informazioni

riservate e ad allargare la compagine sociale rende marginale il ricorso all'*equity* esterno. La piccola e media impresa preferisce ricorrere al canale bancario e operare con più intermediari, perché tale finanziamento presenta costi più bassi e minore necessità di trasparenza informativa rispetto al ricorso al mercato del capitale di rischio.

La struttura del sistema economico italiano conferma le caratteristiche richiamate dai contributi teorici. Le piccole e medie imprese presentano un livello di indebitamento elevato, con prevalenza di forme tradizionali di finanziamento bancario a breve termine, e una struttura proprietaria concentrata a carattere tipicamente familiare. Questi fattori, fortemente correlati, rappresentano uno dei maggiori ostacoli alla crescita del nostro sistema economico. Infatti, in un mercato sempre più globale e competitivo, la capacità delle imprese di innovare e di svilupparsi richiede la necessità di competenze manageriali qualificate, di conoscenze avanzate e di risorse adeguate a sostenere tale processo. Il ricorso al capitale di rischio, più che al sistema bancario, rappresenta il propellente ideale a sostenere lo sviluppo e a finanziare l'innovazione. Di fatto tali caratteristiche sono appannaggio delle grandi imprese, perché il modello proprietario e di governo delle piccole imprese non può garantire né un sistema complesso di competenze funzionali alla crescita, né la copertura di un fabbisogno finanziario crescente che non può dipendere esclusivamente dall'indebitamento.

L'analisi teorica svolta trova sostanzialmente conferma nella realtà delle piccole imprese, come è emerso dalla ricerca empirica.

L'analisi empirica ha cercato di evidenziare la presenza delle caratteristiche assunte dal fenomeno in un campione di imprese minori operanti nel territorio della provincia di Ancona, valutandone la rispondenza ai contributi teorici delineati nella trattazione. Essa si è sviluppata su due diverse ma complementari prospettive di analisi. La prima parte è stata condotta mediante l'analisi dei dati di bilancio,

avvalendosi dei principali indicatori per la valutazione del complessivo equilibrio finanziario e patrimoniale. La seconda parte dell'analisi, svolta tramite un'indagine campionaria, ha indagato su assetti proprietari, ruolo della funzione finanza e rapporti con il sistema finanziario per evidenziare le motivazioni che stanno alla base del comportamento delle aziende esaminate nelle proprie scelte di finanziamento.

La particolarità e la diversità di tale ricerca, rispetto alle tante altre indagini sull'argomento, è quella di mettere in luce un "mondo invisibile" di micro e piccole imprese, sia pure riferito a uno specifico ambito territoriale, che tanta importanza rivestono nel sistema produttivo italiano. La maggior parte delle realtà esaminate si riferisce a imprese individuali e società di persone, non obbligate alla divulgazione del bilancio, o a società di capitali tenute sì alla sua pubblicazione, ma che lo redigono in forma abbreviata, fornendo informazioni minime. La banca dati utilizzata del Confidi Ancona ha permesso di far emergere questo potenziale inespresso, rappresentato da situazioni sfuggono totalmente o per aspetti significativi alle "centrali sui bilanci" o alle banche dati specializzate, limitandone le indagini, non per loro carenza ma per oggettiva impossibilità di osservazione.

Una criticità di questo lavoro è rappresentata dal numero limitato di imprese prese in considerazione (soprattutto nell'indagine tramite questionario) e dal fatto che non si sono considerate le tante, analoghe realtà presenti in altri contesti. Questo fatto non ci ha permesso di generalizzare i risultati ottenuti all'intero universo delle piccole imprese. Il riferimento ad anni tutti successivi alla crisi del sistema bancario e il mancato utilizzo di tecniche statistiche di correlazione tra i diversi elementi indagati rappresentano ulteriori limiti dello studio. ma può servire per un post-dottorato di questo ricercatore, o come base per altri ricercatori e futuro studi

L'indagine svolta sui dati di bilancio delle imprese dell'aggregato Confidi ha permesso di evidenziare alcune peculiarità relative alla loro struttura finanziaria,

che sono comuni alle micro e PMI italiane, in relazione alla scelta delle modalità di finanziamento e in relazione alla solidità patrimoniale-finanziaria.

Le disponibilità monetarie prodotte dall'autofinanziamento aziendale sono in diminuzione e risultano negative negli ultimi anni per due motivi. In primo luogo per la diminuzione della domanda globale che ha prodotto un calo generalizzato della produzione e dei ricavi di vendita. Si è, di conseguenza, verificata una caduta della redditività, calcolata dal rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto, cui si sono affiancati un aumento dell'incidenza degli oneri finanziari netti e un incremento della pressione fiscale. Circa un terzo delle piccole imprese del campione ha chiuso in perdita gli ultimi cinque anni. In secondo luogo nella gestione del capitale circolante operativo, le imprese del campione operano in condizioni di debolezza. Nel periodo, ciò che l'autofinanziamento genera è poi assorbito, in gran parte, dalla gestione crediti-debiti-scorte. Sono i segni evidenti della morsa dei clienti e dei fornitori sull'impresa dell'aggregato, che si è allentata solo in due esercizi. La media del periodo è però negativa, pari a un fabbisogno medio di circa 12 milioni annui. Di conseguenza l'autofinanziamento negli ultimi anni non ha più rappresentato una fonte stabile di copertura del fabbisogno finanziario per tali imprese e uno strumento per la loro crescita.

Il peso dei mezzi propri è limitato, con valori sempre inferiori al 20% (ma con valori mediani di poco superiori al 10%) del capitale investito, durante l'intero periodo di riferimento, indipendentemente dal fatto che di anno in anno vi siano realtà che entrano ed escono dall'aggregato. Si tratta ovviamente di una situazione di grande debolezza finanziaria (è il capitale proprio che deve finanziare l'innovazione e lo sviluppo), e ci si è chiesti se questo sia frutto di una scelta o di una serie di vincoli cui queste imprese sono soggette, ossia se siamo in presenza del modello "impresa povera-imprenditore ricco".

