



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex
D.M. 270/2004*)
in Amministrazione, finanza e controllo

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Tesi di Laurea

L'analisi del merito di credito nelle banche

Relatore

Ch. Prof.ssa Maria Silvia Avi

Laureando

Michela Rossi

Matricola 830381

Anno Accademico

2012 / 2013

Indice:

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1. Le scelte di finanziamento secondo l'ottica aziendale	
1.1 Panoramica sulla struttura finanziaria delle imprese italiane	4
1.2 La ricerca della struttura finanziaria ottimale secondo l'approccio teorico aziendalistico	15
a. Vincoli impliciti nella determinazione del fabbisogno finanziario.....	17
b. I principi cardine della pianificazione finanziaria.....	24
1.3 Il contributo della dottrina finanziaria	28
a. L'irrelevanza e gli effetti fiscali secondo le preposizioni di Modigliani e Miller	28
b. Alcune restrizioni al ricorso al capitale di debito	30
c. L'influenza del fattore temporale nelle scelte di finanziamento.....	34
CAPITOLO 2. L'ottica bancaria nell'analisi del merito di credito	
2.1 Il mercato del credito in Italia	39
2.2 Requisiti normativi, implicazioni organizzative e responsabilità della banca nella concessione di credito	54
2.3 Accordi di Basilea: implicazioni in termini di vincoli patrimoniali e rating degli affidati.....	72
2.4 L'analisi di fido nell'ottica tradizionale, tra prospetti di bilancio, situazione finanziaria, garanzie e comunicazioni della Centrale Rischi	86
a. Una prima valutazione sull'affidabilità e sulla capacità di previsione di tale analisi	91
2.5 Impiego in prestiti a clienti e ricerca di finanziamento: due punti di vista contrapposti per l'analisi del merito di credito.....	93
CAPITOLO 3. Cenni sui metodi statistici di misurazione della probabilità d'insolvenza	
3.1 Cenni generali e sintetici sullo sviluppo dei metodi di valutazione	97

Indice delle figure:.....	116
Indice delle tabelle:.....	116
Bibliografia:	117
Sitografia:	129
Sentenze:.....	130

INTRODUZIONE

L'attuale contesto di mercato dimostra il persistere di una situazione di sofferenza nel recupero di capitali da parte delle PMI. Stringenti condizioni di offerta e pricing, maggior richiesta di garanzie ed i nuovi obblighi posti agli istituti di credito si pongono quali pesanti vincoli ad un rapido sciogliersi della questione. Ciò che maggiormente preoccupa è la dimensione di tale fenomeno, in quanto le PMI ricoprono il 95% del tessuto imprenditoriale italiano. L'attenzione riposta sulle PMI nell'ambito di quest'analisi non dipende dalla loro rilevanza numerica all'interno del mercato competitivo italiano. Ciò che ai fini del presente lavoro è interessante notare, riguarda il deterioramento delle condizioni di approvvigionamento finanziario per queste entità sia rispetto alle grandi imprese italiane, sia nel confronto in ambito europeo.

In questo elaborato s'intende esaminare le principali dinamiche che costituiscono il rapporto tra banca e piccole e medie imprese nelle fasi cruciali di richiesta di un nuovo finanziamento e della sua approvazione. L'oggetto dell'analisi concerne la comprensione ed un giudizio di efficienza relativo ai vincoli considerati ed ai modelli di valutazione impiegati da entrambe le parti, sia nell'ottica interna del responsabile finanziario quale preventiva rilevazione del fabbisogno finanziario, sia da parte degli analisti dell'istituto di credito ai fini dell'autorizzazione di nuovi e/o ulteriori finanziamenti alle imprese, anche alla luce delle novità introdotte dalla normativa di Basilea 3. Si mettono pertanto in evidenza due diverse ottiche d'analisi di una stessa realtà aziendale sotto i profili chiave della solvibilità, liquidità e redditività. In questa sede non ci si pone l'obiettivo di allineare le due visioni o di definire quale delle due debba prevalere sull'altra, quanto piuttosto si cercherà di evidenziarne le differenze e le particolarità, rimanendo consapevoli degli inevitabili limiti impliciti nelle valutazioni da parte di soggetti esterni. Dall'altro lato tuttavia si evidenzia quanto sia necessario contenere la distanza tra la reale situazione aziendale e i livelli di solidità ed affidabilità percepiti dalle banche, ai fini di una comune quantificazione del merito di credito.

Dopo un'iniziale visione delle caratteristiche fondamentali del contesto competitivo italiano, formato principalmente da piccole e medie imprese, il primo capitolo è dedicato alle scelte di finanziamento nel contesto aziendale. Si analizzano pertanto le caratteristiche specifiche delle PMI che influenzano la gestione finanziaria aziendale ed il rapporto con gli istituti di credito. I successivi paragrafi si concentrano invece sull'aspetto teorico connesso all'individuazione della struttura finanziaria ottimale. Partendo dall'esame delle principali teorie aziendali e finanziarie delineate in dottrina e tenendo conto delle conseguenti variabili e vincoli che il management dovrebbe prendere in considerazione nella scelta della struttura finanziaria ottimale, si evidenziano: una prima

dicotomia nell'ottica d'analisi da adottare, la necessità di mitigare l'utilizzo della leva finanziaria per effetto di numerose asimmetrie di mercato e l'urgenza di un progressivo adattamento degli strumenti di pianificazione alle mutevoli esigenze finanziarie dell'azienda. al fine di migliorare la gestione finanziaria e la capacità aziendale di attrarre capitali, è altresì necessario porre attenzione alle molteplici relazioni tra il fabbisogno finanziario e gli equilibri aziendali. Le relazioni tra struttura patrimoniale, liquidità e redditività aziendale s'intrecciano in un vincolo di lungo periodo al quale la funzione finanziaria deve tendere così da permettere la copertura del fabbisogno finanziario nel breve periodo. Oltre alla visione d'insieme dell'impatto di ogni azione sul fabbisogno finanziario aziendale, ciò che in questa sede rileva maggiormente è l'utilità di poter svolgere una verifica preventiva e, pertanto previsionale, dell'andamento delle necessità e disponibilità finanziarie. Un'analisi in chiave prospettica permette di riconoscere con anticipo il fabbisogno finanziario occorrente (distinguendo tramite la creazione di diversi scenari tra il fabbisogno minimo indispensabile ed il fabbisogno ulteriore legato allo sviluppo di progetti d'investimento aggiuntivi), determinando quindi un considerevole vantaggio competitivo nei confronti del mercato dei capitali.

Mancanza di fiducia nella controparte ed incertezza nelle condizioni di solvibilità di imprese continuano tutt'ora ad alimentare la contrazione dei prestiti ed una variazione sui criteri determinanti nella selezione degli affidati da parte degli istituti bancari. Mentre negli anni pre-crisi la relazione tra banca ed impresa rivestiva il ruolo principale, posta quasi a garanzia dell'effettivo merito di credito dell'impresa, ora il focus si pone sul grado di rischiosità dell'impresa e sulle sue prestazioni in termini di efficienza, liquidità e patrimonio.

Se, dal punto di vista dell'impresa che richiede un nuovo / ulteriore prestito, la decisione di accordare il fido appare circoscritta ad una mera assunzione di rischio in merito alla solvibilità del cliente per la restituzione del capitale iniziale e dei relativi interessi, secondo la prospettiva di una corretta gestione della banca, è necessario considerare ogni limitazione ed ogni effetto riconducibile alla singola decisione di finanziamento. L'attenzione si rivolge, pertanto, ad un esame delle variabili positive e negative che, in capo agli istituti di credito, rispettivamente consentono o negano la possibilità di concedere tale stanziamento all'impresa. Si esaminano in particolare le implicazioni organizzative, le responsabilità, i vincoli patrimoniali ed i limiti di rischio assunto connessi all'affidamento della clientela. L'analisi si sofferma, in seguito, sull'approccio tradizionale per l'analisi di fido, considerando in prima istanza le verifiche eseguite sui documenti di bilancio e sulla situazione finanziaria dell'impresa, e successivamente sulle diverse variabili che possono influenzare tale valutazione.

La regolamentazione di Basilea 2, non solo ha modificato formalmente le modalità concrete di prevenzione e di riduzione del rischio assunto dalle banche, ma ha anche dispiegato i suoi effetti principalmente sull'implicita idea di fondo di voler un profondo rinnovamento nella relazione tra banca ed azienda. Si pone quindi l'accento su un rapporto banca – impresa basato un orizzonte temporale di lungo periodo, sulla conoscenza e fiducia reciproca degli operatori, abbandonando una visione miope focalizzata sugli interessi personali di ognuna delle due parti coinvolte, ma armonizzando gli sforzi affinché sistema bancario e tessuto imprenditoriale siano uno la forza dell'altro.

Alle imprese viene invece richiesto di ripensare interamente il ruolo assegnato alla funzione finanziaria specialmente nei suoi risvolti di pianificazione prospettica in ottica strategica e finanziaria. Solo grazie ad una maggiore conoscenza dei propri obiettivi, dei propri punti di forza e debolezza e delle proprie prospettive reddituali e finanziarie l'azienda può recuperare rispetto agli elementi sfavorevoli della nuova impostazione normativa.

Dopo una prima introduzione sulle diverse definizioni d'insolvenza, si presenteranno sinteticamente alcuni dei principali modelli di previsione delle insolvenze. Nell'analisi discriminante ci si pone l'obiettivo di classificare l'impresa, in base alle sue caratteristiche come appartenente ad uno dei due universi del campione; invece, attraverso i modelli di regressione ci si pone piuttosto nell'ottica di valutare l'impresa stessa ed il suo grado di salute. Ecco quindi che nel primo approccio le variabili svolgono un ruolo fondamentale nella formazione del giudizio sull'impresa e nella sua classificazione come elemento appartenente ad uno dei due cluster di imprese campionate, mentre nel modello di regressione l'individuazione delle variabili da utilizzare passa quasi in secondo piano.

Accanto ai modelli suesposti, ne possono essere individuati alcuni di natura induttiva nei quali non vi è un approccio strutturale, ma in cui si cerca di rovesciare la logica e, partendo da un campionamento di dati, si vuole trovare una regolarità in modo da prevedere nel tempo il grado di default delle nuove imprese attraverso i seguenti modelli: Sistemi Esperti, Alberi Decisionali e Reti Neurali Artificiali.

In particolare si valuterà l'effettivo ruolo di supporto svolto nel contesto di valutazione della solvibilità futura delle aziende ai fini della concessione di credito, esplicitandone punti di forza e criticità del loro utilizzo ai fini dell'analisi del merito di credito aziendale.

CAPITOLO 1. Le scelte di finanziamento secondo l'ottica aziendale

1.1 Panoramica sulla struttura finanziaria delle imprese italiane

In questo capitolo si focalizzerà l'attenzione sul processo decisionale che le imprese sono chiamate a svolgere in relazione alle scelte di finanziamento. Prima di procedere a una rapida analisi sulle variabili che influenzano tali scelte finanziarie ed alle principali teorie in merito, si rende necessario comprendere preliminarmente quali caratteristiche consentano d'individuare una PMI, così da poter mantenere una specifica considerazione sulle eventuali discordanze dovute alle peculiarità delle piccole e medie imprese e riepilogare sia i punti cardine nell'ambito delle scelte di struttura finanziaria sia gli aspetti cruciali che tale funzione aziendale assume nelle PMI.

Nel contesto competitivo italiano la maggior parte delle imprese può essere racchiusa nella categoria delle Piccole Medie Imprese. Più precisamente il 95% delle imprese italiane è costituito da imprese che occupano meno di 10 dipendenti: in media 3,9 addetti per impresa¹ contro una media europea che si attesta sui 6 dipendenti per azienda².

L'attenzione riposta sulle PMI nell'ambito di quest'analisi non dipende dalla loro rilevanza numerica all'interno del mercato competitivo italiano sebbene, rispetto alla media europea, l'incidenza delle micro e piccole imprese in Italia sia più consistente anche qualora si adottino quali termini di riferimento l'occupazione e la creazione di valore aggiunto³. Ciò che ai fini del presente lavoro è interessante notare, riguarda il deterioramento delle condizioni di approvvigionamento finanziario per le PMI italiane.

Nelle relazioni della Banca d'Italia e nelle analisi Cerved relative al secondo semestre del 2011 si sono registrati una diminuzione della quantità di prestiti erogati dagli istituti di credito, e un inasprimento nelle condizioni di offerta ed in particolar modo nel pricing. Mentre per le grandi imprese la situazione sul mercato finanziario e creditizio risulta sostenibile, nonostante gli alti tassi d'interesse richiesti, per le PMI gli stessi imprenditori denunciano condizioni sempre peggiori nell'ultimo triennio. Difatti, sebbene le variazioni percentuali nell'arco dei 12 mesi dimostrino un calo generalizzato a partire da giugno 2011, con un ulteriore aggravarsi della situazione nei primi

¹ Secondo quanto rilevato nel report ISTAT, *Struttura e dimensione delle imprese*, giugno 2011 su dati relativi all'anno 2009.

² DIREZIONE GENERALE PER LE IMPRESE E PER L'INDUSTRIA, *La nuova definizione di PMI – guida dell'utente e modello di dichiarazione*, Commissione Europea, 2006.

³ L'81% della forza lavoro è occupata in una PMI in Italia, contro una media europea del 67%, secondo quanto indicato nella relazione annuale della Commissione Europea per l'anno 2010-11 *SME Performance Review – SBA Fact Sheet for Italy*. In termini di valore aggiunto le SMEs italiane ricoprono il 71% del totale a fronte di una media europea limitata al 58%.

mesi del 2012, il *gap* nei prestiti concessi alle grandi imprese e quelli erogati a favore delle imprese con meno di 20 addetti continua ad allargarsi⁴.

Unicredit riporta, inoltre, i dati relativi all'indice sintetico di fiducia per il 2011⁵, ed in particolar modo all'andamento della componente sulla disponibilità di credito evidenziando un calo rispetto al dato 2010 attribuibile ad un deterioramento delle aspettative future: diminuzione sentita in modo più accentuato dalle piccole rispetto alle medie imprese. Lo scarto negativo è stato di 11 punti. Nel grafico seguente si riportano, invece, gli indicatori relativi all'accesso al credito per le sole SMEs in un'ottica di raffronto tra il mercato italiano ed il contesto europeo.

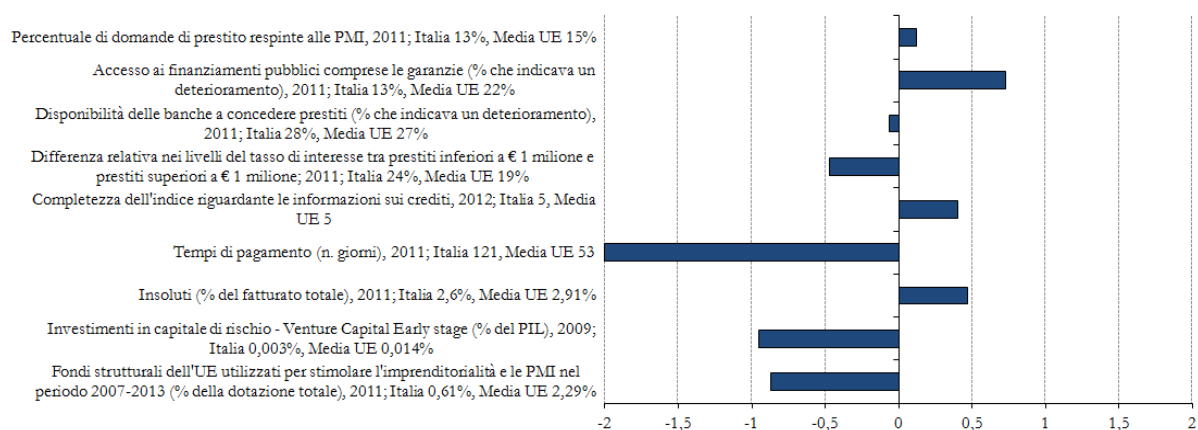


Figura 1 – L'accesso ai finanziamenti per le SMEs italiane ed europee⁶

Pur non presentando scarti dalla media europea eccessivamente avversi, si nota agevolmente lo scarto negativo attribuibile al nostro paese. Si rilevano gli scostamenti sfavorevoli relativi alle voci circa la disponibilità delle banche nella concessione di prestiti, nell'ampio differenziale dei tassi d'interessi applicati e nelle dilazioni di pagamento. Altri campi in cui si riscontra un "ritardo" per il sistema economico italiano riguardano i finanziamenti per investimenti effettuati a favore delle

⁴ Per maggiori dettagli si vedano: BANCA D'ITALIA, *L'economia delle regioni italiane*, Economie regionali - analisi per macroaree, giugno 2012, pagg. 39-44; BANCA D'ITALIA, *L'economia delle regioni italiane*, Economie regionali - analisi per macroaree, novembre 2012, pagg. 15-17 e pagg. 43-47; BANCA D'ITALIA, *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Economie regionali - analisi per macroaree, gennaio 2012, pagg. 4-8; BANCA D'ITALIA, *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Economie regionali - analisi per macroaree, luglio 2012, pagg. 2-5. Complessivamente si registra il persistere del pesante rallentamento nei prestiti concessi alle imprese, con particolare riferimento alle imprese minori. La domanda di finanziamenti da parte delle imprese è ora sostenuta dal bisogno di coprire il fabbisogno di capitale circolante e dalle esigenze relative ad operazioni di ristrutturazione del debito, in calo la richiesta di credito connessa a nuovi investimenti. Dal lato dell'offerta di credito rimane una forte selezione in relazione al grado di rischio dell'azienda. Tassi d'interesse e livello dei costi accessori sono le prime determinanti che in tutto il paese condizionano l'accesso al credito. Si nota inoltre un comune denominatore tra le imprese che segnalano tale inasprimento: tutte presentano un alto tasso d'indebitamento, consistenti oneri finanziari ed una bassa redditività.