Nell'impossibilità di svolgere indagini patrimoniali sui soggetti proprietari, si è cercato di fornire una risposta indiretta. In base alle risultanze dell'indagine risulta che l'imprenditore presta normalmente proprie garanzie personali e reali per l'ottenimento di prestiti bancari; fatto questo che esclude che egli voglia tenere il proprio patrimonio personale al riparo dalle sorti dell'azienda. La spiegazione più ragionevole a questo livello di sottocapitalizzazione è che non derivi da una scelta, ma dalla presenza di un vincolo diffuso. Infatti, il numero limitato di soci, la forma giuridica prevalente, che richiede un ammontare limitato di capitale sociale, e il modello proprietario concentrato, a carattere essenzialmente familiare, fanno sì che per molte di queste imprese vi sia mancanza di importanti risorse da immettere come capitale di proprietà.

Si comprende come quanto indicato con riferimento all'autofinanziamento e alla presenza di capital proprio abbia forti ripercussioni sul piano finanziario. Le imprese del campione mostrano una forte indebitamento, con valori medi superiori all'80% (e valori mediani che sfiorano il 90%), lungo tutto il periodo osservazione, sia verso terzi, sia verso il sistema finanziario. All'interno dell'indebitamento è da evidenziare la prevalenza dei debiti a breve termine rispetto a quelli consolidati (valori medi rispettivamente pari a circa il 65% e il 20% del capitale investito) e dei debiti finanziari rispetto a quelli commerciali (rispettivamente circa il 40% e il 25%). Si deve anche segnalare che i debiti finanziari sono rappresentati quasi esclusivamente da prestiti bancari (valori medi superiori al 90%), soprattutto a breve termine, e per la parte residuale da finanziamenti dei soci e da obbligazioni, elemento tipico di realtà caratterizzate da gravi carenze nella raccolta di capitali a medio e lungo termine.

L'indebitamento finanziario assume un peso importante durante il periodo, ponendosi a valori che sono più che doppi rispetto al capitale proprio. Gli oneri finanziari, nel periodo assorbono in media oltre il 40% dei 226 milioni di euro di

marginale operativo generato dall'aggregato, con punte superiori al 50% in circa un quarto delle imprese, soprattutto del settore costruzioni.

Le caratteristiche della struttura finanziaria, considerando che il capitale investito è rappresentato in prevalenza dagli impieghi in attivo corrente, hanno comunque garantito alle imprese del campione di operare in condizioni di equilibrio patrimoniale-finanziario, come evidenziato dall'indice di copertura delle immobilizzazioni maggiore di uno, in tutti gli anni considerati. Deve essere però considerato che il capitale permanente è appena sufficiente a coprire gli impieghi durevoli, ma non riesce a coprire quella parte dell'attivo circolante stabilmente vincolata all'impresa, rendendo tale equilibrio abbastanza precario. Inoltre è in aumento il numero di imprese che non riesce a rispettare una corretta relazione tra durata delle fonti e degli impieghi.

Come conseguenza delle considerazioni svolte precedentemente, dall'indagine si evidenzia una struttura finanziaria estremamente vulnerabile e con un quadro significativamente più preoccupante, rispetto a quello di altre indagini tradizionali, per quanto riguarda la presenza di mezzi propri e di debiti finanziari.

Per meglio approfondire quanto la particolare struttura finanziaria delle piccole imprese esaminate sia il risultato delle scelte del soggetto economico e dei vincoli cui sono assoggettate, all'analisi su dati di bilancio è stata affiancata un'indagine campionaria. Quanto è emerso viene sintetizzato di seguito.

In primo luogo, l'analisi dell'assetto proprietario ha evidenziato come la proprietà sia saldamente in mano al titolare o a pochi soci (circa l'80% delle imprese esaminate ha meno di quattro soci), appartenenti prevalentemente al gruppo familiare. La quota di capitale posseduta dall'imprenditore e dalla sua famiglia è mediamente dell'83%. Inoltre la gestione è essenzialmente nelle mani dell'imprenditore e della sua famiglia, o comunque di soci anche se non familiari; solo in un caso, riferito a una S.p.a., ci troviamo in presenza di una gestione

manageriale, affidata a soggetti esterni. Questo assetto, basato sulla concentrazione proprietaria, costituisce un ostacolo alla raccolta di capitale sul mercato e allo sviluppo di attività ad alto tasso di innovazione che richiedono un ingente fabbisogno finanziario. Infatti, la volontà di mantenere l'indipendenza e il controllo dell'impresa frena l'apertura del capitale a soggetti esterni (due piccole imprese industriali del campione sono state contattate da fondi di investimento senza mostrare interesse all'offerta).

A questo si aggiunge che l'autofinanziamento non rappresenta più una fonte stabile di copertura del fabbisogno finanziario e che il numero limitato di soci rende gli eventuali nuovi apporti di capitale poco rilevanti, per la scarsità risorse da immettere nell'impresa come capitale di proprietà. All'interno di questo quadro il ricorso all'indebitamento rappresenta la principale fonte di finanziamento. Al riguardo, l'esame delle risposte sulla tipologia di intermediari finanziari con cui le imprese si rapportano, evidenzia l'assoluta dominanza degli intermediari bancari.

L'analisi del ruolo svolto dalla funzione finanziaria ha messo in evidenza che, sebbene non esista una funzione ad hoc all'interno della struttura aziendale (l'attività finanziaria è svolta essenzialmente dall'imprenditore o dai soci nel 70% delle imprese), oltre il 50% degli intervistati svolge attività di pianificazione finanziaria, anche se prevale l'utilizzo di strumenti meno sofisticati, di breve periodo, come il budget di tesoreria. La conseguenza è che la gestione finanziaria delle imprese esaminate risente degli interessi della famiglia e del suo grado di cultura finanziaria.