⁵ UNICREDIT, *Osservatorio Piccole imprese*, ottava edizione 2011-12, pagg. 32-49.

⁶ Rielaborazione su dati tratti dalle relazioni annuali: COMMISSIONE EUROPEA, *SME Performance Review – SBA Fact Sheet for Italy*, 2010-11 e 2012.

PMI, sia in capitale di rischio tramite Venture Capital, sia attraverso l'utilizzo dei fondi stanziati dall'Unione Europea⁷.

Ciò che più potrebbe preoccupare è il confronto dei progressi dal 2007 al 2012 effettuati dai diversi stati europei. L'accesso ai finanziamenti per le PMI italiane, come chiaramente dimostra il grafico sottostante, ha subito un pesante deterioramento nel tempo e rimane negativamente distaccato dalla media europea, subendo risultati assimilabili a quelli presentati dagli altri paesi considerati “fanalino di coda” dell'Unione Europea.

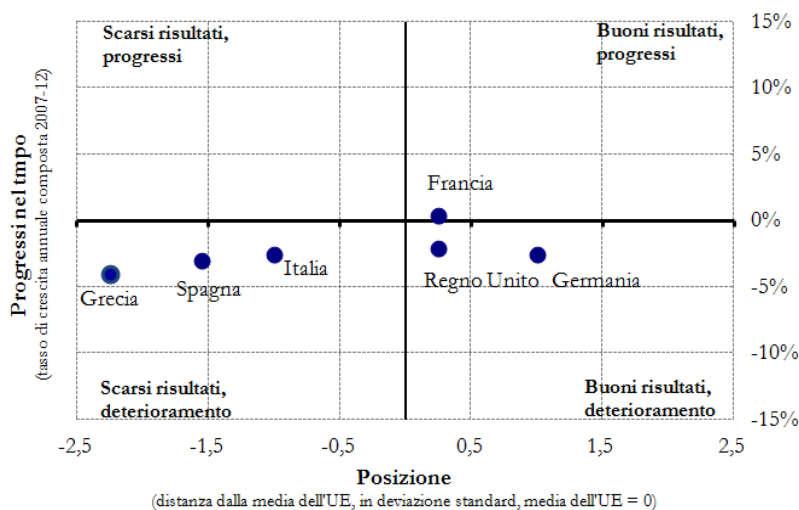


Figura 2 - Sviluppi nell'accesso ai finanziamenti in Europa tra il 2007 ed il 2012⁸

Ciò premesso, si ritiene opportuno, prima di approfondire l'analisi sul mercato del credito in Italia, esaminare quali aziende possano essere considerate PMI. Nonostante la rilevanza di tale concetto, non si riscontra una sua univoca determinazione; si evidenzia, bensì, una rimarcata eterogeneità nelle varie definizioni in relazione all'approccio ed alla prospettiva in base alla quale tali soluzioni vengono enunciate. Partendo dal profilo economico – aziendale, e seguendo poi con quello giuridico, nel prosieguo della trattazione si andrà ad individuare la definizione di PMI adeguata per quest'analisi.

Classificazione dimensionale sotto il profilo economico – aziendale

Nell'ambito di una valutazione di tipo economico-aziendale, numerosi autori hanno segnalato la difficoltà di rilevazione della dimensione aziendale, la sua relatività⁹ e la necessità di considerarne il carattere dinamico quale riflesso dell'evoluzione aziendale lungo tutte le sue varie fasi di vita.

⁷ Si rimanda al primo paragrafo del capitolo successivo per una trattazione più approfondita sul mercato del credito in Italia e sulle misure adottate per sostenere le imprese ed in particolare i finanziamenti alle PMI.

⁸ Grafico rielaborato dai dati tratti dalla relazione annuale: COMMISSIONE EUROPEA, *SME Performance Review – SBA Fact Sheet*, 2012 per i diversi stati considerati.

La natura pluridimensionale di tale nozione pone, pertanto, l'accento sulla necessità di eseguire una valutazione congiunta tra i diversi parametri individuati. Un'analisi fondata solamente sulla puntuale misurazione di un unico parametro, a prescindere dalla sua natura quali-quantitativa, è considerata di per sé poco significativa. Si ritiene quindi imprescindibile ricorrere ad una “definizione che integri criteri sia di tipo qualitativo che quantitativo: mentre i primi ne definiscono le specificità organizzativo – gestionali, i secondi cercano di dare una misura dell'estensione delle stesse.”¹⁰

La scelta dei parametri più espressivi assume tuttavia una connotazione soggettiva all'interno di una gamma d'indicatori comunemente riconosciuti¹¹, tra gli stessi si menzionano: il numero di addetti, l'entità del fatturato, del capitale investito ed il valore aggiunto. Se i primi sono facilmente individuabili, il criterio del valore aggiunto esprime con maggior chiarezza l'attività svolta considerando, sia i volumi di vendita, sia il livello d'integrazione realizzato lungo la filiera produttiva. Qualora ci si appresti a valutare l'estensione delle relazioni tra impresa e l'ambiente esterno, è possibile affidarsi al metodo della quota di mercato detenuta dalla stessa, nonostante la palese influenza causata dall'ampiezza del mercato di riferimento. In ogni caso la scelta degli indicatori da utilizzare andrà inevitabilmente ad influire sulle imprese ricomprese o escluse dall'analisi.

Maggiormente significativi ai fini del presente elaborato sono i parametri di tipo qualitativo che permettono di selezionare le PMI in base alle loro caratteristiche peculiari. Nelle PMI italiane si

⁹ Sul concetto di dimensione d'azienda e sulla sua difficoltà di rilevazione si vedano, in particolare, l'opera di: AMADUZZI A., *Osservazioni intorno alla “dimensione aziendale”*, in AMADUZZI A., *Saggi vari su problemi aziendali*, Giappichelli Editore, Torino, 1966, pagg. 108 e ss. nel quale si afferma che “(...) parlare di problemi relativi alla dimensione di un'azienda, o se si vuole meglio di un'impresa, significa riferirsi ad un complesso di condizioni correlate e non già ad una sola di tale insieme di determinanti”. Si evidenzia, dunque, la connotazione multivariabile del concetto di dimensione aziendale. In merito alla relatività del concetto di dimensione aziendale si veda quanto affermato in CATTANEO M., *Le imprese di piccole e medie dimensioni*, Istituto editoriale cisalpino, Milano, 1963, pagg. 35 e ss.: “La nozione di dimensione d'impresa è in sé indeterminata; ad essa non corrisponde un concetto dotato di significato scientifico e pratico assoluto. La dimensione è, infatti, un carattere della produzione delle aziende e, come tale, è legato da vincoli di reciproca correlazione alla struttura della produzione, nei diversi settori d'impresa, alla sua varia dinamica nel tempo e, in genere, ad ogni mutamento subito dalla gestione. (...) Se indeterminato è il concetto tale è anche la grandezza ad esso riferita allorché si cerchi di «misurare» la dimensione d'impresa”. Simili opinioni si riscontrano anche nelle opere di: CAVALIERI E., *I problemi relativi alla dimensione d'impresa*, in CAVALIERI E., RANALLI F. (a cura di CAVALIERI E.), *Economia aziendale*, vol. II, G. Giappichelli Editore, Torino, 1999, pagg. 338 e ss.; DE FALCO S. E., *Dimensione e competitività della media impresa*, in *Rassegna Economica: rivista internazionale di economia e territorio*, Napoli, vol. 71, fasc. n. 1, 2008, pagg. 76, in cui si afferma che “La dimensione dell'impresa quasi mai è quantificabile (...). I criteri di classificazione tradizionali di tipo quantitativo appaiono fortemente vincolati da impostazioni riduzionistiche, poco inclini a valutare le performance e la capacità competitiva di un'impresa nel suo divenire. Pertanto, è doveroso chiedersi quale debba essere la struttura in grado di far emergere un sistema competitivo assicurando, al contempo, la sopravvivenza dell'impresa.”; DI LORENZO A., *La definizione delle piccole e medie imprese: un problema aperto*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, Casa Editrice RIREA, Roma, fasc. n. 4/5, 2009, pagg. 318 e ss..

¹⁰ DI LORENZO A., *La definizione delle piccole e medie imprese: un problema aperto*, op. cit., pag. 322.

¹¹ Per ulteriori commenti e valutazioni sugli indicatori della dimensione aziendale si veda, oltre alle opere citate nelle due note precedenti, il lavoro di MASSARI M., *La media impresa in Italia, caratteristiche economiche e finanziarie*, ISEDI, Milano, 1977, pagg. 6 e ss..

riscontrano forti connotazioni tipiche dell'impresa familiare¹² che spesso sfociano nella gestione promiscua delle sfere domestiche e personali. La coincidenza fra soggetto economico e management esalta ulteriormente le difficoltà sotto il profilo amministrativo ed organizzativo, nonché nella gestione e nella pianificazione delle strategie aziendali. Ne risente particolarmente il processo decisionale, già influenzato negativamente dalla spiccata predilezione per l'intuitività e da un'elevata propensione al permanere nel tempo della stessa modalità di gestione aziendale; l'assenza di una ricerca della visione strategica e prospettica dell'andamento aziendale comporta il focalizzarsi solo sugli obiettivi di brevissimo termine (qualora questi vengano individuati e perseguiti) dimenticando il necessario bilanciamento delle immediate necessità con fabbisogni ed obiettivi a più ampio respiro temporale.

Altro punto cruciale delle PMI italiane riguarda la presenza di un imprenditore che dispone di abilità in campo finanziario ed amministrativo inadeguate rispetto alle necessità, sebbene sia ampiamente competente sul versante produttivo. Si segnala altresì l'assenza, anche tra i collaboratori più stretti, di soggetti con una buona specializzazione soprattutto in ambito finanziario¹³. I riflessi negativi sotto quest'ultimo profilo si manifestano a causa di una struttura sottocapitalizzata, prevalentemente subordinata alla prevalenza di debiti commerciali e bancari a breve termine. L'accesso al credito, specie a medio / lungo termine, diventa difficoltoso soprattutto in quest'ultimo periodo, anche per effetto delle ridotte dimensioni aziendali e delle scarse opportunità di sviluppo e di crescita.

¹² Si sottolinea l'assenza di coincidenza tra i concetti di piccola impresa ed impresa familiare, nonostante un ampio riscontro pratico per entrambe le tipologie d'azienda. Il family business consiste principalmente nella concentrazione di proprietà, controllo e competenza in un solo soggetto: l'imprenditore – capo famiglia. Se la famiglia spesso riveste un ruolo cruciale nel sostenere finanziariamente l'azienda, spesso nelle realtà di minori dimensioni sono più rilevanti gli aspetti negativi di tale connubio. Le distorsioni in oggetto si manifestano principalmente sulla scelta del personale favorendo i legami affettivi rispetto a professionalità e competenza. Altro fattore che incide profondamente sull'azienda riguarda la distribuzione dei flussi economici sia in termini di apporti in azienda, sia in termini di retribuzioni. In tal modo, non solo vengono inficiati i risultati d'esercizio, ma si rischia anche di alimentare la demotivazione nelle figure professionali estranee al sistema-famiglia.

¹³ Si possono riscontrare alcune tracce di connessione tra le caratteristiche qualitative delle PMI e le dinamiche della relazione con il sistema bancario nel lavoro svolto da RUOZI R. e ZARA C., *Il futuro del credito alle imprese – come cambia il rapporto con le banche*, Egea, Milano, 2003, pagg. 50 e ss.. Attraverso una quarantina di parametri, i due autori hanno demarcato la linea di confine tra impresa semplice e complessa. Per complessità aziendale, nel caso specifico, s'intende la difficoltà riscontrata nella gestione aziendale per effetto dell'incapacità di gestire numerose variabili, seppure queste ricorrano frequentemente nella vita dell'impresa. Nell'opera in analisi i due autori non considerano la complessità aziendale quale conseguenza di una maggiore dimensione; la dimensione della crescita è invece solo una delle quattro grandezze misurate. Si considerano anche la strategia di base (in termini d'incidenza sui margini e d'intensità degli investimenti), la struttura finanziaria e la numerosità delle banche. Il livello di complessità aziendale diviene il nuovo driver guida per ottenere un raggruppamento delle PMI maggiormente omogeneo sul profilo della relazione con gli intermediari creditizi. Sulla base di un set di parametri specificatamente individuati si distinguono le imprese semplici, nelle quali la funzione finanziaria svolge un ruolo accessorio, rispetto alle imprese complesse, nelle quali tale funzione assume una connotazione d'attività strategica facendo ricorso a strumenti con un ampio grado di sofisticazione e straordinarietà. Tale catalogazione, pur essendo particolarmente utile nel distinguere l'operatività in ambito finanziario delle diverse aziende, non ha trovato largo consenso in dottrina.

La determinazione di una chiara ed ufficiale organizzazione interna viene soppiantata dai forti contatti personali tra direzione e manodopera, creando distorsioni nella gestione del personale ed ampliando il divario di una gestione efficace ed efficiente dell'impresa. Le sue esigue dimensioni rispetto ai competitors dello stesso settore di mercato vanno a determinare una forte asimmetria negativa nel potere contrattuale verso i soggetti esterni e, generalmente, ciò è sintomo anche del presidio di una quota ridotta del mercato di riferimento.

È interessante notare come dagli elementi distintivi delle PMI discendano direttamente anche alcuni punti di forza quali l'elevata specializzazione ed innovazione, l'alta flessibilità e il rapporto molto diretto coi clienti.

Classificazione dimensionale sotto il profilo giuridico

Nel quadro legislativo italiano la classificazione dimensionale delle imprese assume determinate peculiarità in relazione al contesto d'azione per il quale è stata delineata; i parametri individuati sono diversi ed ognuno strettamente connesso con lo specifico ambito di applicazione¹⁴. Se per l'esonero dalla tenuta delle scritture contabili è sufficiente il duplice criterio della prevalenza stabilito all'art. 2083 del c.c., per potersi avvalere del bilancio in forma abbreviata si prevedono, invece, tre soglie individuate all'art. 2435 bis c.c. in termini di totale attività, ricavi di vendita e dipendenti. Altro rilevante limite dimensionale riguarda le soglie di fallibilità definite all'art. 1 della L. Fall.; con la riforma del 2007 il legislatore ha provveduto ad eliminare il riferimento al piccolo imprenditore sostituendolo con l'osservanza congiunta di tre criteri. In questo caso il riferimento riguarda un attivo patrimoniale inferiore ad € 300 mila, ricavi lordi circoscritti entro € 200 mila ed un'esposizione debitoria contenuta entro € 500 mila. Sebbene i primi due parametri siano simili, nonostante la differenza negli importi, il terzo parametro misura la specificità della definizione dimensionale nell'ambito della fallibilità.

Per una comune identificazione di PMI sotto il profilo giuridico è necessario delimitare l'analisi al contesto europeo; come precisato nel Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005¹⁵ in tema di agevolazioni alle imprese, la classificazione di PMI al momento adottata in Italia

¹⁴ Sulla stretta connessione tra scopo d'identificazione e parametri utilizzati, tra tutti si segnalano: CAVALIERI E., *I problemi relativi alla dimensione d'impresa*, in CAVALIERI E., RANALLI F. (a cura di CAVALIERI E.), *Economia aziendale*, vol. II, Giappichelli Editore, Torino, 1999, pagg. 341 e ss. e l'articolo di DI LORENZO A., *La definizione delle piccole e medie imprese: un problema aperto*, op. cit., pagg. 323 e ss., nei quali si ripercorrono nel dettaglio le varie definizioni individuate dal legislatore italiano.

¹⁵ Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 238 del 12 ottobre 2005, tale Decreto recepisce la Raccomandazione 2003/361/CE. Dall'aprile 1996 è stata creata una definizione comunitaria delle SMEs "small and medium-sized enterprises" secondo quanto stabilito nella Raccomandazione della Commissione Europea n. 1996/280/CE. Attualmente i criteri in vigore seguono quanto stabilito nei Regolamenti (CE) n. 363 e 364 del 25 febbraio 2004, i quali riportano sostanzialmente quanto precedentemente specificato nella Raccomandazione n. 2003/361/CE,

è conforme a quella indicata dall'Unione Europea. Tale definizione è stata ravvisata riponendo l'attenzione sul profilo dimensionale dei diversi soggetti che svolgono un'attività economica¹⁶; in particolare, la suddetta normativa traccia tre livelli: microimprese, piccole e medie imprese.

I parametri individuati riguardano il numero di unità lavorative annuo (ULA) effettivamente impiegate ed una tra le soglie determinate in termini di fatturato annuo o di totale di bilancio, a seconda della fattispecie di attività economica svolta; l'innovazione apportata riguarda invece una precisa delimitazione anche per le microimprese¹⁷, le quali non vengono più identificate in via residuale. Nella tabella seguente si riportano gli aggiornamenti dei limiti dimensionali in vigore dal 2005¹⁸.

Categoria d'impresa	Unità lavorative effettive annue	Fatturato annuo	Totale di bilancio
Media	Inferiore 250	≤ € 50 milioni	≤ € 43 milioni
Piccola	Inferiore 50	≤ € 10 milioni	≤ € 10 milioni
Micro	Inferiore 10	≤ € 2 milioni	≤ € 2 milioni

Tabella 1 - Valori soglia nella definizione di SME¹⁹

La classificazione di PMI appena descritta viene adottata quale strumento d'individuazione dei soggetti beneficiari in materia di aiuti di stato e nell'ambito dell'attuazione degli strumenti di finanziamento e sovvenzione predisposti dall'Unione Europea. Questa distinzione viene adottata anche dagli Stati Membri della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e del Fondo Europeo

pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea L. n. 124 del 30 maggio 2003. Questi nuovi parametri sostituiscono i precedenti a decorrere dal 1 gennaio 2005.

¹⁶ Prima di esaminare le soglie dimensionali, è necessario notare la particolarità del concetto d'impresa ivi considerato. Ponendosi l'attenzione sull'aspetto sostanziale dell'effettivo svolgimento dell'attività economica e non sulla forma giuridica assunta, si scioglie un nodo in passato controverso relativo all'inclusione di entità quali enti no profit, imprese artigiane, individuali e familiari. Nella Raccomandazione della Commissione delle Comunità Europee 2003/361/CE del 6 maggio 2003 si legge, infatti, che "si deve considerare impresa qualsiasi entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che svolga un'attività economica, incluse in particolare le entità che svolgono un'attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che svolgono regolarmente un'attività economica".

¹⁷ Nell'originaria definizione europea si ricomprendevano tra le medie imprese le entità che utilizzavano meno di 250 unità lavorative annue e che presentavano un fatturato annuo non superiore a € 27 milioni o un totale di bilancio non superiore a € 40 milioni. Per le piccole imprese gli stessi limiti assumevano valori inferiori, pari a 50 dipendenti, € 7 milioni di fatturato annuo ed € 5 milioni di totale di bilancio. La micro impresa, invece, veniva identificata attraverso il solo vincolo di impiegare meno di 10 unità lavorative effettive annue.

¹⁸ Si ritiene opportuno dare risalto alla presenza di un ulteriore requisito: l'indipendenza di tali entità giuridiche. Vanno dunque escluse da tale definizione le imprese che, pur rientrando in due dei parametri appena descritti, sono ricomprese all'interno di un gruppo societario. In presenza di legami partecipativi, non è più possibile considerare l'azienda come un'entità indipendente; si estromettono pertanto dall'accesso ai benefici conseguenti allo status di SMEs le aziende che presentano un controllo (diretto o indiretto) sul capitale sociale o sui diritti di voto; come stabilito all'art 3.4 All. alla Raccomandazione della Commissione delle Comunità Europee 2003/361/CE del 6 maggio 2003.

¹⁹ Rielaborazione su dati tratti dalla Raccomandazione della Commissione delle Comunità Europee 2003/361/CE.

per gli Investimenti (FEI)²⁰. Tuttavia, nella raccomandazione non si richiede venga impiegata anche dagli organismi di ricerca e dagli istituti di statistica ai fini di una maggiore comparabilità dei dati d'analisi. Inoltre, sebbene tale definizione trovi ampia applicazione all'interno del contesto europeo, è doveroso segnalare sia l'azione di un ulteriore criterio distintivo all'interno della normativa di Basilea 2²¹, sia l'assenza di una comune classificazione di PMI a livello internazionale²². Ai fini del presente lavoro, anche qualora si riuscisse ad uniformare la definizione di PMI ci si scontrerebbe con la difficoltà di gestire ed adeguatamente analizzare diverse situazioni economiche dei paesi considerati e relative le influenze nel sistema bancario.

Uno sguardo generale alle specificità e problematiche della struttura finanziaria nei soggetti in analisi

A prescindere dal metodo identificativo adottato è opportuno notare l'estensione dell'agglomerato d'impresе che ne risulta, non tanto in termini quantitativi, quanto sotto il profilo qualitativo. All'interno di tale raggruppamento sono presenti aziende dalle caratteristiche assai eterogenee, sia per quanto riguarda il campo d'attività, sia per quanto concerne gli aspetti organizzativi, il modello di business adottato, la struttura proprietaria, le prospettive di crescita e d'innovazione. Tale varietà si ripercuote generalmente anche in una vasta gamma di atteggiamenti differenti nell'ambito delle decisioni di carattere finanziario, come si dimostrerà in seguito; è tuttavia possibile delineare uno schema generalmente adottato per la gestione finanziaria all'interno delle PMI²³.

²⁰ Si evidenzia che, nonostante si lasci l'opportunità per i due enti di cui sopra d'individuare dei valori inferiori a quelli delineati nella Raccomandazione 2003/361/CE, tale facoltà viene concessa nell'ottica di agevolare "una precisa categoria di PMI". Ciò non sottintende la possibilità di individuare una nuova definizione di PMI, solamente di restringere l'area delle società beneficiarie.

²¹ Nell'Accordo di Basilea 2 i cluster dimensionali per le imprese vengono distinti semplicemente in relazione al fatturato. Le imprese Retail, con fatturato inferiore ad € 5 milioni, le SME Corporate con fatturato compreso tra € 5 e 50 milioni e le aziende Corporate con fatturato superiore ad € 50 milioni per le quali non è previsto alcun aggiustamento nella valutazione del rating, a differenza di quanto previsto per le due classi dimensionali precedenti alle quali il coefficiente di correlazione inferiore, decurtato di una quota pari a $0,04 * 1 - [(S - 5) / 45]$ considerando per S il fatturato annuale ricompreso tra € 5 e 50 milioni. Per le imprese Retail il fatturato viene assunto pari a € 5 milioni ai fini della ponderazione del rischio nell'esposizione.

²² Mentre per il Canada l'unico parametro considerato dal Ministero dell'Industria Canadese è il numero di dipendenti, negli Stati Uniti la definizione di PMI richiama quanto stabilito dal dipartimento governativo "Small Business Administration Size Standard Office" attraverso il Titolo 13 del "Code of Federal Regulations", all'interno del quale vengono indicati i diversi riferimenti in base al settore industriale di appartenenza (generalmente si considerano il numero di impiegati o le entrate annue). RUSSO A., *Small business in USA: tratti distintivi ed evolutivi*, in MARINIELLO L. F., *Controlli interni ed esterni nelle PMI nella prospettiva di Basilea 2 e degli IFRS*, FrancoAngeli, Milano, 2009, pagg. 239 e ss., ricorda inoltre che la definizione di Small business delineata negli Stati Uniti include anche diverse società quotate, oltre alle entità individuali. Come messo in luce anche da DI LORENZO A., *Definizione delle piccole e medie imprese in Italia*, in MARINIELLO L. F., *Controlli interni ed esterni nelle PMI nella prospettiva di Basilea 2 e degli IFRS*, op. cit., pagg. 186 e ss., la semplice incomparabilità tra queste nozioni, con quella adottata in ambito europeo dimostra l'impossibilità di compiere un'analisi con denotazione internazionale.

²³ Per un'analisi più dettagliata a proposito delle principali caratteristiche delle PMI in Italia si veda: GITTO A., *L'evoluzione della funzione finanza nelle PMI italiane*, Quaderni monografici Rirea n. 79 Allegato alla Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, fasc. n. 3-4, 2009.

Queste imprese, come anticipato, si contraddistinguono per la presenza di un soggetto imprenditoriale privo di radicate conoscenze in ambito finanziario, il quale generalmente si affida al suo intuito o a soggetti adibiti al controllo amministrativo - contabile, nell'appannaggio che tale preparazione risulti sufficientemente adeguata anche per l'area finanziaria. Il focus sulle proprie conoscenze personali e la convinzione che queste siano un valido strumento di guida per la gestione aziendale, fanno venir meno i principi di una corretta conduzione soprattutto in campo finanziario. Sono proprio queste mancate competenze che spesso vanno ad alimentare le criticità di una funzione già di per sé complessa. Inoltre, "la criticità delle scelte finanziarie viene spesso recepita più per condizionamenti ambientali e per processi imitativi originati da pressioni concorrenziali (comportamenti finanziari adattivi), che come un'area decisionale da presidiare nella consapevolezza dei legami con gli equilibri gestionali, in specifico riferimento alle interrelazioni delle scelte finanziarie con la redditività, il rischio, lo sviluppo, il valore dell'impresa (comportamenti finanziari pro-attivi)"²⁴. Affrontare le decisioni finanziarie attraverso una logica adattiva, o tramite strategie follower rispetto ad un leader di mercato, senza però considerare l'imprescindibile nesso con le specificità della propria azienda (sia in termini di strategia competitiva, commerciale e produttiva, sia relativamente ai vincoli impliciti del proprio fabbisogno finanziario) potrebbe portare ad intraprendere delle iniziative non sostenibili nel lungo periodo. Se è necessario verificare il proprio posizionamento rispetto alla concorrenza, è altrettanto indispensabile individuare un proprio percorso, esclusivo e improntato su un ampio orizzonte temporale.

Questa semplice premessa indica il sorgere di una linea di demarcazione tra grandi imprese e PMI e ciò si riflette sia in una differente conduzione della funzione finanziaria all'interno delle aziende, sia in un netto contrasto nelle modalità di gestione del rapporto con il settore bancario. Le scarse competenze finanziarie possono favorire la diffusione dell'utilizzo di strumenti finanziari semplici e facilmente accessibili, a discapito delle innovazioni finanziarie di cui spesso si avvalgono le grandi imprese²⁵. Se di per sé la tipologia di strumento e la sua complessità sono significativi solo

²⁴ PAVARANI E., *Lo sviluppo della funzione finanziaria*, in PAVARANI E., TAGLIAVINI G., Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore, McGraw-Hill, Milano, 2006, pag. 24.

²⁵ GIANNOTTI G., *Evoluzione del rapporto tra banche e piccole imprese italiane: inquadramento teorico ed evidenze empiriche*, in Studi e note di Economia, n. 2, 2001, pagg. 157 e ss. "il comparto delle grandi imprese ha, progressivamente, accresciuto l'importanza attribuita al mercato finanziario (...), al contempo, ha incrementato la domanda di servizi innovativi ad elevato valore aggiunto. (...) Nel caso delle piccole e medie imprese tale evoluzione non si è ancora registrata e le relazioni bancarie risultano povere e fondate sulla prassi del pluri affidamento e su una scarsa volontà reciproca di costruire proficue sinergie." A ben vedere, nell'analisi svolta da FURESI A., MINOJA M. e ZATTONI A., *Struttura patrimoniale - finanziaria e competitiva delle piccole e medie imprese. Un confronto a livello europeo*, in Banche e Banchieri, fasc. n. 3, 1999, pagg. 257 e ss. su dati del 1994-1996 si giustifica una maggiore preferenza per il capitale di terzi, in particolare per i debiti finanziari a breve scadenza, da parte delle PMI italiane rispetto al campione europeo con un minor sviluppo della cultura finanziaria nel management nazionale e con la conseguente concentrazione sulle forme di finanziamento più tradizionali quali lo scoperto di conto corrente e lo sconto di crediti commerciali. Si può pertanto dedurre che tale particolare rapporto banca - impresa non derivi da una connotazione speci-

ai fini dell'analisi statistica, come si approfondirà nel paragrafo relativo ai vincoli impliciti nella determinazione del fabbisogno finanziario, il problema assume particolare rilevanza dal momento in cui gli strumenti utilizzati non dimostrino una configurazione adeguata rispetto alle reali necessità di finanziamento. Se talvolta il ricorso allo scoperto di c/c può essere la forma maggiormente opportuna, ciò non può dirsi per ogni situazione. Anche la scelta della modalità di finanziamento dovrebbe, pertanto, rispecchiare le esigenze aziendali sia riguardo alle manifestazioni finanziarie dei flussi relativi agli oneri finanziari, sia relativamente agli altri aspetti quantitativi e qualitativi che distinguono le diverse forme di finanziamento.

Ulteriori fattori che contribuiscono ad un peggioramento delle condizioni di finanziamento da parte degli istituti di credito possono derivare dalla presenza di una base societaria circoscritta. In primo luogo, limitando il numero di soci ai soli membri della famiglia o ad un paio di figure chiave per l'azienda, i versamenti di capitale proprio corrisponderanno, con molta probabilità, ai proventi derivanti dai loro investimenti. Un basso livello di diversificazione in questi portafogli potrebbe sviluppare delle influenze negative sulle eventuali future disponibilità ad effettuare ulteriori, e magari imprevisti, versamenti di mezzi propri. Inoltre, in tali tipologie di gestione aziendale si accentuano i rischi derivanti da condotte opportunistiche ed asimmetrie informative a discapito sia degli stakeholders estranei dalla sfera familiare, sia dei soggetti finanziatori di natura istituzionale. A ciò va aggiunta una marcata preferenza, da parte di tali imprenditori ad evitare di cedere una quota, seppur minoritaria, del controllo sull'azienda²⁶. Questo attaccamento alle quote sociali si manifesta principalmente quale diretta conseguenza dei vantaggi derivanti dal controllo, soprattutto in relazione alla possibilità di perpetuare la commistione tra sfera aziendale e familiare, senza tralasciare il desiderio d'indipendenza e libertà nel gestire l'azienda.

Un quadro generale così delineato dovrebbe implicare una maggiore preferenza da parte delle PMI alla capitalizzazione anziché al puntuale ricorso al capitale di debito. Tuttavia, oltre ad una naturale preferenza per l'affrontare il rischio con capitali altrui, nelle evidenze empiriche si evidenzia un largo sovra-utilizzo del debito bancario a breve termine generalmente rinnovato ad ogni scadenza, perdendo di vista sia il bilanciamento tra fabbisogni e fonti, sia l'imprescindibile correlazione temporale tra queste grandezze²⁷. Si sottolinea, inoltre, il conseguente deterioramen-

fica della condizione di piccola o media impresa ma sia conseguenza dei tratti distintivi delle PMI italiane. "Il fatto che le imprese italiane siano in media relativamente piccole rispetto ai principali confronti internazionali ha un suo peso nello spiegare il livello elementare della finanza: ciò non solo nella sua espressione immediata di una struttura finanziaria molto indebitata e centrata sul debito a breve, ma anche nella scarsa considerazione di cui la finanza stessa continua a godere nella visione comune degli imprenditori e delle imprese, soprattutto quelle piccole e medie", come affermato da FORESTIERI G., *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2009, pag. 21.

²⁶ MASSARI M., *La media impresa in Italia, caratteristiche economiche e finanziarie*, op. cit., pagg. 106-109.

²⁷ PROVENZANO G., *Mercato finanziario ed innovazione finanziaria. Riflessioni sulle condizioni di equilibrio finanziario di azienda*, Giappichelli Editore, Torino, 1988, pag. 87 sostiene come "La gestione finanziaria è chiamata a ricercare una

to del merito di credito dell'azienda stessa ed un incremento del rischio finanziario correlato a tale pratica²⁸.