Data la rilevanza dell'indebitamento bancario tra le fonti di finanziamento esterno, l'indagine ha approfondito il rapporto tra la banca e le imprese esaminate. Al riguardo si evidenzia un elevato frazionamento dei rapporti bancari, con un valore medio di 4,6 banche, superiore a quello di altre indagini. La spiegazione di tale fenomeno, più che nell'ottenimento di migliori condizioni contrattuali

attraverso la concorrenza tra banche (che non trova riscontro nell'esame dei fattori che ne influenzano il rapporto), sembra legata alla maggiore esposizione delle imprese verso il sistema bancario. In altri termini, il ricorso a più banche può essere dovuto alle necessità finanziarie già evidenziate: più banche significano più affidamenti e quindi più risorse a disposizione. Inoltre, solo il 40% del campione intrattiene rapporti con una banca di riferimento, che viene scelta soprattutto per la fiducia nei confronti del personale, di cui si apprezza anche la competenza e la disponibilità, e per il costo contenuto dei servizi.

Con riferimento alla dimensione dell'accesso al credito, il 20% delle imprese del campione sottolinea l'esistenza di difficoltà nell'ottenimento di prestiti, condizione che si è riflessa principalmente nella riduzione dei fidi concessi, oltre che nell'aumento dei tassi d'interesse e delle garanzie richieste. Le garanzie del Confidi Ancona e le garanzie reali e personali rilasciate dall'imprenditore assumono un peso preponderante nel rapporto con il sistema bancario, a sancire una commistione tra impresa e imprenditore.

Infine, in tema di offerta di prodotti e servizi bancari, le imprese del campione ricorrono esclusivamente ai prodotti più tradizionali, utilizzando in prevalenza forme tecniche di finanziamento a breve termine, come aperture di credito e in conto corrente e operazioni autoliquidanti, che sono soggette a minori restrizioni formali e non necessitano della presentazione di un piano finanziario che, come si è visto, mitiga la modesta presenza di competenze finanziarie all'interne delle imprese considerate.

Quanto emerso suggerisce una conclusione di estrema sintesi, ossia che la tenacia imprenditoriale a volte infrange certi schemi. Infatti, le situazioni descritte dovrebbero impedire o limitare fortemente l'esistenza di queste imprese. Tuttavia, un insieme di circostanze spaziali e temporali, hanno permesso a queste realtà imprenditoriali di manifestarsi e di non essere sopraffatte. Tuttavia, dai risultati si

aprono ulteriori scenari di ricerca. Potrebbe essere interessante verificare le correlazioni esistenti tra i diversi elementi indagati, soffermandosi soprattutto sulle micro e piccole imprese.

L'auspicio è di poter replicare esperienze simili a quella svolta, per allargare lo squarcio sul “mondo invisibile”.

BIBLIOGRAFIA

- ACCETTURO A., BASSANETTI A., BUGAMELLI M., FAIELLA I., FINALDI RUSSO P., FRANCO D., GIACOMELLI S., OMICCIOLI M. (2013), “Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi”, *Questioni di Economia e finanza*, n. 193, Banca d’Italia.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (1994), *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (2005), *Corso di economia aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- ALBARETO G., FINALDI RUSSO P. (2012), “Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi”, *Questioni di Economia e finanza*, n. 127, Banca d’Italia.
- ALLEGRI M., GIORGETTI F., GRECO G. (2014), *Il rendiconto finanziario. Logiche di costruzione e di interpretazione*, Giappichelli, Torino.
- ALTMAN E.I. (1984), “A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question”, *Journal of Finance*, n.39, pp.1067-1089.
- AMADUZZI A. (1963) *L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.
- AMODEO D (1965), *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli.
- AMODEO D. (1967), *Le gestioni industriali produttrici di beni*, Utet, Torino
- ANG J.S. (1991), “Small business uniqueness and the theory of financial management”, *Journal of Small Business Finance*, n.1, pp.1-13.

- ANSELMINI L., LANZARA R. (2001), *Percorsi innovativi nelle PMI toscane*, Giuffrè, Milano.
- ARCELLI M. (1994), “Il finanziamento delle piccole e medie imprese: situazione attuale prospettive”, *Economia Italiana*, n.34, pp.291-307.
- ARDEMANI A. (1982), *L'impresa, economia controllo bilancio*, Giuffrè, Milano.
- ARLOTTA C. (a cura di) (2014), *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini Bond, cambiali finanziarie, Aim, Progetto Elite, Spac. Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, Milano.
- BANCA D'ITALIA (2012), *Economie regionali. L'economia delle Marche*. Disponibile su: www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/index.html
- BANCA D'ITALIA (2012), *Relazione annuale sul 2011*, Roma, 31 maggio.
- BANCA D'ITALIA (2013), “Indagine sulle imprese industriali e dei servizi. Anno di riferimento 2012”, *Supplementi al Bollettino Statistico*, n.38.
- BANCA D'ITALIA (2013), *Relazione annuale sul 2012*, Roma, 31 maggio.
- BANCA D'ITALIA (2014), *Relazione annuale sul 2013*, Roma, 30 maggio.
- BANDETTINI A. (1987), *Finanza Aziendale. Le fonti*, Cedam, Padova.
- BARTON S.L., GORDON P.I. (1987), “Corporate strategy: Useful perspective for the study of capital Structure?”, *Academy of Management Review*, n.1, pp.67-75.
- BARTON S.L., MATTHEWS C.H. (1989), “Small firm financing: Implications from a strategic management perspective”, *Journal of Small Business Management*, n.1, pp.1-7.
- BEAVER G., PRINCE C. (2004), “Management, Strategy and Policy in the UK Small Business Sector”, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, vol.11, pp.34-49.