Sebbene sia innegabile il tentativo di limitare i costi correlati ai finanziamenti, la loro analisi è afflitta sia da un'attenzione quasi ossessiva per la verifica delle commissioni e dei giorni valuta applicati, tralasciando ogni altra voce rilevante, sia dall'influenza delle valutazioni di carattere fiscale. A prima vista un giudizio fondato sul costo effettivo dell'operazione è corretto, ma non si può prescindere da una valutazione globale di tutti i costi sostenuti (siano essi espliciti o taciti). Inoltre, si deve considerare l'effettiva compatibilità tra la tipologia di finanziamento e le reali esigenze aziendali attuali e future.

Nelle PMI, infatti, l'analisi finanziaria passa spesso in secondo piano e, talvolta, viene sostituita con un banale resoconto delle operazioni storiche, privo di alcuna valenza previsionale²⁹. Non si avverte la necessità di prevedere l'andamento del fabbisogno finanziario in anticipo rispetto all'effettiva esigenza, riuscendo in tal modo a contrastare eventuali eccessi di liquidità con i vari momenti di maggiore necessità. Sarebbe, invece, auspicabile una progressiva evoluzione verso una gestione finanziaria che si collochi all'interno di un sistema di valutazioni ex ante, simulazioni prospettiche al fine di poter anticipare ed influenzare le decisioni strategiche. Al fine di una gestione finanziaria efficace ed efficiente non si può relegare tale funzione quale mero strumento per la realizzazione delle strategie e degli investimenti pianificati; la finanza aziendale deve porsi quale variabile di rilievo all'interno del quadro decisionale utilizzato per l'individuazione delle politiche aziendali. Fabbisogno finanziario attuale e prospettico, capacità di stabilizzarne l'andamento e possibilità di evitare imprevisti picchi di fabbisogno possono delinearci quali leve per sviluppare

continua armonia quantitativa, qualitativa - temporale, tra i flussi ed i deflussi potenziali ed effettivi; in sintesi, a ricercare la migliore struttura tra investimenti e finanziamenti, capace di condurre e di mantenere in armonia la continua serie di flussi e di deflussi finanziari che da essi si originano e si origineranno”.

²⁸ Nell'analisi empirica svolta da SALOTTI V., *La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane e il rapporto con le banche: il triennio 1998-2000*, in Banca, Impresa e Società, fasc. n. 1, 2007, pag. 133, in riferimento ad una selezione di PMI operative nel settore manifatturiero italiano negli anni 1998-2000, si afferma che “la relazione negativa tra dimensione e grado d'indebitamento può essere spiegata considerando la patrimonializzazione, che risulta crescente con la dimensione aziendale”, nonostante, nel prosieguo a pag. 141, “i livelli di patrimonializzazione sostenuti costituiscono un elemento positivo nella valutazione del merito di credito delle imprese da parte delle banche”. Il generalizzato contenimento del grado di patrimonializzazione viene spesso accompagnato da un'elevata incidenza di crediti e debiti commerciali dovuta ad ampie dilazioni di pagamento, come sottolineano FURESI A., MINOJA M. e ZATTONI A., *Struttura patrimoniale – finanziaria e competitiva delle piccole e medie imprese. Un confronto a livello europeo*, op. cit., pag. 257 argomentando che “questa struttura dal lato della qualità dell'attivo appare intrinsecamente rischiosa, sia per la riduzione delle disponibilità liquide connessa alle dilazioni di pagamento, sia per i rischi di default dei debitori, tanto più rilevanti nelle fasi negative del ciclo”. Un incremento dei rischi finanziari derivanti dall'incertezza di rinnovo negli affidi bancari a breve scadenza e dalla possibilità di variazioni sfavorevoli nelle condizioni contrattuali viene sottolineato da DEL POZZO A., *Controllo finanziario e rischio di default*, FrancoAngeli, Milano, 2009, pag. 88 e 4.

²⁹ Per un riepilogo dei vantaggi derivanti dalla previsione e pianificazione finanziaria si veda l'opera di: DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, Bancaria Editrice, Roma, 2011, pag. 223.

un vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza; tra i benefici conseguenti va annoverata anche la possibilità di aggirare lo svantaggio in termini di potere contrattuale subito nel rapporto con gli istituti di credito, la possibilità di difendere l'equilibrio finanziario sia nel breve che nel medio lungo periodo e, come approfondiremo in seguito, un consistente contenimento del rischio di liquidità.

Nelle PMI, tuttavia, non ci si pone nell'ottica di ricercare e valutare l'equilibrio finanziario, piuttosto, si può parlare di fissazione di un importo d'indebitamento minimo costante nel tempo che riesca a coprire le principali esigenze di liquidità giornaliera. Qualora il debito individuato si riveli insufficiente, si procederà a tornare a prestito presso il mercato dei capitali, con inevitabili ripercussioni nell'entità degli oneri finanziari. Si delinea così un inopportuno sbilanciamento verso il brevissimo termine.

Una simile gestione implica il duplice svantaggio di favorire una maggiore sensibilità agli squilibri di liquidità (in ordine principalmente ad una tempestiva rilevazione, meglio se anticipata, degli stessi, piuttosto che alla loro entità) e facilitare lo sviluppo di una struttura finanziaria sottocapitalizzata, nella quale il ricorso al capitale bancario si fa eccedente rispetto alle reali necessità di finanziamento a breve termine. Ne consegue l'instaurarsi di una configurazione fortemente vincolata dagli istituti di credito, sia in termini di costo del finanziamento, sia quale permanente dipendenza dal continuo rinnovo della disponibilità a concedere ulteriore credito.

Qualora si considerino le aziende di minori dimensioni (pur rimanendo all'interno della categoria delle PMI), si può notare che ogni scelta in materia di finanziamento viene supportata e quasi delegata a consulenti esterni. Un simile affidamento sarebbe plausibile in sede di definizione iniziale della struttura finanziaria ottimale per l'azienda; in seguito è auspicabile evitare di delegare l'analisi dell'andamento finanziario e le operazioni di previsione e pianificazione ad un soggetto esterno il quale, per la natura della sua connotazione, non dispone di un quadro completo delle esigenze finanziarie di ogni altra funzione aziendale.³⁰

1.2 La ricerca della struttura finanziaria ottimale secondo l'approccio teorico aziendalistico

La scelta della struttura patrimoniale ideale assume molteplici risvolti pratici nel cogliere a fondo le distinzioni tra le fonti di finanziamento, senza limitarsi alle diverse caratteristiche, bensì consi-

³⁰ MASSARI M., *La media impresa in Italia, caratteristiche economiche e finanziarie*, op. cit., pagg. 104 e ss..

derandone gli effetti e le implicazioni nella gestione aziendale a tutto tondo, sia nel breve, sia in un orizzonte temporale più ampio.

Nel seguito del paragrafo si riepilogheranno le principali posizioni dottrinali con l'obiettivo di delineare quali siano gli elementi che maggiormente influenzano gli imprenditori ed i manager in merito alla copertura del fabbisogno finanziario aziendale.

Le teorie individuate dagli studiosi³¹ seguono due filoni: una prima corrente di natura aziendalistica poggia sulla leva finanziaria e sul cash flow per approdare alle funzioni di pianificazione finanziaria e di tesoreria. Di contro, il secondo percorso punta sull'ottica finanziaria: attraverso le critiche alle proposizioni di Modigliani e Miller, man mano si sgretola l'assunzione d'irrelevanza delle scelte finanziarie e, nelle teorie più recenti, si giunge a correlare le scelte finanziarie con il ciclo di vita aziendale.

A livello dottrinale esistono pertanto diverse classificazioni per le fonti di finanziamento³²; assumendo la durata temporale quale criterio di distinzione, la ripartizione avviene tra capitale permanente (costituito dai versamenti di capitale sociale e dall'autofinanziamento³³), passivo consolidato e passivo corrente. Mentre nell'ottica imprenditoriale generalmente si tende a distinguere tra fonti interne e fonti esterne di finanziamento in base al soggetto che materialmente rende disponibile il capitale, la vera questione riguarda la distribuzione del rischio tra i vari finanziatori interni o esterni all'impresa e i diversi privilegi nelle modalità di rimborso. Destinazione permanente in azienda, rimborso subordinato al preventivo risarcimento dei creditori ed incertezza nell'effettivo rientro del capitale vanno ad influire pesantemente sul rischio e, di riflesso, anche sulle attese di remunerazione da parte degli stessi azionisti.

La scelta nel bilanciamento all'interno delle fonti di finanziamento rileva, pertanto, principalmente sotto tre prospettive: la ripartizione tra capitale proprio e mezzi di terzi, i costi di finanziamento e la congruenza temporale con i fabbisogni finanziari. L'individuazione del rapporto d'indebitamento ottimale non consiste semplicemente nel riconoscere la perfetta ripartizione tra le due macrotipologie di finanziamento: oltre ad un costante aggiornamento ed adeguamento di tale scelta, è opportuno considerare numerosi fattori a partire dall'entità dell'importo da finanziare, i costi e le attese di remunerazione previste.

³¹ Si rende necessario segnalare che le teorie in seguito presentate sono per la maggior parte sviluppate basandosi su dati relativi alle maggiori imprese, generalmente con sede negli Stati Uniti, contraddistinte dalla presenza di un azionariato diffuso ed una netta separazione tra proprietà e controllo; ove opportuno s'indicheranno eventuali particolarità che potrebbero modificare l'analisi della struttura finanziaria nelle piccole e medie imprese.

³² A titolo esemplificativo si vedano le ripartizioni effettuate da: DE LUCA P., FERRI S., *Le scelte di finanziamento in ottica strategica. Equity, debito e strumenti ibridi*, Ipsoa – Gruppo Wolters Kluwer, Milano, 2009, pagg. 21 e ss..

³³ L'autofinanziamento consiste nel reinvestimento in azienda degli utili non distribuiti. Questo flusso interno di capitale assume un trend legato sia all'andamento economico generale del settore di appartenenza, sia all'indirizzo assunto dall'azienda stessa; da ciò discende la connotazione d'instabilità nella sua dinamica temporale.

Nella prassi il focus ricade molto spesso solo sui costi del finanziamento; si sottolinea la necessità di ridimensionare la rilevanza di tale strumentazione lasciando spazio anche agli altri risvolti di un'ottima struttura di capitale. In ogni caso, si considereranno gli oneri nel loro complesso, comprendendo i costi complessivi, espliciti ed impliciti, sia del capitale proprio ma anche dei mezzi di terzi. Ciò che va minimizzato è il costo medio ponderato del capitale, pur senza compromettere un buon livello di remunerazione di tali fonti. Si tratta di bilanciare i costi aziendali con le remunerazioni richieste dall'esterno, incrociando le esigenze di finanziamento con gli oneri connessi alla disponibilità del capitale.

Se per la maggior parte delle imprese si ritiene di primaria importanza la semplice individuazione dell'effettivo importo del fabbisogno finanziario aziendale, è necessario anche analizzarne la natura e la dinamica temporale così da trarne degli elementi di valutazione utili alla scelta della forma di finanziamento più consona alle necessità aziendali. Affrontando la questione attraverso un punto di vista più ad ampio spettro si dovrà tener conto dell'integrazione dei bisogni delle diverse funzioni aziendali e del necessario bilanciamento con gli obiettivi di breve termine e le strategie aziendali, siano esse già in atto o semplicemente in corso di valutazione.

a. Vincoli impliciti nella determinazione del fabbisogno finanziario

Il filone d'analisi basato sull'ottica aziendalistica poggia le sue considerazioni sul concetto di fabbisogno finanziario³⁴ sia quale necessario recupero degli investimenti effettuati per adeguare la struttura produttiva alle attuali esigenze di mercato, sia in termini di finanziamenti per sostenere lo sviluppo delle vendite.

Prescindendo dalle specificità aziendali che vanno ad influire su tale voce d'analisi, si distingue il fabbisogno legato al capitale fisso³⁵ dal fabbisogno di capitale circolante commerciale netto. Assumendo quest'ultimo un andamento fluttuante, si rende necessario monitorarne l'evoluzione in un'ottica non solo storica ma soprattutto previsionale. Una mancata distribuzione temporale di acquisti, sostituzioni e opere di manutenzione del capitale immobilizzato nel corso degli anni può rivelarsi la causa di un notevole scostamento tra la curva degli esborsi e l'autofinanziamento disponibile. Una buona gestione finanziaria richiederà dunque di normalizzare l'andamento di en-

³⁴ Qualora il fabbisogno finanziario si manifesti in forma positiva, si dovrà decidere se reinvestire il surplus in azienda, procedere ad una distribuzione di utile ai soci oppure utilizzare tale somma quale finanziamento per ulteriori nuovi investimenti.

³⁵ Fabbisogno legato al capitale fisso corrisponde ai finanziamenti necessari per dotare l'azienda delle immobilizzazioni poste al servizio del ciclo produttivo. Come evidenziato da: CANTONI E., *Fabbisogno finanziario e crescita sostenibile: un modello a supporto della pianificazione*, in *Amministrazione e Finanza*, fasc. n. 9, 2010, pagg. 51 e ss., questo specifico fabbisogno non varia ad ogni variazione della crescita aziendale, bensì assume un andamento per scaglioni "secondo precisi livelli soglia della capacità produttiva".

trambi i flussi in analisi, sia rinnovando gradualmente le immobilizzazioni, sia sviluppando costantemente la capacità aziendale di accrescere ed accumulare tale flusso interno di liquidità³⁶.

Relativamente all'andamento del capitale circolante commerciale netto diviene opportuno considerare il binomio composto dalle variazioni nel magazzino e dalle modifiche sulle voci di crediti e debiti; in relazione a tali fattori vanno rilevate non solo le oscillazioni subite negli importi puntuali ma anche gli scostamenti dei corrispondenti tassi di rotazione³⁷. Quest'analisi del ciclo monetario, unita all'andamento del fatturato aziendale e alle stime di crescita futura, permette di esaminare complessivamente la solvibilità operativa dell'azienda nel breve periodo³⁸.

Non si ritiene sufficiente limitarsi alla puntuale, per quanto approfondita, rilevazione di tale fabbisogno per i successivi 12 mesi, in quanto, al fine di migliorare la gestione finanziaria e la capacità aziendale di attrarre capitali, è altresì necessario porre attenzione alle molteplici relazioni tra questo fabbisogno e gli equilibri aziendali. Se il legame tra il fabbisogno e gli equilibri finanziario e monetario si riferisce alla ricerca di copertura delle obbligazioni contratte, ed è pertanto nota la correlazione tra i due equilibri, diventa altrettanto evidente il collegamento anche con l'equilibrio reddituale. Le relazioni tra struttura patrimoniale, liquidità e redditività aziendale s'intrecciano in un vincolo di lungo periodo al quale la funzione finanziaria deve tendere così da permettere la copertura del fabbisogno finanziario nel breve periodo. Non si ritiene pertanto esaustiva un'analisi che si limiti al raffronto tra costi sostenuti per il finanziamento e redditività degli impieghi, pur essendo quest'ultimo un confronto non trascurabile.

Senza presunzione di completezza in quanto, date le specificità di ogni azienda, si potrebbero facilmente delineare molteplici vincoli peculiari di cui tener conto, secondo un autore³⁹ i principali

³⁶ FELISARI G., *Il credito alle imprese. Logica di valutazione e sistemi esperti*, FrancoAngeli, Milano, 1993, pagg. 45-55.

³⁷ Nell'opera di DEL POZZO A., *Controllo finanziario e rischio di default*, op. cit., pagg. 106-107, si segnalano i limiti impliciti nell'utilizzo dei tassi di rotazione del capitale circolante netto operativo quali la non omogeneità e l'incapacità di evidenziare direttamente una tendenza positiva o negativa. Questi tassi richiedono pertanto una valutazione che sappia tener conto anche del relativo universo di connessioni. Tuttavia se ne evidenziano anche i pregi, i quali si manifestano principalmente nel consentire la stima previsionale del trend del fabbisogno di CCCN e del cash flow; inoltre, condizionando l'andamento del ROI, si traducono in uno strumento per leggerne le variazioni. Per ottenere un quadro completo sulle variazioni del capitale circolante si evidenzia, oltre a ciò, l'imprescindibilità di considerare l'impatto di eventuali modifiche nei criteri di valutazione a bilancio di tali poste e gli effetti derivanti da modifiche nella durata del ciclo monetario. Banalmente anche la semplice decisione di fatturazione puntuale o mensilizzata crea una dilazione nei tempi d'incasso anche di 30 giorni.