- BENNEDSEN M., WOLFENZON D. (2000), "The Balance of Power in Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol.58, pp.113-139.
- BERGER A.N., UDELL G.F. (1995), "Relationship lending and lines of credit in small firm finance", *Journal of Business*, n.68, pp.351-381
- BERGER A.N., UDELL G.F. (1998), "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in financial growth cycle", *Journal of Banking & Finance*, n.22, pp.613-673.
- BERTANLAFFY L. (1951), "General System Theory: a new approach to unit of science", *Human Biology*. dec.
- BERTINI U (1990), *Il sistema d'azienda. Schema d'analisi*, Giappichelli, Torino.
- BIAIS B., GOLLIER C. (1997), "Trade credit and credit rationing", *Review of Financial Studies*, n.10, pp. 903-937.
- BIANCHI MARTINI S.(2014), "I processi di finanziamento", in MARCHI L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- BIANCHI T. (1963), *L'autofinanziamento*, Giuffrè, Milano.
- BIANCHI T. (1975), "La finanza aziendale", in ARDEMANI E. (a cura di). *Manuale di Amministrazione Aziendale*, Isedi, Milano.
- BIGELLI M., MENGOLI S., SANDRI S. (2001), "I fattori determinanti la struttura finanziaria delle imprese italiane: una verifica empirica sulle società quotate", *Finanza Marketing Produzione*, n.3, pp.104-116.
- BIRINDELLI G., MODINA M. (a cura di) (2010), *Imprese, Banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, FrancoAngeli, Milano.

- BONTEMPI M. E. (2002). "The dynamic specification of the modified pecking order theory: its relevance to Italy", *Empirical Economics*, n.27, pp.1-22.
- BOOT A.W., THAKOR A. V. (2003), "The economic value of flexibility when there is disagreement. *CEPR Discussion Paper*, n.3709.
- BORGONOV E. (1994), "Dalla storicizzazione dei fini e dalla flessibilità dei mezzi il contributo delle aziende non profit al progresso economico e sociale", in AA.VV. *L'elasticità dell'azienda di fronte al cambiamento*, Atti del convegno annuale AIDEA, Clueb, Bologna.
- BOULDING K. (1956), "General System Theory. The skeleton of science", *Management Science*, n.3.
- BRANCIARI S.(1986), "Considerazioni sulla dimensione d'impresa", *Studi Urbinati*, B4.
- BRANCIARI S. (1996), *I sistemi di controllo nella piccola impresa*, Giappichelli, Torino.
- BRANCIARI S. (2010), "La redazione del rendiconto finanziario nelle piccole imprese: un modello operativo", in AIROLDI G., BRUNETTI G., CORBETTA G., INVERNIZZI G., *Economia Aziendale & Management. Scritti in onore di Vittorio Coda*, Egea, Milano.
- BRANCIARI S. (2011), "Il rendiconto finanziario e le piccole imprese: un modello operativo per i soggetti esterni", *Financial Reporting*, n.3, pp.107-124.
- BRANCIARI S. (a cura di) (2016), *Indagine sui bilanci delle piccole imprese: la banca dati del Confidi Ancona (2003-2012)*, FrancoAngeli, Milano.
- BREALEY R.A., MAYERS S.C., SANDRI S. (2003), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.

- BRIGHI P, TORLUCCIO G. (2008), “Selezione e specificazione delle fonti di finanziamento nelle PMI in Italia”, *Banca Impresa Società*, n.1, pp.71-112.
- BRUGGER G. (1987), *Le decisioni finanziarie*, in PIVATO S. (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, FrancoAngeli.
- BRUNETTI G., CODA V., FAVOTTO F. (1984), *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano.
- CAFFERATA R. (1988), “Piccoli risparmiatori, piccole imprese. Chi comanda l'impresa?”, *Piccola Impresa/Small Business*, n.2
- CANZIANI A. (2006), *Lezioni di economia aziendale*, Cedam Padova.
- CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento dell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- CAPALDO P.(1998), *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano.
- CAPITALIA (2005), “Indagine sulle imprese italiane – Rapporto sul sistema produttivo e sulla politica industriale”, *Osservatorio sulle piccole e medie imprese*, Roma.
- CARAMIELLO C. (1993), *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano.
- CARAMIELLO C. (1993), *L'azienda. Alcune riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano.
- CARAMIELLO C., DI LAZZARO F., FIORI G. (2003), *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano.
- CARPENTER R.E., PETERSEN B.C. (2002), “Is the growth of small firms constrained by internal finance?”, *Review of Economics and statistics*, n.84, pp.298-309.

- CARUSO A., PALMUCCI F. (2008), “Scelte di finanziamento della crescita: un’indagine sulle PMI italiane”, *Banca Impresa Società*, n.3, pp.453-476.
- CASSANDRO P.E. (1962), *Le aziende. Principi di ragioneria*, Cacucci, Bari.
- CASSANDRO P.E. (1980), “Sul concetto di «economicità» aziendale”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, maggio-giugno, n.5-6.
- CASSANDRO P.E. (1982), *Trattato di ragioneria*, Cacucci, Bari.
- CATTURI G. (2000), *L’azienda e l’ambiente in cui vive e opera*, Cedam, Padova.
- CATTURI G.(2001), *L’universo dei piccoli. il caso delle aziende senesi*, Cedam, Padova.
- CATTURI G. (a cura di) (2010), *L’armonia della complessità della crescita allo sviluppo aziendale*, Cedam, Padova.
- CATUOGNO S. (2000), “Alcune considerazioni sulle interpretazioni teoriche del concetto di azienda”, in VIGANÓ E. (a cura di), *Azienda. Contributi per un rinnovato concetto generale*, Cedam, Padova.
- CAVALIERI E. (1993), *Appunti di economia delle imprese*, Edizioni Kappa, Roma.
- CAVALIERI E. (2000), “L’economicità e le condizioni di equilibrio del sistema d’impresa”, in CAVALIERI E (a cura di), *Economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- CAVALIERI E. (2010), “Le nuove dimensioni dell’equilibrio aziendale. Contributo alla rivisitazione della teoria”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, marzo-aprile, n.3-4.
- CAVALIERI E., FERRARIS FRANCESCHI R.(2005), *Economia aziendale. Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino.