³⁸ Nell'articolo di PAVESI F. V., *Circolante, redditività e indebitamento. Esiste una correlazione diretta?*, in *Amministrazione e Finanza*, fasc. n. 5, 2011, pagg. 45-50, si evidenzia la correlazione riscontrata tra capitale circolante, redditività e debiti finanziari tramite l'ausilio del coefficiente di correlazione lineare r . Il legame, dimostrato nell'analisi empirica su un campione italiano di bilanci dal 2005 al 2009, testimonia l'importanza di una consapevole gestione del circolante. Si dimostra, infatti, un grado di dipendenza, generalmente negativo, tra l'andamento del circolante e gli indici di redditività. Solo restringendo il campione alle imprese redditizie si può notare l'assenza d'interferenza tra circolante e redditività delle vendite; nel caso invece di imprese costantemente in perdita si assiste ad un'anomala riduzione del circolante dovuta da un aumento dei debiti.

³⁹ GUELFY S., *Le politiche di copertura del fabbisogno*, in A. F. *Analisi Finanziaria*, fasc. n. 21, 1996, pagg. 4-26. Sul legame tra questi equilibri ed il fabbisogno finanziario aziendale si veda anche DEL POZZO A., *Controllo finanziario e rischio di default*, op. cit., pagg. 4-5.

punti sui quali porre attenzione. Sebbene queste relazioni siano ben note a livello teorico, in sede di valutazione delle necessità finanziarie aziendali esse spesso non trovano adeguato riscontro pratico.

Si sottolinea dunque l'indispensabilità di ricercare un equilibrio tra l'andamento dei fabbisogni aziendali e la liquidità disponibile⁴⁰. Attraverso la pianificazione è possibile analizzare la distribuzione temporale dei flussi in entrata ed in uscita, al fine di prevedere l'importo di liquidità necessario. Ciò che si deve evitare è il rischio di liquidità, ovvero si tratta d'impedire che la difficoltà di reperire disponibilità monetarie limiti la capacità aziendale di far fronte alle proprie obbligazioni. Qualora l'insolvenza non dovesse portare direttamente ad attivare gli strumenti giuridici di ristrutturazione aziendale, le conseguenze del rischio di liquidità sulla gestione finanziaria si manifesterebbero in un aggravarsi del costo medio ponderato del capitale (WACC), probabilmente per l'effetto congiunto dell'incremento del costo di entrambe le tipologie di capitale proprio e di terzi. Se gli azionisti richiedono una maggiore remunerazione per sopportare l'incrementare del rischio aziendale, i finanziatori esterni sono influenzati dalla maggiore probabilità del manifestarsi dei costi diretti ed indiretti del fallimento.

Un ulteriore passo rispetto all'analisi dell'andamento del fabbisogno finanziario aziendale, riguarda la possibilità da parte del responsabile finanziario di modificare i flussi o spostarli nel tempo in modo da livellare le oscillazioni del flusso di fabbisogno e stabilizzare l'importo di liquidità necessaria. Sotto il profilo teorico si suggeriscono alcune strategie (per tutelarsi dal rischio di liquidità) relative all'istituzione di alcune "riserve di elasticità finanziaria"⁴¹ o linee di credito cautelative, sebbene si manifesti apertamente il trade – off con la minimizzazione del WACC. Ancora una

⁴⁰ Lo stesso Guelfi pone l'accento sull'opportunità di svolgere *in primis* un processo di *asset cleaning* che provveda al ridimensionamento di ogni stanziamento di capitale seguendo i canoni dell'economicità nella gestione dell'impresa. I fabbisogni residuali andranno in seguito coordinati sia con i vincoli derivanti dalle politiche e strategie aziendali di medio – lungo periodo, sia con la necessità di mantenere nel tempo un adeguato rendimento. Caratteristiche quali tempestività, entità dei costi ed importo del finanziamento si dimostrano pertanto elementi cardine sui quali far leva per una gestione di cassa che riesca non soltanto a mettere a disposizione dell'azienda risorse ulteriori quali riserve di liquidità o potenziali forme di finanziamento bancario, ma anche a prevedere ed eventualmente gestire a suo favore l'andamento dei flussi gestionali. In particolare, "un percorso virtuoso di gestione del rischio (di liquidità NdR.) prevede inoltre la predisposizione di linee di credito cautelative, facilmente attivabili, che permettano all'impresa di fare fronte a temporanee carenze di fondi o di cogliere opportunità di mercato che non minino però la solidità finanziaria. Ci riferiamo a cosiddette 'linee committed', che, al contrario delle tradizionali 'linee a revoca', garantiscono all'azienda la certezza della loro utilizzabilità per un periodo temporale definito; l'aspetto negativo legato a tale tipo di strumento è dato dal 'costo di non utilizzo', che spesso frena molte aziende, soprattutto di piccola-media dimensione, nella scelta di questo tipo di affidamento", come affermato da GIOVANELLI D., *Strategie aziendali e rischio liquidità*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, fasc. n. 3, 2010, pag. 237.

⁴¹ Secondo VINZIA M. A., *Le scelte di struttura finanziaria*, in *Contabilità finanza e controllo*, vol. 33, fasc. n. 6, 2010, pagg. 514 e ss. tali riserve si realizzerebbero limitando il capitale di debito ottenuto minimizzando il WACC a favore di capitali che, seppur più costosi, garantiscano all'azienda una maggiore disponibilità in caso di future necessità finanziarie. Inoltre, poco oltre, lo stesso autore afferma: "La riduzione del costo medio ponderato del capitale non può essere acriticamente perseguita, dato che può condurre ad una crescita non controllata del rischio di liquidità e quindi minacciare un percorso di crescita sostenibile".

volta si tratta di bilanciare le diverse esigenze aziendali di una maggiore disponibilità di capitali, anche più costosi, con la possibilità di ridurre la sottocapitalizzazione tipica delle PMI. Che si opti per un aumento di capitale da parte dello stesso imprenditore o di un inserimento di nuovi soci, siano essi fondi d'investimento o fondi mobiliari, o ancora si scelga di entrare nel mercato borsistico tramite quotazione presso AIM Italia⁴², l'obiettivo è garantire maggiore stabilità finanziaria all'azienda equilibrandone la struttura finanziaria a favore di una maggiore flessibilità.

In un contesto nel quale il continuo incremento del rischio generale di mercato⁴³ provoca il costante aumentare dei costi sostenuti per il finanziamento, per le PMI si pone quale obiettivo prioritario la loro riduzione. Come già accennato in precedenza, l'ottimizzazione delle scelte finanziarie non può tradursi solamente nell'analisi dei costi: l'adozione di questo unico criterio di riferimento andrebbe, infatti, a discapito tanto degli equilibri aziendali quanto del bilanciamento tra le caratteristiche del fabbisogno e le forme di copertura prescelte⁴⁴. Si ribadisce, pertanto, il necessario tentativo di armonizzare le diverse richieste di tutti i vincoli sottostanti ai citati equilibri; è fondamentale adottare una visione d'insieme, collegare le diverse dinamiche economiche e finanziarie, contemperando le differenti esigenze anche sotto l'ottica produttiva, commerciale e strategica.

Il bilanciamento dovrà in ogni caso tener conto tanto delle immediate esigenze finanziarie, quanto delle necessità future, così da poterle gestire in anticipo dimostrando ai finanziatori una buona padronanza degli strumenti di pianificazione strategica e finanziaria. Si dovrà prestare inoltre attenzione alla sincronizzazione sul profilo temporale tra fabbisogni e forme di copertura adottate. Il fabbisogno di capitale circolante andrà pertanto garantito attraverso forme di finanziamento a breve termine (quali ad esempio i fidi auto-liquidanti) e non tramite erogazioni a lungo ciclo di realizzo, così da sincronizzare entrate ed uscite monetarie. Con lo stesso criterio si selezioneranno le forme più adeguate di copertura degli investimenti a lungo ciclo di utilizzo. Le ricadute negative di un mancato adeguamento sul fronte temporale in sede di rinnovo potrebbero incidere sia sulle condizioni di finanziamento in seguito ad un incremento dei tassi di mercato, sia sulla possibilità di una negazione nella conferma degli stanziamenti⁴⁵.

⁴² Si tratta di un nuovo segmento di mercato di Borsa Italiana dedicato alle PMI ad alto potenziale di crescita. Il procedimento di quotazione viene snellito nella sua componente burocratica, nella tempistica e nei requisiti di accesso. L'accesso al mercato internazionale e la visibilità agli investitori finanziari globali sono tuttavia garantiti dalla trasparenza e dal costante presidio del Nominated Advisor.

⁴³ TONIOLO G., *La pianificazione dei fabbisogni finanziari*, in *Contabilità finanza e controllo*, fasc. n. 8-9, 2011, pag. 701.

⁴⁴ DEL PRETE S., *Le problematiche concernenti l'individuazione e l'attuazione della struttura finanziaria ottima d'impresa*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 4, 1999, pagg. 362-363.

⁴⁵ DEL POZZO A., *Controllo finanziario e rischio di default*, op. cit., pagg. 90-91.

Si ricorda, inoltre, la relazione con il flusso destinato al rimborso dei finanziamenti; sebbene il legame tra fabbisogno finanziario e servizio del debito goda ormai d'inequivocabile evidenza, la mancanza di una sua adeguata e tempestiva considerazione in sede di pianificazione finanziaria si pone quale causa dello scostamento tra il fabbisogno previsto e l'importo di cui realmente si necessita per coprire gli impegni di rimborso dei finanziamenti in termini d'interessi passivi e di restituzione del capitale.

Anche il concetto di sostenibilità, declinato sia in termini di tasso di crescita sostenibile per l'azienda⁴⁶, sia in una verifica di accettabilità patrimoniale del livello d'indebitamento⁴⁷, diventa vero e proprio vincolo nelle scelte finanziarie dell'impresa.

La compatibilità tra equilibrio finanziario e programmi di crescita si può esaminare partendo dall'analisi del tasso di autofinanziamento della crescita o sviluppo internamente sostenibile⁴⁸. Questo indice permette di esaminare la quota di espansione sovvenzionabile attraverso il cash flow aziendale. Per limitare l'esposizione finanziaria verso l'esterno, l'azienda può scegliere pertanto di privilegiare l'utilizzo di fonti interne, con l'autofinanziamento soprattutto, ma anche attraverso l'aumento di capitale proprio, qualora il grado di dipendenza finanziaria fosse già troppo elevato. Si tratta quindi di una preferenza nell'ordine di scelta della metodologia di copertura dell'investimento. Nelle PMI tale prassi purtroppo non viene abitualmente impiegata; si tende ad appoggiarsi pesantemente al sostegno apportato dai finanziamenti bancari, anche per investimenti minimi agevolmente finanziabili con fonti interne o attraverso una lieve politica di *asset cleaning*. Si considera perciò la finanza come uno strumento a supporto della produzione, sebbene le due funzioni dovrebbero trovare un equilibrio in termini di reciproco aggiustamento l'una in funzione dell'altra per permettere lo svolgimento efficace ed efficiente dell'oggetto sociale. Una politica di sviluppo dei ricavi o di penetrazione in nuovi mercati o, ancora di realizzazione di nuovi investi-

⁴⁶ A prescindere dalle diverse formulazioni di tale indice, per sviluppo sostenibile s'intende un'evoluzione costante in grado di perseguire obiettivi positivi sia nel breve, sia in un orizzonte di lungo periodo che portino ad un effettivo miglioramento delle prestazioni dell'impresa. Come affermato in: VINZIA M. A., *Le scelte di struttura finanziaria*, op. cit., pag. 510.

⁴⁷ Nell'articolo di GIARRATANA E., *Strategie finanziarie aziendali: determinazione dell'indebitamento sostenibile e logiche di break even finanziario*, in A.F. Analisi Finanziaria, fasc. n. 60, 2005, pagg. 25-39, si evidenzia la possibilità di affrontare tale analisi di sostenibilità adottando un orizzonte temporale pluriennale nella tradizionale analisi di break even finanziario. Previsione e simulazione di entrate ed uscite finanziarie e del fatturato divengono pertanto concetti chiave nel verificare la capacità aziendale di rimborsare i finanziamenti ottenuti.

⁴⁸ Per le diverse formule adottate si vedano le opere di GUELFY S., *Le politiche di copertura del fabbisogno*, op. cit., pag. 15, e FERRANDINA A., *Il tasso di crescita sostenibile come strumento di analisi e di controllo*, in Amministrazione e Finanza, fasc. n. 3, 2010, pagg. 33-37. Per una critica di tali formule aziendalistiche a favore di una prospettiva finanziaria si veda BERTINETTI G., *Il cash flow e lo sviluppo sostenibile*; in Contabilità finanza e controllo, fasc. n. 10, 1996, pagg. 941-944.

menti (a supporto delle diverse funzioni aziendali), non possono minare il mantenimento nel lungo termine degli equilibri patrimoniali, economici e finanziari⁴⁹.

Diviene spesso prassi per le imprese affidarsi agli istituti di credito richiedendo nuovi finanziamenti, nonostante vi sia una differenza positiva tra il fido accordato e l'importo realmente utilizzato. Una simile gestione finanziaria, oltre che indice di scarsa competenza ed incentivo per possibili atteggiamenti a vantaggio esclusivo delle banche, potrebbe incidere pesantemente sulle condizioni di accesso al credito, soprattutto in termini d'interessi passivi.

In questa sede il vincolo tra fabbisogno finanziario e grado d'indipendenza finanziaria sarà analizzato nella prospettiva aziendalistica, anche grazie al supporto degli indici di bilancio. Infatti, i principali strumenti per l'esame del grado di autonomia finanziaria consistono nelle verifiche di solidità e negli indici di struttura.

Definita quale scostamento positivo tra la redditività del capitale investito ed il costo medio ponderato dei mezzi di terzi, la leva finanziaria incrementa più che proporzionalmente il tasso di profitto netto (ROE) rispetto al ROI, qualora l'azienda decida di finanziarsi attraverso l'indebitamento. Il contenimento della crescita degli oneri finanziari per un'ulteriore quota di finanziamento da parte di soggetti terzi innesca gli effetti positivi della leva finanziaria quale moltiplicatore del reddito ante imposte.

Si può agevolmente notare come il ROI si ponga quale indicatore del valore massimo del costo dell'indebitamento che permette di trarre vantaggio dal meccanismo della leva finanziaria; il fenomeno moltiplicativo sul Return On Equity si azzerava qualora il valore assunto dal Return On Investment sia pari al costo medio ponderato dei beni di terzi.

Il meccanismo di leva non opera, difatti, solo in senso favorevole agli azionisti: nel caso in cui il rendimento del capitale investito sia inferiore al tasso medio sui capitali presi a prestito, ovvero se il differenziale di leva presenti un valore negativo, l'effetto sulla redditività porterebbe ad un suo drastico calo. Il crollo dell'indice *return on equity* e, conseguentemente, del valore attribuito all'azienda stessa, possono determinare il conflitto tra azionisti o soci apportatori del capitale proprio e soggetti finanziatori esterni. Una variazione positiva del ROE, oltre ad ottenere l'approvazione dei soci azionisti per i risvolti positivi nella remunerazione del capitale proprio, incontra anche il favore degli analisti esterni (qualora tali maggiori utili vengano distribuiti o siano alternativamente destinati ad accantonamenti interni) quale dimostrazione di capacità di autofinanziamento ed accrescimento del valore attribuito dal mercato anche in funzione della maggior

⁴⁹ Nell'opera di BOTTANI P., *Analisi della sostenibilità dell'indebitamento finanziario nelle piccole e medie imprese*, in Amministrazione e Finanza, fasc. n. 23, 2008, pagg. 29 e ss., sono stati presentati alcuni indicatori utili per la verifica del mantenimento di tali equilibri a fronte di un ulteriore finanziamento.

capacità di richiamare nuovi capitali. Diviene pertanto di primaria importanza mantenere un equilibrio tra lo sfruttamento dell'effetto leva (per ampliare la redditività del capitale proprio) e la capitalizzazione aziendale quale indice di solidità finanziaria posto a tutela degli istituti di credito e dei creditori.