- CECCHERELLI A. (1964), *Problemi di economia aziendale*, Corsi, Pisa.
- CERVED GROUP (2013), *Osservatorio sui bilanci 2012*.
Disponibile al link: www.know.cerved.com/it/studi-e-analisi/
- CHIESA G., PALMUCCI F., PIROCCHI I. (2009), *La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà*, Note e ricerche, Asterisco, Bologna.
- CHITTENDEN F., HALL G., HUTCHINSON P. (1996), “Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation”, *Small Business Economics*, n.8, pp. 59-67.
- CIAMBOTTI M. (1984), “La misurazione della dimensione e il problema definitorio della piccola impresa”, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n.1.
- CIOLI V. (2010), *Struttura finanziaria e valore. Antologia e strumenti di pianificazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano.
- CODA V. (1984), «La valutazione della solvibilità a breve termine», *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 3.
- CODA V., BRUNETTI G., BERGAMIN BARBATO M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, Milano.
- COLE R.A.(2013), “What do we know about the capital structure of privately held US firms? Evidence from the surveys of small business finance”, *Financial Management*, n.4, pp.777-813.
- COMITO V. (2001), *Idee e Capitali*, Isedi, Torino.
- CONSORTI A.(1991), “Sulle correlazioni tra i sub sistemi componenti il sistema-azienda ed il sistema-ambiente”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n.9-10.

- CORBETTA P. (2003), *La ricerca sociale: metodologie e tecniche. Volume I. I paradigmi di riferimento*, il Mulino, Bologna.
- CORBETTA P. (2003), *La ricerca sociale: metodologie e tecniche. Volume II. Le tecniche quantitative*, il Mulino, Bologna.
- COSCI S., MELICIANI V. (2006), “Multiple Banking Relationships and Over-Leverage in Italian Manufacturing Firms”, in *The Manchester School*, n.74, pp.78-92.
- COSH A., HUGHES A. (1994), “Size, financial structure and profitability”, in HUGHES A., STOREY D.J. (a cura di), *Finance and Small firm*, Routledge, London.
- COWLING M. (2003), “Productivity and Corporate Governance in Smaller Firms”, *Small Business Economics*, vol.20, pp.335-344.
- CRESSY R., OLOFSSON C. (1997), “European SME financing: an overview”, *Small Business Economics*, n.9, pp.87-96.
- D’AMATO A., CACIA C. (2008), “La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà. Il caso del mercato alternativo del capitale (MAC) di Borsa Italiana S.p.a.”, *Rivista Piccola Impresa/Small Business*, n.3, pp.37-66.
- D’IPPOLITO T. (1958), *L’azienda. Prime nozioni di economia aziendale e di ragioneria*, Abbaco, Palermo.
- DALLOCCHIO M, TZIVELIS D., VINZIA A.A. (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano.
- DALLOCCHIO M., SALVI A. (2005), *Finanza d’azienda*, Egea, Milano.
- DAMODARAN A. (2001), *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano.

- DE MITRI S., DE SOCIO A., FINALDI RUSSO P., NIGRO V. (2013), “Le microimprese in Italia: una prima analisi delle condizioni economiche e finanziarie”, *Questioni di Economia e finanza*, n. 162, Banca d’Italia.
- DESSY A. (1995), *Politiche finanziarie e indebitamento delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano
- DETRAGIACHE E. - GARELLA P. - GUISO L. (2000), “Multiple versus single banking relationships: Theory and evidence”, in *Journal of Finance*, n.55, pp.1133-1161.
- DI MAJO A, PAZIENZA M.G., TRIBERTI B. (2005), “*Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano*”, Working Paper n.7, Ricerca promossa dalla Associazione Nazionale fra le Banche Popolari: «Le banche popolari nel localismo dell’economia italiana».
- DIAMOND D.W. (1984), “Financial intermediation and delagated monitoring”, *Review of Economic Studies*, n.51, pp.393-414.
- DOMENICHELLI O. (2008). “The pecking order theory in the context of small and medium sized enterprises: a note”, *Piccola Impresa/Small Business*, n.2, pp.61-71.
- FABBRINI A., MICUCCI G. (2003). “La struttura finanziaria delle imprese marchigiane: un’analisi su dati di bilancio e una discussione sulle soft information”, in VENANZI D. (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane – Evidenza empirica*, Morlacchi Editore, Perugia.
- FATTORE G. (2005), *Metodi di ricerca in economia aziendale*, Egea, Milano.
- FERRARIS FRANCESCHI R. (1978), *L’indagine metodologica in Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano.

- FERRARIS FRANCESCHI R. (2002), “Etica ed Economicità”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, maggio-giugno, n.5-6.
- FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia d’azienda*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. (1980), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano.
- FERRI S. (2007), “Il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento”, in GALEOTTI M. (a cura di) *La finanza nel governo dell’azienda*, Apogeo, Milano.
- FIORENTINO R. (2007), “Le decisioni di finanziamento”, in GALEOTTI M. (a cura di) *La finanza nel governo dell’azienda*, Apogeo, Milano.
- FORESTIERI G. (2014), “I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, *Bancaria*, n.6, pp.3-15.
- FRANK M.Z., GOYAL V.K. (2003), “Testing the pecking order theory of capital structure”, *Journal of financial economics*, n.67, pp. 217-248.
- GALBIATI P. (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano.
- GALEOTTI M. (a cura di) (2007), *La finanza nel governo dell’azienda*, Apogeo, Milano.
- GIACOSA E. (2015), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, FrancoAngeli, Milano.