Attraverso la scomposizione del ROE⁵⁰ si può osservare la distinzione tra leva finanziaria e l'effetto leverage: quest'ultimo si ottiene dalla moltiplicazione dello scarto tra ROI e costo del debito per il tasso d'indebitamento ovvero il grado di utilizzo della leva finanziaria. Si manifesta il legame tra lo sfruttamento dell'effetto di leva finanziaria e la struttura del capitale adottata e l'influenza dettata dagli oneri finanziari sul reddito operativo. Ripartizione tra capitale e debito e relative remunerazioni, incidenza dello scudo fiscale e variazioni del ROI sono le principali variabili che influenzano la leva finanziaria ed incidono nelle scelte della struttura del capitale. Attraverso la scomposizione del Return on Investment è anche possibile individuare tra i fattori di cui tener conto il tasso di rotazione del capitale investito e la redditività delle vendite. La dinamica degli investimenti, il sistema della filiera produttiva e le strategie commerciali possono quindi, attraverso una modifica del ROI, influire sull'opportunità o meno di incrementare il debito finanziario.⁵¹

La leva finanziaria riveste pertanto il duplice ruolo di strumento di analisi della redditività aziendale ed indicatore della sostenibilità patrimoniale dell'attuale struttura finanziaria aziendale. Come visto in precedenza il rapporto tra debiti finanziari provenienti da soggetti terzi ed equity, opportunamente riscritto, evidenzia il legame tra i principali indici di redditività aziendale.

Il conclamato utilizzo della leva finanziaria trae origine dalla sua schematicità e dalla conseguente facilità d'interpretazione; tuttavia, nella fase di applicazione concreta di tale strumento si tende a sorvolare sulle ipotesi che ne stanno alla base e sui suoi limiti impliciti. L'utilizzo degli indici di bilancio comporta delle difficoltà in relazione all'omogeneità dei termini della leva finanziaria. Mentre il costo del capitale assume natura monetaria, "solo il confronto tra reddito operativo a valori 'reali' e investimenti operativi netti a 'valori correnti' potrebbe esprimere il ROI in termini reali e renderlo confrontabile con un tasso di capitalizzazione scelto in base al rischio aziendale, al fine di ottenere indicazioni sul livello soddisfacente o meno della redditività operativa."⁵² Si delinea pertanto la possibilità di distinguere tra convenienza economica, ovvero il raffronto tra Roi e I in termini di variazioni positive o negative del Roe, e vantaggio finanziario derivante

⁵⁰ DEL PRETE S., *Le problematiche concernenti l'individuazione e l'attuazione della struttura finanziaria ottima d'impresa*, op. cit., pagg. 358 e ss. e DEL POZZO A., *Controllo finanziario e rischio di default*, op. cit., pagg. 108 e ss..

⁵¹ Quali determinanti delle variazioni del Roi si evidenziano la produttività del capitale e la redditività delle vendite. Si noti però che tali determinanti assumono un'importanza diversa in relazione al settore d'attività, alla fase di vita dell'impresa, alla posizione competitiva adottata o alle politiche commerciali in atto.

⁵² FELISARI G., *Il credito alle imprese. Logica di valutazione e sistemi esperti*, op. cit., pag. 39.

dall'indebitamento. Solo in quest'ultimo caso gli effetti non si limitano al maggior valore di mercato dei cespiti, ma si traducono in un effettivo vantaggio finanziario in termini di liquidità disponibile.

Se lo sfruttamento del differenziale positivo di leva finanziaria implica un incremento della redditività del capitale, tale vantaggio va mitigato con l'aumento del rischio dettato dal maggior indebitamento aziendale. All'aumentare del rapporto tra capitale proprio e mezzi di terzi si associa una maggiore volatilità e vulnerabilità dei flussi di cassa destinati agli azionisti. Tale variazione, quale manifestazione del rischio finanziario, si ripercuote conseguentemente sul flusso di cassa operativo.

Spesso nell'utilizzo di tale strumento si dimenticano i suoi limiti impliciti quali l'ipotesi di immutabilità del costo del debito nel tempo. I continui mutamenti nel contesto di mercato provano un costante aggiornamento del costo del debito; implicitamente anche il differenziale della leva finanziaria andrebbe aggiornato e puntualmente verificato al fine di evitare il riferimento ad un valore superato e non più indicativo. Un'ulteriore lacuna della leva finanziaria riguarda il suo orizzonte temporale; il focus sulla situazione attuale e l'ottica limitata all'esercizio in corso non possono dirsi sufficienti nell'analisi della struttura finanziaria ottimale.

Nonostante i limiti appena citati la leva finanziaria si pone quale ottimo strumento per equilibrare il rapporto d'indebitamento qualora, al pari dei costi sostenuti per il finanziamento, si considerino anche gli equilibri citati in precedenza, in particolare le caratteristiche qualitative e temporali delle fonti finanziarie in analisi.

Tuttavia, sebbene la leva finanziaria si dimostri un indicatore utile ai fini dell'analisi della redditività, oltre che della sostenibilità finanziaria, si ritiene indispensabile allargare l'analisi agli altri indicatori generalmente utilizzati per approfondire non solo questi due aspetti ma anche la liquidità aziendale. Anche nell'ottica di un'analista interno, quale il responsabile finanziario di una piccola o media impresa, queste tre ottiche vanno analizzate non singolarmente ma in una prospettiva di reciproca integrazione e di relazioni intrecciate.

b. I principi cardine della pianificazione finanziaria

“... la problematica della scelta delle fonti di finanziamento da impiegare, tanto in termini quantitativi che qualitativi, deve essere operata in considerazione non solo delle necessità di capitale attuali dell'azienda, ma anche e soprattutto in ragione delle necessità prospettive come stimate in base alla strategia perseguita nel medio-lungo periodo”⁵³. Si rileva una nuova connotazione per

⁵³ DE LUCA P., FERRI S., *Le scelte di finanziamento in ottica strategica. Equity, debito e strumenti ibridi*, op. cit., pagg. 16-17.

l'analisi finanziaria aziendale. L'attenzione va riposta in progressione su diversi livelli d'analisi, considerando via via le influenze della funzione commerciale, degli obiettivi di crescita e d'investimento, dei livelli di efficienza operativa previsti, oltre ai vincoli dettati dalle remunerazioni ad azionisti e finanziatori esterni, senza trascurare gli obiettivi in chiave strategica⁵⁴ (siano essi preesistenti e già tradotti in una strategia deliberata o addirittura perseguita o anche solo immaginari, tutt'ora in fase di visione, personale o condivisa, sul futuro dell'azienda).

Gli strumenti a supporto del responsabile finanziario non possono pertanto circoscriversi ai soli indici di bilancio i quali, pur rivestendo un importante ruolo nell'individuazione del fabbisogno e nell'analisi della struttura finanziaria ottimale, porgono un punto di vista limitato, soggetto a vincoli e deficienze. Oltre alle specifiche limitazioni a cui è sottoposto ognuno degli indicatori utilizzati, si deve tener conto degli aspetti che un'analisi congiunta dei *ratios* non è in grado di cogliere. Ancorché si scelga di integrare tra loro i vari indici, pur senza soffermarsi su un determinato aspetto dell'analisi, l'indagine sul fronte finanziario si presenta priva di una connotazione dinamica⁵⁵. Una semplice istantanea della situazione attuale, carente di una valutazione in merito all'effettivo sostegno dato dagli attuali mezzi per le esigenze future, dimostra una scarsa utilità sul piano delle valutazioni a carico del responsabile finanziario aziendale. Ciò che interessa è mettere a fuoco il trend del fabbisogno finanziario con il duplice obiettivo di gestire anticipatamente il suo andamento per contenere i costi di finanziamento e di limitare sia i picchi negativi, sia quelli positivi (ovvero gli eccessi di liquidità disponibile).

Pur qualora si volessero utilizzare tali *ratios* quali valori-obiettivo da raggiungere nel prossimo esercizio, i vantaggi apportati non sarebbero in grado di compensare le difficoltà nelle stime da effettuare. La funzione di obiettivo e meta a cui tendere, non avendo una visione globale della situazione finanziaria aziendale, porterebbe inoltre a focalizzare l'attenzione sul singolo traguardo definito, prescindendo dalla necessaria sincronizzazione con gli altri indicatori e con il fondamentale gioco di equilibri citato in precedenza.

Nell'analisi per flussi, pur riscontrandosi una visione maggiormente dinamica (sia essa riferita al passato o posta in ottica previsionale), si pone l'accento sullo studio delle variazioni che influenzano il capitale circolante netto, trascurando d'indagare sulle modifiche subite dal cash flow. Seb-

⁵⁴ Per ulteriori approfondimenti sui differenti livelli d'analisi da affrontare relativamente alle decisioni di finanziamento si vedano: DEL POZZO A., *Controllo finanziario e rischio di default*, op. cit., pagg. 10-13 e MASINELLI F., *L'importanza della pianificazione finanziaria come strumento di conoscenza*, in *Amministrazione e Finanza*, vol. 26, fasc. n. 8-9, 2011, pag. 89 in cui si afferma che "ciò che l'area finanza è tenuta a fare a diversi livelli, pianificando finanziariamente il futuro movimento societario, parte dall'esigenza di raccordarsi con le aree aziendali per poi fornire informazioni e strumenti decisionali alle stesse; si chiude così un cerchio che porta alla ricerca dello stesso unico obiettivo...".

⁵⁵ DEL PRETE S., *Le problematiche concernenti l'individuazione e l'attuazione della struttura finanziaria ottima d'impresa*, op. cit., pagg. 363-364.

bene si ritenga utile un simile approccio per evidenziare le leve che permettono di gestire il vantaggio competitivo derivante dal capitale circolante, per una completa analisi delle dinamiche monetarie è indispensabile procedere anche tenendo conto dell'andamento e delle variazioni del cash flow sia quale fabbisogno finanziario, sia quale sorgente interna per l'espansione. Solo l'utilizzo congiunto di indici di bilancio, leva finanziaria ed economica, variazioni del capitale circolante netto e del cash flow permettono di evidenziare una corretta ed integrata visione dell'equilibrio economico-finanziario aziendale. È pertanto essenziale saper valorizzare il flusso di cassa generato dalla gestione caratteristica, sia per ridurre l'impiego di fonti esterne di finanziamento sia nell'ottica di una gestione maggiormente rivolta ai principi di efficacia ed efficienza.

In tale ottica si rivela ottimale la responsabilizzazione del management sulle leve che consentono di monitorare il cash flow. "In sede di budget è fondamentale assegnare al management degli obiettivi non solo di natura economica, ma anche patrimoniale e quindi finanziaria (...) al fine di presidiare non solo il risultato economico, ma anche quello di cash flow tale da concorrere a ridurre il rischio di liquidità"⁵⁶. Si sottolinea l'importanza e l'impatto di ogni scelta operativa, ovvero delle decisioni attribuite ai responsabili di linea ed ai quadri, sull'andamento del cash flow. Diviene però indispensabile un'attenta verifica tra l'assegnazione di tali indicatori finanziari e l'effettivo potere decisionale sulle relative leve gestionali. Lo scopo preposto è la responsabilizzazione delle risorse umane che detengono l'effettivo potere decisionale senza apporre alcun vincolo comportamentale agli stessi, anzi incentivandoli e motivandoli a perseguire l'obiettivo comune di armonizzare la gestione e la pianificazione finanziaria aziendale.

Responsabilizzazione e motivazione non si ottengono attraverso la semplice imposizione di una serie di parametri obiettivo, si richiede un forte coinvolgimento lungo tutte le fasi dell'individuazione degli indicatori (nell'ambito della costruzione di una mappa delle responsabilità oppure, più probabile nel contesto delle PMI, in sede di costruzione del budget aziendale). In termini pratici si tratta di non limitarsi ad un approfondito esame congiunto delle principali caratteristiche ed interrelazioni della posizione organizzativa analizzata, anche qualora sia indirizzata ad una reale e profonda conoscenza delle relazioni intrinseche al ruolo in analisi. Si dovrà bensì avviare una progressiva partecipazione all'intero processo di pianificazione strategica e finanziaria. Diretta conseguenza del processo di coinvolgimento si manifesta nei vari strumenti di pianificazione finanziaria. Si passerà pertanto dalla costruzione asettica dei diversi prospetti di piano economico, patrimoniale e finanziario pluriennale, incorporati nelle versioni annuali e mensili, ai budget di te-

⁵⁶ VINZIA M. A., *Le scelte di struttura finanziaria*, op. cit., pag. 516. In relazione ai precetti da seguire al fine di una corretta individuazione dei parametri obiettivo si veda: BERGAMIN BARBATO M., *Programmazione e controllo in un'ottica strategica*, in (diretto da) TANCREDI BIANCHI V. C., MAZZA G., PAGANELLI O., PELLICELLI G., *Trattato di economia d'azienda*, UTET, Torino, 2004, pagg. 261-300 e pagg. 374-386.

sofisticata e di cassa, ad una loro traccia quali esplicitazioni quantitative di percorsi strategici, produttivi ed organizzativi nei quali ogni dipendente che rivesta un ruolo di controllo sia personalmente impegnato e vincolato. Una stesura di tali documenti orientata verso la ricerca dei valori che possano maggiormente incontrare il favore degli istituti di credito sarebbe solamente fuorviante sia in termini finanziari, sia sul profilo operativo e strategico. Si ricerca invece una strutturazione integrata tra i diversi strumenti, nell'ottica di armonizzare e valorizzare le interrelazioni tra la pianificazione strategica, la programmazione annuale in chiave economico - finanziaria ed i preventivi di tesoreria. Lo scopo di una simile esplicitazione quantitativa si traduce in una maggiore propensione verso una gestione dell'intera azienda agli obiettivi di efficacia ed efficienza, declinati non solo in termini strategici, produttivi e commerciali ma specialmente in termini finanziari.

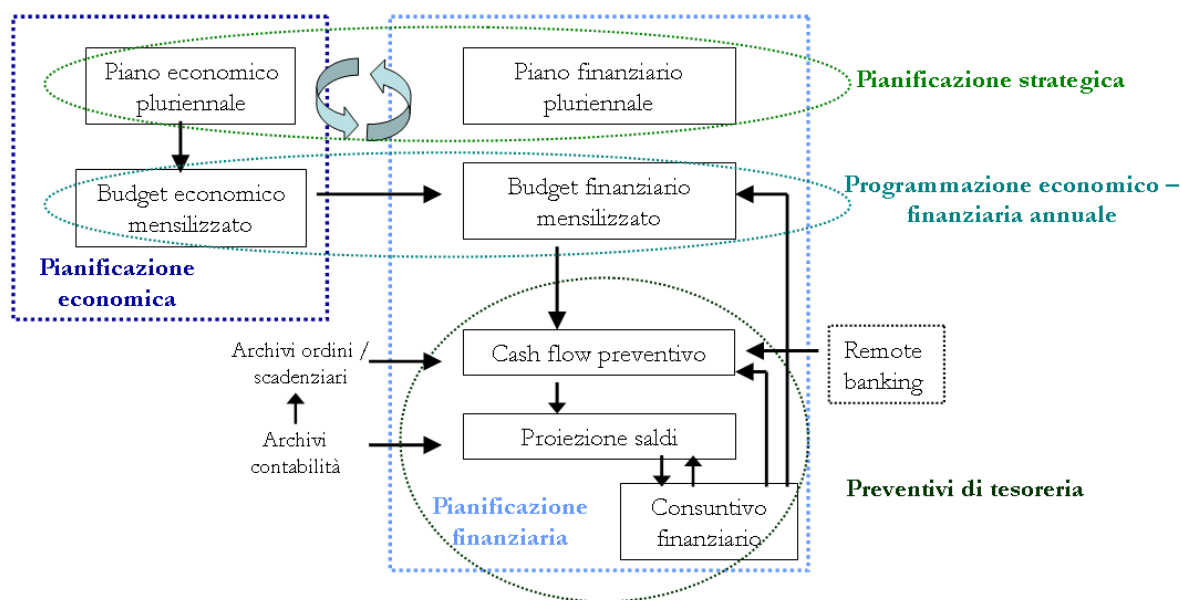


Figura 3 – Schema del processo integrato di pianificazione aziendale⁵⁷

Oltre alla visione d'insieme dell'impatto di ogni azione sul fabbisogno finanziario aziendale, ciò che in questa sede rileva maggiormente è l'utilità di poter svolgere una verifica preventiva e, pertanto previsionale, dell'andamento delle necessità e disponibilità finanziarie. Un'analisi in chiave prospettica permette di riconoscere con anticipo il fabbisogno finanziario occorrente (distinguendo tramite la creazione di diversi scenari tra il fabbisogno minimo indispensabile ed il fabbisogno ulteriore legato allo sviluppo di progetti d'investimento aggiuntivi), determinando quindi un considerevole vantaggio competitivo nei confronti del mercato dei capitali. "Conoscere la situazione

⁵⁷ Grafico rielaborato da GIOVANELLI D., *Strategie aziendali e rischio liquidità*, op. cit., pag. 238. Per un approfondimento operativo nella costruzione dei diversi prospetti di pianificazione economica e finanziaria si veda: (a cura di) PAVARANI E., TAGLIAVINI G., *Pianificazione finanziaria: la gestione della solvibilità e del valore*, op. cit., pagg. 132-210, dove si evidenziano i limiti di ogni singolo strumento a favore di un loro utilizzo integrato.

finanziaria in anticipo può altresì permettere di definire l'impatto relazionale tra l'azienda ed il mondo bancario",⁵⁸ contribuendo a ridurre i costi di finanziamento e ad una maggiore coordinazione tra natura e caratteristiche del fabbisogno e modalità di copertura. In tal senso gli strumenti di pianificazione divengono rilevanti nel rapporto banca – impresa quali mezzi per ridurre il divario tra la consapevolezza interna degli obiettivi e delle strategie aziendali che s'intende percorrere e l'apparire esterno dell'insieme dei comportamenti aziendali.

La pianificazione finanziaria si pone, infatti, quale strumento di programmazione prospettica ritratto delle decisioni strategiche per gli esercizi futuri, limitando il divario informativo nei confronti dei soggetti finanziatori. Al tempo stesso, tramite la simulazione per scenari multipli che considerino il progredire inerziale dell'attuale situazione a sé stante, le nuove iniziative proposte ed eventuali scenari peggiorativi, gli stessi prospetti rivelano il loro ruolo chiave di strumento di supporto per il management nelle decisioni strategiche da intraprendere. Se il bilanciamento multiplo tra fabbisogno finanziario ed equilibri aziendali si pone come ostacolo nella programmazione finanziaria, si dovrà procedere per obiettivi strategici privilegiando le priorità urgenti o che prestino maggior sicurezza dal punto di vista della solidità finanziaria futura.

1.3 Il contributo della dottrina finanziaria

a. L'irrelevanza e gli effetti fiscali secondo le preposizioni di Modigliani e Miller

Il filone dottrinale che persegue l'ottica finanziaria prende origine dalle preposizioni di Modigliani e Miller⁵⁹, le quali affermano l'ininfluenza delle scelte finanziarie sul valore di mercato dell'azienda. Partendo dalle ipotesi di concorrenza perfetta, completa razionalità degli operatori e in assenza d'imposizione fiscale, si dimostra l'indipendenza del costo medio del capitale dall'andamento dell'indebitamento aziendale.⁶⁰ L'assenza di un legame tra costo medio del capitale ed il rapporto tra capitale proprio e mezzi di terzi si dimostra con la dipendenza del valore di mercato dell'azienda solamente dalla capitalizzazione dei flussi attesi ad un tasso assegnato in base

⁵⁸ MASINELLI F., *L'importanza della pianificazione finanziaria come strumento di conoscenza*, op. cit., pag. 84.

⁵⁹ MODIGLIANI F., MILLER M. H., *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investments*, in *American Economic Review*, vol. 48, fasc. n. 3, 1958, pagg. 261 e ss.

⁶⁰ Si ricorda che gli autori, in questo lavoro, utilizzano i valori di mercato per le voci di capitale proprio e di debito e, di conseguenza, i tassi considerati non sono tassi di redditività contabile ma tassi di rendimento attesi dagli investitori. Secondo Modigliani e Miller, il costo medio ponderato del capitale, in assenza d'imposte, diviene una costante calcolata come: $r_{WACC} = \frac{B}{B+S} * r_B + \frac{S}{B+S} * r_S$, dove B corrisponde al valore di mercato del debito, S al valore di mercato del capitale proprio, i tassi r_B ed r_S sono rispettivamente il costo del debito ed il tasso di rendimento atteso per il capitale azionario. In un'impresa priva di debito $r_D = \frac{\text{Utili attesi in azienda unlevered}}{\text{Capitale azionario in assenza di debito}}$ è pari a r_{WACC} .

alla classe di rischio attribuita all'impresa. Il meccanismo dell'arbitraggio si pone quale garanzia dell'equivalenza del valore dei titoli di mercato di aziende che presentino diverse strutture del passivo, seppur omogenee tra loro a livello di rischio e di rendimento atteso.⁶¹

Il valore di mercato dell'azienda prescinde dalla modalità con cui i manager sceglierebbero di soddisfare i fabbisogni finanziari, mentre dipende dalla composizione degli *assets* e dai flussi finanziari che ne conseguono. Il focus della valutazione dell'azienda, in particolar modo nell'ambito di un apprezzamento del suo merito di credito, dovrebbe pertanto rivolgersi alla validità industriale dell'iniziativa imprenditoriale anziché alle scelte di struttura finanziaria, qualora le ipotesi alla base del lavoro di Modigliani e Miller si concretizzassero. Proprio perché in realtà tali ipotesi non si riscontrano nel contesto di una valutazione (sia essa svolta internamente o da soggetti esterni all'azienda) del merito di credito, le decisioni in merito alla composizione del passivo assumono un ruolo fondamentale. L'attenzione primaria dei manager aziendali delle piccole imprese non si pone nel valore di mercato attribuito alla propria azienda, quanto piuttosto ai rischi connessi alla struttura del passivo ed alla volatilità degli utili. Dal momento che quest'ultimo fattore è determinato primariamente dal settore di appartenenza, e solo marginalmente dalle decisioni commerciali e produttive adottate, si evidenzia un maggiore interesse nelle dinamiche di ripartizione del rischio collegate alle diverse strutture finanziarie.

Se, come visto nelle teorie economiche, un incremento della quantità di debito provoca un aumento della redditività del capitale proprio, non si può trascurare il conseguente ampliamento del rischio del capitale azionario. I due effetti si bilancerebbero dando origine all'impossibilità da parte del management di diminuire il costo medio del capitale attraverso una sostituzione del capitale proprio con i mezzi di terzi. Il legame tra il tasso di rendimento atteso del capitale proprio e l'andamento dell'indebitamento aziendale assume, pertanto, una natura lineare crescente.⁶²

In un lavoro successivo gli stessi autori⁶³, considerando l'effetto dell'imposizione fiscale solamente a livello societario, asseriscono la convenienza per una struttura finanziaria poggiata in prevalenza sul capitale di terzi per effetto del vantaggio fiscale derivante dalla deducibilità sugli interessi

⁶¹ DEL PRETE S., *Le problematiche concernenti l'individuazione e l'attuazione della struttura finanziaria ottima d'impresa*, op. cit., pagg. 369-371. Pertanto, "quando l'impresa viene trattata in tutti i mercati – e in particolare nel mercato dei capitali – in modo paritario rispetto agli azionisti, le operazioni che l'impresa svolge su tale mercato potrebbero essere replicate dagli azionisti stessi. Se inoltre i flussi non finanziari di reddito sono determinati indipendentemente da tali operazioni, l'unica decisione dell'impresa che influenza l'insieme di opportunità degli azionisti è quella circa la scelta della politica di investimento", come affermato da BONATO L., HAMAUI R. e RATTI M., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, in *Politica Economica*, fasc. n. 1, 1993, pag. 51.

⁶² Tale relazione è espressa nella formula come segue: $r_S = r_B + \frac{B}{S}(r_D - r_B)$. In presenza di un elevato debito, il tasso di rendimento atteso sul capitale proprio diviene più che proporzionale rispetto al rapporto d'indebitamento aziendale a causa di un progressivo indebolimento della posizione competitiva.

⁶³ MODIGLIANI F., MILLER M. H., *Corporate income taxes and the cost of capital a correction*, in *American Economic Review*, vol. 53, fasc. n. 3, 1963, pagg. 433 e ss.

passivi per debiti finanziari. Ignorando le maggiori probabilità di fallimento e l'incremento dei relativi costi, all'aumentare del rapporto d'indebitamento, il valore aziendale beneficia di un importo pari al valore attuale dei risparmi d'imposta dovuti alla deducibilità degli interessi passivi.⁶⁴ La presenza di un alto livello di leverage andrebbe, quindi, a favore degli azionisti.

Nonostante le numerose critiche a cui è stato sottoposto il lavoro di Modigliani e Miller, in questa sede si sottolinea primariamente l'altra faccia della medaglia conseguente all'affermazione dell'irrilevanza delle scelte finanziarie. Affermare l'irrilevanza della struttura finanziaria sotto determinate ipotesi cela la sottostante ricerca e l'annullamento delle cause che possono incidere sulle scelte riguardanti la struttura del passivo.⁶⁵ Partendo da questa osservazione, le successive critiche si possono leggere come ulteriori studi per mettere maggiormente in luce il lavoro dei due autori.

Nel momento in cui si considerino anche le imposte a livello personale,⁶⁶ il valore dell'azienda indebitata risulta pari al valore della stessa impresa unlevered maggiorato del valore attuale dei benefici fiscali, calcolati considerando le sole imposte societarie, se l'aliquota della tassazione sui dividendi e sui redditi da azione sia pari all'imposizione sugli interessi. Qualora le imposte sulle erogazioni agli azionisti siano maggiori rispetto a quelle sugli interessi si può notare il maggior valore realizzabile attraverso una struttura finanziaria di tipo levered. Saranno quindi le aliquote d'imposta a determinare la struttura finanziaria ottimale secondo quanto teorizzato da Miller; si considera pertanto una preferenza in termini fiscali tra le due tipologie di finanziamento.⁶⁷

b. Alcune restrizioni al ricorso al capitale di debito

Gli studi dottrinali riportati in questo paragrafo si pongono l'obiettivo di rimuovere alcune delle ipotesi sottostanti al lavoro di Modigliani e Miller. In particolare per quanto riguarda gli ostacoli riscontrati nella possibilità di sfruttare al massimo il capitale di debito, si considereranno *in primis* i

⁶⁴ Considerando le sole imposte a livello societario, il costo medio ponderato del capitale assume la seguente formulazione: $r_{WACC} = \frac{B}{V_L} r_B(1 - t_c) + \frac{S}{V_L} r_S^*$ dove: $r_S^* = r_D + \frac{B}{S}(1 - t_c)(r_D - r_B)$.

⁶⁵ MILLER M. H., *The Modigliani-Miller pro position after thirty years*, in Journal of Economic Perspectives, vol 2 fasc. n. 4, 1988 pag. 100.

⁶⁶ MILLER M. H., *Debt and taxes*, in The Journal of Finance, fasc. n. 5, 1977, pagg. 261-275. In questo progetto, Miller prende in analisi anche le imposte a livello personale; il costo medio ponderato del capitale diviene: $r_{WACC} = r_D \left(1 - T \frac{B}{V_L}\right)$. In questo caso: $r_S^* = r_D + \frac{B}{S} [r_D(1 - T) - r_B(1 - t_c)]$, sempre considerando $T = 1 - \frac{(1 - t_D)(1 - t_D)}{1 - t_B}$. Dove t_D indica l'aliquota sui dividendi erogati agli azionisti, t_B rappresenta l'imposta sugli interessi percepiti dai finanziatori, e t_c è l'aliquota d'imposta a livello societario.

⁶⁷ Come riportato nell'articolo di BONATO L., HAMAUI R., RATTI M., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, op. cit., pagg. 57-59. Nei successivi contributi di Auerbach - King si considererà anche l'influenza dettata dalla preferenza degli azionisti per l'assunzione di rischio, senza limitarsi solo al fattore fiscale. De Angelo e Masulis inoltre, individuano alcuni limiti alla deducibilità degli interessi passivi; ne consegue l'impossibilità di sfruttare al massimo tale leva finanziaria.

costi del dissesto ed i vantaggi derivanti dall'imposizione fiscale. Infine verranno analizzati costi d'agenzia, ipotesi d'efficienza dei mercati ed asimmetrie informative.

Prima di analizzare le diverse teorie che considerano i costi del dissesto è opportuno procedere ad una loro identificazione. Secondo la classificazione di Altman⁶⁸ vengono riconosciuti quali costi diretti del dissesto gli oneri legali ed amministrativi da sostenere nel caso in cui si debbano effettivamente mettere in atto procedure di ristrutturazione o liquidazione aziendale. Tra i costi indiretti del fallimento si ricomprendono sia gli effetti di una drastica riduzione della credibilità aziendale in termini di finanziabilità e sostenibilità finanziaria, sia le conseguenze legate ad un incrinarsi dell'abilità dell'impresa di rispettare gli accordi commerciali in essere. Si sottolinea, inoltre, che entrambi questi fattori, qualora fossero anche solo presunti da soggetti esterni all'impresa, assumendo la natura di comportamenti opportunistici a discapito dell'impresa in oggetto, e pertanto potrebbero di fatto concretizzare l'incapacità dell'azienda di perseguire il suo oggetto sociale. Un simile danno nella reputazione dell'impresa si rispecchierebbe effettivamente in un drastico calo degli ordinativi, in crescenti difficoltà nel rinnovare le forniture di materiali e servizi necessari per la produzione, oltre che in continue problematicità nei tentativi di mantenere aperti gli attuali canali di finanziamento, nel contenere le richieste di maggior remunerazione dei creditori e di ulteriori garanzie a sostegno dei finanziatori.

Nella teoria del trade-off la quantità ottimale di debito si determina nel confronto tra il valore di mercato dell'azienda che consente di massimizzare i vantaggi fiscali derivanti dall'indebitamento ed il valore ottenuto attraverso il contenimento dei costi del dissesto. All'interno di quest'ultima voce si ricomprendono gli effetti negativi conseguenti non solo ad un mero incremento del rapporto d'indebitamento, ma anche le variazioni derivanti dalla maggiore probabilità di default percepita dal mercato finanziario.⁶⁹ In entrambi i casi si avranno delle variazioni sul valore dell'azienda considerato che influiscono negativamente sugli importi degli ulteriori finanziamenti ottenibili, sul tasso d'interesse richiesto e sulle garanzie che dovranno essere presentate a supporto.

⁶⁸ ALTMAN E. I., *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*, in *The Journal of Finance*, vol. 39, fasc. n. 4, 1984, pagg. 1067-1089. Nel lavoro di GLICKMAN M., *Modigliani – Miller on capital structure: a post – keynesian critique*, University of East London Department of Economics Working Paper, n° 8, dicembre 1996, dopo un riesame critico delle varie definizioni dei costi del dissesto secondo l'impostazione di varie scuole di pensiero, si comprende la mancanza di universalità anche nella definizione dei costi del dissesto. Considerare la manifestazione dei costi del dissesto l'apice o l'inizio dei problemi aziendali non varia solo sulla loro quantificazione, ne deriva invece una diversa impostazione nelle scelte e nelle determinanti delle decisioni sulla struttura del capitale. In particolare, Glickman appoggia il concetto di rischio finanziario quale "rischio di una perdita irrecuperabile", anziché nella sua convenzionale definizione; ne deriva una visione delle scelte di struttura del capitale non tanto quali imperfezioni di mercato, quanto piuttosto come effetti strettamente connessi al business svolto ed al settore di operatività.

⁶⁹ ALTMAN E. I., *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*, *Ibidem* e WARNER J. N., *Bankruptcy costs: some evidence*, in *The Journal of Finance*, vol. 32, fasc. n. 2, 1977, pagg. 337-347.

Questo assetto teorico consente di considerare gli effetti positivi e le conseguenze negative di un incremento del debito. Solo con il raggiungimento di una perfetta compensazione tra il valore attuale dei benefici fiscali ed il valore atteso dei costi del dissesto si delineerà il rapporto Debt on Equity ottimale. Si può pertanto individuare una struttura finanziaria ottimale specifica per l'impresa in analisi in quanto, oltre all'entità del vantaggio fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi sul debito (deducibilità diversificata da settore a settore), essa considera anche il vantaggio determinato dall'imposizione fiscale a livello personale e, per quanto riguarda i costi del dissesto, questi vengono quantificati moltiplicando il loro ammontare (specifico per ogni singola impresa, business adottato o mercato di riferimento) per la probabilità di fallimento dell'azienda stessa⁷⁰.