- GIANNESSI E. (1960), *Le aziende di produzione originaria, Le aziende agricole*, Cursi, Pisa.
- GIANNESSI E. (1982), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Giuffrè, Milano.
- GIUNTA F. (1992), *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Cedam, Padova.
- GIUNTA F. (a cura di) (2005), *Le PMI garantite dal Fidi Toscana*, FrancoAngeli, Milano.
- GOBBI G. (2013), *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze), Roma, 16 ottobre.
- GOLINO C. (2014), "Il mercato finanziario per le piccole e medie imprese tra difficoltà della crisi economica e nuove prospettive", *Forum di Quaderni Costituzionali Rassegna*, paper, 6 giugno.
- GUALANDRI E., SCHWIZER P. (2008), "Bridging the Equity gap: il caso delle PMI innovative", *Studi e note di economia*, n.1, pp.101-138.
- GUATRI L. (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle imprese industriali*, Giuffrè, Milano.
- HOLMES S., KENT P. (1991), "An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises", *The Journal of Small Business Finance*, n.1, pp.141-154.
- HUTCHINSON R.W. (1995), "The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues", *Small Business Economics*, n.7, pp.231-239.

- ISTAT (2013), *Rapporto annuale sul 2012. La situazione del Paese*, Istat, Roma.
- ISTAT (2014), *Rapporto annuale sul 2013. La situazione del Paese*, Istat, Roma.
- ISTAT (2015), *Rapporto annuale sul 2014. La situazione del Paese*, Istat, Roma.
- ISTITUTO GUGLIELMO TAGLIACARNE (2013), “Fabbisogni e strategie finanziarie della piccola e media imprenditoria Italiana”, *FOCUS PMI 2013*, Milano, maggio 2013.
- JENSEN M, MECKLING W.C. (1976). “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, n.3, pp.305-360.
- KRAUS A., LITZENBERGER R. (1973), “A state-preference model of optimal financial leverage”, *The Journal of Finance*, n.33, pp. 911-922.
- LAI A. (2003), *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, FrancoAngeli, Milano.
- LAI G., IELASI F. (2014), “Mini-bond e finanza delle PMI”, in CALUGI R., MORELLI V., PAGLIETTI G. (a cura di), *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, Milano
- LELAND H., PYLE H. (1977), “Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation”, *Journal of Finance*, n.32, pp.371-387.
- LOPEZ-GRACIA J., AYBAR-ARIAS C. (2000). “An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies”, *Small Business Economics*, n.14, pp.55-63.
- LOPEZ-GRACIA J., SOGORB-MIRA F. (2008), “Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs”, *Small Business Economics*, n.31, pp.117-136.

- MARCHI L. (a cura di) (2014), *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Giappichelli, Torino.
- MARCHI L., PAOLINI A., QUAGLI A. (2003), *Strumenti di analisi gestionale: il profilo strategico*, Giappichelli, Torino.
- MARCHINI I. (1995), *Il governo della piccola impresa. Vol. I - Le basi delle conoscenze*, Urbino: Aspi/Ins-Edit
- MARZO G. (2012), *Teorie d'azienda e politiche finanziarie*, FrancoAngeli, Milano.
- MASINI C. (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino.
- MASSARI M. (1988), "Le politiche finanziarie aziendali", in GUATRI L. (a cura di), *Trattato di economia delle aziende industriali*, Egea, Milano.
- MEDIOBANCA-UNIONCAMERE (2013), *Le medie imprese industriali italiane (2002-2011)*, consultabile nel sito www.mbres.it.
- MELLA P. (1994), *Indici di bilancio: logica e procedura dell'analisi e il controllo della gestione aziendale*, Pirola, Milano.
- MIANI S., CAPPELLETTO R., FLOREANI J., MASON M., BELTRAMO F. (2015), *Strumenti finanziari a supporto dello sviluppo delle PMI*, FrancoAngeli, Milano.
- MICHAELAS N., CHITTENDEN F., POUTZIOURIS P. (1999). "Financial policy and capital structure choice in UK SME: Empirical evidence from company panel data", *Small Business Economics*, n.12, pp.113–130.
- MIGLIETTA N. (2004). *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino.
- MILLER M.H. (1977), "Debt and taxes", *Journal of finance*, n.32, pp.261-275.

- MISHRA C.S., MCCONAUGHY D.L. (1999), “Founding Family control and capital structure: the risk of loss of control and aversion to debt”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, n.23, pp.53-64.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, n.48, pp.261-297.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1963), “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction”, *American Economic Review*, n.53, pp.433-443.
- MONTEFORTE D., LA ROCCA M. (2003), “Le scelte di struttura finanziaria delle Pmi calabresi”, in VENANZI D. (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi, Perugia.
- MYERS S.C. (1984), “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance*, n.39, pp.575-592.
- MYERS S.C., MAJLUF N. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, n.13, pp.187-221.
- ONGENA S., SMITH D.C. (2000), “What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence”, *Journal of Financial Intermediation*, n.9, pp.26-56.
- ONIDA P. (1951), *Le discipline economico-aziendali: oggetto e metodo*, Giuffrè Milano.
- ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, Utet, Torino.
- OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE (2012), “La digitalizzazione delle imprese italiane: efficienza, innovazione e conquista di

nuovi mercati”, *Rapporto UniCredit sulle piccole imprese e analisi comparata tra piccole, medie e grandi imprese*, IX Edizione 2012-2013.

OU C., HAYNES G.W. (2006), “Acquisition of additional equity capital by small firms – Findings from the National Survey of Small Business Finances”, *Small Business Economics*, n.27, pp.157-168.

PACE R. (2013), “Piccole e micro imprese italiane tra crisi e vincoli finanziari: un’indagine empirica”, *Rivista Piccola Impresa/Small Business*, n.1, pp.57-83.

PADRONI G. (1993), *Lo sviluppo della piccola-media impresa: vincoli e opportunità*, FrancoAngeli, Milano

PAGANELLI O. (1991), *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet, Torino.

PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L. (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, n.1, pp.27-64.

PAGANO P, SCHIVARDI F. (2003), “Firm size distribution and growth”, *Scandinavian Journal of Economics*, n. 105, pp.255-274.

PAOLINI A. (2014), “L’azienda”, in MARCHI L. (a cura di), *Introduzione all’economia aziendale*, Giappichelli, Torino.

PAOLINI A. (2014), “Le condizioni di equilibrio aziendale”, in MARCHI L. (a cura di), *Introduzione all’economia aziendale*, Giappichelli, Torino.

PAOLONI M. (2003), *La crisi della piccola impresa tra liquidazione e risanamento*, Giappichelli, Torino.

PAOLONI M., DEMARTINI P. (1997), “Le attese informative degli stakeholders della piccola imprese evidenze empiriche in Italia e nel Regno Unito”, *Piccola Impresa/Small Business*, n.2.

- PAOLONI M.,CESARONI F.M., DEMARTINI P. (2005), *Internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, FrancoAngeli, Milano.
- PAOLUCCI G. (2014), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Milano.
- PELLICIONI G., TORLUCCIO, G. (2007), Il rapporto banca-impresa: le determinanti del multiaffidamento in Italia, in MONFERRÀ S. (a cura di), *Il rapporto banca-impresa in Italia*, Bancaria Editrice, Roma.
- PENCARELLI T., DINI L. (1995), “Teorie della struttura finanziaria e piccola impresa”, *Piccola Impresa/Small Business*, n.3, pp.47-86.
- PETERSEN M.A., RAJAN M.C. (1994), “The benefits of lending relationships: evidence from small business data”, *Journal of Finance*, n.49, pp.3-37
- PISONI P. (1996), *Le caratteristiche del sistema azienda*, in AA.VV. *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- PODDIGHE F. (1992), *La localizzazione. Aspetti e riflessi economico-aziendali*, Pacini Editore, Pisa.
- QUAGLI A. (2014), *I processi di finanziamento*, in MARCHI L. (a cura di), *Introduzione all’economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- RAPPORTO CERVED PMI (2014).
Disponibile su: www.sicpro.it/pdf/Doc_RapportoCervedPMI_2014.pdf.
- ROSSI S. (2013), *Crescita, innovazione e finanza in Italia. Il ruolo delle banche popolari*, intervento del Vice Direttore Generale della Banca d’Italia al convegno “Banche popolari e imprese innovative. Cooperare per crescere”, Bergamo 22 febbraio.

- RULLANI E. (1988), “La finanza e gli investimenti”, in RISPOLI M. (a cura di), *L’impresa industriale. Economia, tecnologia, management*, il Mulino, Bologna.
- RYAN B., SCAPENS R.W., THEOBALD M. (2002), *Research Method and Methodology in Finance and Accounting*: Thomson, London.
- SDA BOCCONI - KNOWLEDGE CENTER (2014), *Osservatorio sulla competitività delle PMI*, Milano, 10 luglio.
- SIGNORINI L.F. (2015), *Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d’Italia, Trento, 4 novembre.
- SIGNORINI L.F., OMICCIOLI M. (2005), *Economie locali e competizione globale: il localismo industriale italiano di fronte a nuove sfide*, Bologna, Il Mulino.
- SÒSTERO U. (2003), *L’economicità delle aziende. Rappresentazione e valutazione delle performance e dell’equilibrio nelle imprese, nelle aziende non profit e nelle aziende pubbliche*, Giuffrè, Milano.
- SÒSTERO U., FERRARESE P. (1995), *Il rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano.
- SÒSTERO U., FERRARESE P. (2000), *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano.
- STIGLITZ J.E., WEISS, A. (1981), “Credit rationing in markets with imperfect information”, *The American economic review*, n.71, pp. 393-410.
- TEODORI C. (2008), *L’analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- TEODORI C. (2015), *Il rendiconto finanziario: ruolo informativo, analisi, interpretazione e modelli contabili*, Giappichelli, Torino.

- TITMAN S., WESSELS R. (1988), “The determinants of capital structure choice”, *The Journal of finance*, n.43, pp.1-19.
- UNICREDIT (2008), “Decima indagine sulle imprese manifatturiere italiane”, *Rapporto Corporate*, Efige
- UNICREDIT (2011), “Undicesima indagine sulle imprese manifatturiere italiane”, *Rapporto Corporate*, Efige.
- UNICREDIT (2012), “La digitalizzazione delle imprese italiane: efficienza, innovazione e conquista di nuovi mercati”, *Osservatorio Unicredit Piccole Imprese*, IX edizione, Roma.
- VENANZI D. (2005). “Specificità finanziarie delle medie imprese italiane: un’analisi del campione Mediobanca-Unioncamere”, *Argomenti*, n.13, pp.79-105.
- VENANZI D. (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson Italia, Milano.
- VISCO I. (2013), *Considerazioni finali*, Relazione Annuale della Banca d’Italia sul 2012, Roma, 31 maggio.
- VOS E., YEH A.J.Y., CARTER S., TAGG, S. (2007). “The happy story of small business financing” *Journal of Banking & Finance*, n.9, 2648-2672.
- WARNER J.B. (1977), “Bankruptcy costs: some evidence”, *Journal of Finance*, n.32, pp.332-347.
- WU Z., HEDGES P.L., ZHANG S. (2007), “Effects of concentrated ownership and owner management on small business debt financing”, *Journal of Small Business Management*, n.45, pp.422-437.
- ZAPPA G. (1937), *Il reddito d’impresa*, Giuffrè, Milano.

ZAPPA G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, Milano.

ZAPPA G., AZZINI L., CUDINI G. (1955), *Ragioneria generale*, Giuffrè, Milano.

ZARA C., FELTRINELLI E. (2006), "PMI, rapporti con i finanziatori e complessità d'impresa", *Banca impresa società*, n.2, pp.281-307.

APPENDICE

RICERCA SU “LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DELLE PMI INDUSTRIALI. LE IMPRESE DEL CONFIDI ANCONA”

A) INFORMAZIONI GENERALI

1 Nome dell'azienda:

2 Forma giuridica:

Barrare con una X il campo interessato

Società per azioni

Società a responsabilità limitata

Società in nome collettivo

Società in accomandita semplice

Ditta individuale

Società cooperativa

Altro (specificare)

3 Settore di attività economica:

4 Anno di costituzione:

5 Sede aziendale:

6 Numero dipendenti e collaboratori:

Anno 2012

7 Legale rappresentante:

Nome e cognome

Età

8 Dati persona che redige il questionario:

Nome e cognome

Posizione ricoperta

B) INFORMAZIONI SU ASSETTO PROPRIETARIO E GESTIONALE

9 Numero soci:

10 Tipo di struttura proprietaria:

Barrare con una X

- a. Presenza solo titolare
- b. Presenza persone di una o più famiglie
- c. Presenza persone di una o più famiglie e soci esterni
- d. Presenza di soci senza legami familiari

<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>

11 Il capitale proprio è posseduto da (in %):

- a. Il titolare
- b. Altri componenti famiglia titolare
- c. Altre persone fisiche
- d. Altre imprese

<input type="text"/>	%
<input type="text"/>	%
<input type="text"/>	%
<input type="text"/>	%

12 Se l'azienda è familiare, indicare il numero delle generazioni coinvolte:

Barrare con una X

- a. Una
- b. Due
- c. Tre
- d. Più di tre

<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>

13 L'azienda è gestita l'azienda da: (è possibile indicare una o più risposte)

Barrare con una X

- a. Dal titolare
- b. Da familiari
- c. Da soci non familiari
- d. Da dirigenti (non soci)

<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>

C) INFORMAZIONI SU FONTI DI FINANZIAMENTO

14 Indicare dove viene svolta la funzione finanziaria:

Barrare con una X

- a. All'interno dell'azienda
- b. Parzialmente all'interno
- c. All'esterno dell'azienda

15 Indicare il soggetto preposto alle scelte di finanziamento dell'azienda:

Barrare con una X

- a. Imprenditore/Soci
- b. Amministratore se diverso da imprenditore
- c. Direttore amministrativo
- d. Direttore finanziario
- e. Commercialista
- f. Figura bancaria di riferimento
- g. Altro (specificare) _____

16 Indicare come viene svolta l'attività di pianificazione finanziaria:

Barrare con una X

- a. Non viene svolta nessuna attività di pianificazione finanziaria
- b. Budget di tesoreria
- c. Piano finanziario pluriennale
- d. Altro (specificare) _____

17 Il capitale proprio proviene da:

Barrare con una X

- a. Soci/imprenditore
- b. Fondi di private equity o Venture capital
- c. Banche
- d. Altro (specificare) _____

18 Indicare se l'azienda è mai stata contattata da Fondi di investimento, da Venture capital, ecc., per entrare a far parte del suo capitale:

Si

No

19 Indicare se la vostra azienda è disponibile ad aprire il capitale a investitori quali Fondi di investimento, Venture Capital, ecc.:

Si No

20 Indicare se l'azienda raccoglie risorse finanziarie sul mercato dei capitali:

Si No

21 Se Sì alla domanda precedente indicare in quale forma: (è possibile indicare una o più risposte)

Barrare con una X

- | | |
|------------------------------|--------------------------|
| a. Obbligazioni | <input type="checkbox"/> |
| b. Azioni | <input type="checkbox"/> |
| c. Altro (specificare) _____ | <input type="checkbox"/> |

22 Indicare presso quali intermediari finanziari l'azienda reperisce le fonti di finanziamento: (è possibile indicare una o più risposte)

Barrare con una X

- | | |
|--|--------------------------|
| a. Banche | <input type="checkbox"/> |
| b. Società di leasing | <input type="checkbox"/> |
| c. Società di factoring | <input type="checkbox"/> |
| d. Società finanziarie | <input type="checkbox"/> |
| e. Merchant banks | <input type="checkbox"/> |
| f. Fondi di private equity o venture capital | <input type="checkbox"/> |
| g. Altro (specificare) _____ | <input type="checkbox"/> |

23 Indicare il numero totale banche affidanti:

24 Indicare se l'azienda utilizza una banca di riferimento:

Si No

25 Se Sì alla domanda precedente, indicare qual è il fattore di maggiore rilevanza:

Barrare con una X

- | | |
|---|--------------------------|
| a. Vicinanza fisica | <input type="checkbox"/> |
| b. Fiducia e rapporto duraturo con il personale | <input type="checkbox"/> |
| c. Competenza e disponibilità del personale | <input type="checkbox"/> |
| d. Disponibilità a concedere credito in tempi rapidi | <input type="checkbox"/> |
| e. Ampiezza delle soluzioni proposte | <input type="checkbox"/> |
| f. Costi contenuti dei servizi | <input type="checkbox"/> |
| g. Capacità di comprensione dei fabbisogni dell'azienda | <input type="checkbox"/> |

30 Indicare se l'introduzione degli Accordi di Basilea ha comportato modifiche nel rapporto con le banche:

Sì

No

31 Se Sì alla risposta precedente, indicare le modifiche più rilevanti: (è possibile indicare una o più risposte)

Barrare con una X

- a. Aumento dei tassi d'interesse
- b. Diminuzione dei tassi d'interesse
- c. Peggioramento delle altre condizioni bancarie
- d. Miglioramento delle altre condizioni bancarie
- e. Richiesta di rientro dall'affidamento
- f. Richiesta di ulteriori garanzie
- g. Riduzione delle garanzie date
- h. Richiesta di maggiori informazioni
- i. Altro (specificare)

GRAZIE PER LA COLLABORAZIONE