L'impressione generale di una dimensione ridotta dei costi del dissesto nelle imprese di dimensioni contenute viene screditata da un mancato riscontro in dottrina di una universale modalità di rilevazione di tali costi. Che si scelga di adottare una misurazione di tipo diretto⁷¹ o indiretto,⁷² in ogni caso la decisione ricadrà su una metodologia che richiede delle stime di per sé soggettive ed incerte. Tuttavia, è necessario sottolineare vantaggi e pregiudizi, nella relazione tra PMI ed i finanziatori, i quali possono amplificare o ridurre i costi del dissesto. Se da un lato si può giustificare un minor riscontro dei costi del dissesto nelle PMI in seguito ai benefici di un rapporto banca-impresa basato principalmente sulla fiducia riposta nell'imprenditore o nell'amministratore delegato, di contro le spese indotte da un deperimento della credibilità aziendale (in termini di costi indiretti del dissesto) generalmente hanno un impatto maggiore nelle PMI. La consolidata e diligente prudenza degli istituti finanziari nella concessione di prestiti a favore delle piccole imprese trova le sue basi nella presunzione di un maggior assoggettamento alla probabilità di default per le imprese di minori dimensioni. Si noti, infatti, l'evidente relazione positiva tra la disponibilità di at-

⁷⁰ Si sottolineano in particolare alcuni fattori che influenzano l'entità di tale variabile. "La probabilità di fallimento è positivamente connessa con il volume del debito a parità di rischio operativo. Un aumento della variabilità del cash flow dovrebbe quindi diminuire la leva ottimale" secondo BONATO L., HAMAUI R., RATTI M., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, op. cit., pag. 53. "Tra imprese varia la probabilità di fallimento, sia in funzione del rischio operativo che del rischio finanziario (e, quindi, del livello di indebitamento) e varia l'entità dei costi del fallimento, in funzione di caratteristiche specifiche di impresa e business di appartenenza." Come affermato da VENANZI D., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: evidenza empirica e aspetti di metodo*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, vol. 15, fasc. 4, 1997, pag. 141.

⁷¹ Sfruttando le relazioni tra gli indicatori di rischio sistematico (beta) è possibile giungere alla stima dei costi del dissesto quale differenza positiva tra il valore di mercato dell'azienda al netto del valore dello scudo fiscale a cui vengono decurtati i valori di mercato di azioni e debito.

⁷² L'analisi in tal caso discende dalla variabile aleatoria Free Cash Flow of the Firm FCFF - flusso di cassa operativo dell'azienda calcolati come $FCF_{\text{netto}} + \text{int}^*T_c$ - che assume una distribuzione normale. Delineando i valori attesi di FCFF e FCFD è possibile ricavare la probabilità di fallimento tramite l'integrale dell'area a sinistra di FCFD. Si noti che il rischio di default viene influenzato sia dall'andamento degli FCFO (dalla loro volatilità) sia dal livello di debito (o dal rapporto d'indebitamento).

tività tangibili poste a tutela dei creditori e la propensione verso una struttura finanziaria sbilanciata a favore dei mezzi di terzi.

Secondo il filone concettuale ispirato ai modelli d'agenzia⁷³, i rapporti tra proprietà e management e tra management ed i soggetti finanziatori sono assoggettati al rischio che si sviluppino dei comportamenti opportunistici da parte dei manager. Ciò che caratterizza entrambi i rapporti è una divergenza negli interessi da perseguire. All'aumentare della quota di capitale detenuta dal management deriva una maggiore coincidenza tra le funzioni di utilità dei manager e dei proprietari riducendo il perseguimento di benefici personali a discapito dei soci di minoranza. L'incremento del debito in tale situazione provoca un aumento degli oneri finanziari e, di conseguenza, va a comprimere il flusso di cassa disponibile per soddisfare gli interessi personali del management. Nel caso del rapporto con i finanziatori, una struttura finanziaria maggiormente capitalizzata comporta un duplice effetto riduttivo sui costi d'agenzia. Mentre si sviluppa un maggior interesse da parte dei dirigenti a sfruttare tutte le possibilità di investimento, o a limitare il rischio insito nelle opportunità intraprese, si ottiene anche una riduzione dell'asimmetria informativa a favore dei finanziatori esterni.

Se i costi d'agenzia relativi al primo rapporto possono essere tralasciati nel contesto delle PMI italiane, per la mancanza di separazione tra i due soggetti, gli stessi costi relativi al rapporto tra management e finanziatori vengono invece amplificati a causa della natura della relazione di fiducia che si crea tra tali individui⁷⁴. Si sottolinea, dunque, il rilevante effetto determinato dalle asimmetrie informative presenti nella relazione tra PMI ed istituti di credito. Una riduzione nella trasparenza informativa si traduce in un vantaggio detenuto dall'imprenditore a discapito dei finanziatori relativamente alla conoscenza dell'effettivo andamento dell'azienda o degli investimenti sovvenzionati. I finanziatori detengono la possibilità di determinare il prezzo del finanziamento che si rivela una leva a loro sfavorevole in quanto origina i fenomeni della selezione avversa o dell'azzardo morale (ovvero si favorisce un incremento del rischio rispettivamente dal lato del finanziatore o del management). Pertanto, i costi d'agenzia e le asimmetrie informative⁷⁵ che generalmente si manifestano in un incremento del tasso d'interesse sul debito dovuto ad un maggior

⁷³ Per approfondimenti teorici ed empirici sul caso italiano si vedano: BONATO L., HAMAUI R., RATTI M., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, op. cit., pagg. 67-71 e VALLASCAS F., *I fattori esplicativi della struttura finanziaria delle pmi: analisi empirica*, in *Il risparmio Review*, vol. 52, fasc. n. 2, 2004, pagg. 151-155.

⁷⁴ Per un riepilogo di tali analisi empiriche si veda: BOTTASSO A., *La relazione tra struttura finanziaria e decisioni reali delle imprese*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, vol. 57, fasc. n. 1, 1998 pagg. 126-130.

⁷⁵ Nell'ambito delle teorie finanziarie che considerano l'asimmetria informativa tra impresa e finanziatori si rileva anche la teoria dei segnali. Secondo quest'ultima le decisioni finanziarie del management svolgerebbero la funzione di indicatori relativamente ai livelli di redditività e di rischio attribuibili all'azienda. Con riferimento alle differenti interpretazioni dei segnali da parte dei finanziatori si veda quanto riassunto da PENCARELLI A., DINI L., *Teoria della struttura finanziaria e piccola impresa*, in *Piccola Impresa / Small Business*, fasc. n. 3, 1995, pagg. 64-67.

premio per il rischio aziendale, possono determinare la presenza di una struttura finanziaria meno sbilanciata verso il debito.

Gli effetti delle asimmetrie informative si riscontrano anche nella Pecking Order Theory, in base alla quale il manager finanziario seguirebbe un preciso ordine di preferenze nelle modalità di finanziamento per i vari progetti d'investimento. Nell'originaria formulazione, riferita alle public company americane, si afferma una predilezione per l'autofinanziamento rispetto al capitale di debito; solo in ultima analisi si considera invece la possibilità di ampliare il capitale proprio. Nello scenario italiano⁷⁶, composto prevalentemente dalle PMI, si dimostra rafforzata la volontà di privilegiare i soci attuali; anche qualora si optasse per un aumento del capitale sociale, si procederebbe tramite trattazioni di tipo privatistico senza sfociare nel mercato dei capitali, privilegiando pertanto il forte rapporto di fiducia insito nelle relazioni all'interno della compagine sociale. Ciò comporta la possibilità di "delineare una gerarchia delle fonti di finanziamento incentrata sull'autofinanziamento, poi sul debito bancario, preferibilmente a breve scadenza, e infine sugli apporti di capitale di rischio, nella forma di risorse da parte dei vecchi soci (inside equity), piuttosto che da parte di soggetti esterni (outside equity)"⁷⁷.

c. L'influenza del fattore temporale nelle scelte di finanziamento

Oltre alla scelta tra debito e capitale proprio è necessario porre l'attenzione su altre due relazioni: la scadenza del debito e la relazione con la fase di vita aziendale.

Nel lavoro di Leland⁷⁸, rimuovendo l'ipotesi di un debito a scadenza indefinita, si evidenzia una correlazione positiva tra il rapporto d'indebitamento e l'allungarsi dell'orizzonte temporale di riferimento per i finanziamenti. Tasso di rischiosità aziendale e costi d'indebitamento delineano anch'essi una correlazione diretta, mentre la relazione è inversa con il tasso d'interesse free risk. Ne consegue pertanto un ampliamento dell'importo massimo del debito sostenibile in relazione ad una maggiore volatilità e ad un incremento dei costi del dissesto. Anche i costi d'agenzia sono influenzati dalla durata del debito: si avrà una maggiore propensione ad intraprendere progetti rischiosi all'allungarsi della scadenza, con un incentivo sempre più rafforzato all'avvicinarsi della

⁷⁶ Nell'articolo DOMENICHELLI O., *Un'analisi dei più recenti sviluppi della teoria del Pecking Order*, in Rivista Piccola Impresa / Small Business, fasc. n. 3, 2007, pagg. 42-45, si esaminano i fattori che influenzano l'originaria teoria dell'ordine di scelta, portando a cinque diverse specificazioni nella teoria "allargata" del Pecking Order. In particolare modo si segnala l'influenza conseguente dalle ridotte dimensioni aziendali, principalmente in termini di incrementi nei costi relativi ad operazioni di aumento di capitale sociale aperto al mercato dei capitali. Per il contesto italiano si evidenzia il riscontro congiunto di entrambe le teorie del trade – off e Pecking Order. Se nel lungo periodo si osserva la ricerca e l'avvicinamento ad un livello d'indebitamento obiettivo prestabilito, il processo di aggiustamento viene, tuttavia, distorto dalle necessità di fabbisogno di breve periodo.

⁷⁷ VALLASCAS F., *I fattori esplicativi della struttura finanziaria delle pmi: analisi empirica*, op. cit., pag. 165.

⁷⁸ LELAND H. E., TOFT K. B., *Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads*, The Journal of Finance, fasc. n. 3, 1996, pagg. 987-1015.

data di rimborso. Si associa pertanto una struttura con importi minori di capitale di terzi e per scadenze ravvicinate qualora il rischio assunto sia considerevole. Relazionando la qualità dei valori finanziari (ovvero il valore dell'azienda corrispondente a capitale coperto dai flussi di cassa generati) con la struttura del debito è possibile definire la probabilità di default endogeno qualora l'asincronia tra i flussi producibili dalla gestione aziendale ed i flussi relativi al pagamento dei finanziatori sia nota già alla stipula del prestito. Si sottolinea, appunto, la forte rilevanza sia delle scadenze del debito, sia la necessità di valutare attentamente le previsioni di copertura dei flussi destinati al servizio del debito per limitare l'aumento dei costi d'agenzia, dei costi del dissesto e degli oneri derivanti dal fallimento endogeno.

Un ulteriore fattore da considerare è la fase di sviluppo aziendale, partendo dal riadattamento della teoria dell'ordine di scelta per le Piccole e Medie Imprese, nell'ambito dottrinale si giunge alla teoria del Financial Growth Cycle⁷⁹. Raffigurando il ciclo di vita dell'impresa, è possibile associare ad ogni fase due distinte linee d'analisi: la relazione tra le scelte reali e le decisioni finanziarie ed il rapporto con i soggetti finanziatori che assumerà caratteristiche differenziate in base a fattori quali l'età dell'azienda, il settore in cui opera e le sue dimensioni.

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

Tabella 2 – Ciclo di vita aziendale e fattori influenzanti la struttura finanziaria⁸⁰

Nella *fase precompetitiva*, dove l'azienda non è ancora costituita, si adotta una gestione informale del capitale di rischio dovuta sia alla mancanza di certezze per i soggetti finanziatori sull'effettivo svi-

⁷⁹ Per ulteriori approfondimenti teorici si fa riferimento a: BIRINDELLI G., MODINA M., *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, FrancoAngeli, Milano, 2010, pagg. 33-35; PFAFFERMAYR M., STÖCKL M., WINNER H., *Capital structure, Corporate taxation and Firm age*, Austrian Institute of Economic Research (WIFO) Working Papers, n° 424, aprile, 2012; HALLING M., YU L., ZECHNER J., *Leverage dynamics over the business cycle*, aprile, 2012, copia elettronica <http://ssrn.com/abstract=1762289>.

⁸⁰ DALLOCCHIO M., SALVI A., *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 2004.

luppo dell'idea imprenditoriale, sia per effetto dei cospicui costi d'agenzia legati alle specifiche informazioni non divulgate nel rapporto imprenditore - finanziatore o, nella peggiore delle ipotesi, alla possibilità che le conoscenze critiche per lo sviluppo del progetto siano detenute da un soggetto libero di svincolarsi dall'iniziativa imprenditoriale.

Nella *fase di start up* prevale l'autofinanziamento tramite i limitati flussi di cassa disponibili, e soprattutto grazie alle risorse finanziarie proprie dei soci coinvolti. Le forti criticità associate a questo periodo (quali l'alto grado di rischio specifico del progetto che potrebbe minare anche la sopravvivenza della stessa impresa, l'assenza di una consolidata reputazione aziendale e la disponibilità di garanzie limitate) rendono particolarmente oneroso l'accesso al credito presso gli istituti bancari.

I molteplici investimenti che si sviluppano nella *fase di espansione* dell'impresa comportano un forte incremento del fabbisogno finanziario. Il free cash flow non riesce pertanto a coprire tutte le necessità finanziarie, s'inizia generalmente a diversificare le fonti di finanziamento grazie alla possibilità di ottenere migliori condizioni da parte degli istituti di credito. Inoltre, con il decrescere del grado di rischio attribuito all'impresa si potrà accedere anche al segmento del mercato finanziario finanziato dagli operatori di Venture Capital.

La difficoltà nel reperimento di fonti di finanziamento nella forma dell'equity (ovvero Equity Gap) raggiunge il suo apice proprio in questa *fase intermedia* del ciclo di vita aziendale. Nelle fasi iniziali la capacità di attrarre capitale di rischio è molto limitata a causa dell'alto rischio specifico governabile solo dall'imprenditore; ciò comporta il sorgere di una problematicità nel dimostrare l'effettiva capacità del business di generare profitto. Nella fase intermedia, invece, la richiesta di capitale nella forma dell'equity muove dalla specificità del rischio e dalla dimensione assoluta del fabbisogno; grazie alla concessione di garanzie si compenseranno i costi di agency e le asimmetrie informative dando ai finanziatori la certezza che il capitale di debito sarà coperto.

Nella *fase di maturità* aziendale, con il consolidamento dell'immagine e la reputazione aziendale nel mercato, le imprese dovrebbero dirigersi verso una finanza più complessa e diversificata. La riduzione delle asimmetrie informative permette infatti di limitare i costi derivanti da operazioni di Public Equity quali emissioni azionarie ed obbligazionarie.

Se tale percorso di sviluppo della struttura delle fonti di finanziamento individuerebbe una singolare abilità di adattamento alle necessità aziendali, e una forte capacità di adeguare il rapporto tra rischio assunto nel progetto e profilo di avversione / propensione al rischio associato al soggetto finanziatore, si evidenzia, tuttavia, una difficile compatibilità con le ridotte dimensioni, risorse e competenze finanziarie tipiche di una piccola impresa.

Teorie	Implicazioni per la struttura finanziaria	Rilevanza per il caso italiano
Irrilevanza (Modigliani – Miller 1958)	La struttura finanziaria non ha nessun legame con le scelte reali ed il valore dell'impresa.	Scarsa, data la presenza di regolarità empiriche.
Tassazione d'impresa (Modigliani – Miller 1963; De Angelo – Masulis 1980 e 1981)	L'indebitamento cresce all'aumentare dell'aliquota societaria e al diminuire dei profitti (a causa della tax exhaustion) e degli "scudi fiscali" alternativi.	Compatibile con la posizione dell'Italia, paese ad alta leva ed elevata tassazione d'impresa. L'evoluzione delle aliquote legali ed effettive non spiega la dinamica dell'indebitamento. Evidenza econometria incerta.
Tassazione personale (Miller 1977; De Angelo – Masulis 1980; Auerbach – King 1983)	A livello macro l'indebitamento cresce all'aumentare dell'aliquota media sul reddito da equità e al diminuire di quella sugli interessi. Irrilevanza a livello micro (in assenza di scudi fiscali alternativi al debito). Polarizzazione dei portafogli.	Non spiega la preferenza per l'autofinanziamento (che non gode di vantaggi fiscali rispetto alle emissioni azionarie). Non spiega il fatto che gli azionisti abbiano un reddito relativamente elevato, mentre il vantaggio fiscale è più forte in Italia per i redditi più bassi.
Costi di fallimento (Kraus – Litzernberger 1973)	L'indebitamento cresce al diminuire del costo del fallimento e della probabilità che questo si verifichi.	Incompatibile con la correlazione negativa fra crescita economica e indebitamento. Compatibile con i risultati econometrici a livello d'impresa.
Costi di agency: conflitto fra azionisti e manager (Jensen – Meckling 1976; Jensen 1986)	L'indebitamento cresce all'aumentare del <i>free cash flow</i> , diminuisce all'aumentare del valore di liquidazione dell'impresa e della presenza di attività tangibili e al diminuire delle prospettive di crescita.	A priori non sembra particolarmente rilevante data la diffusa coincidenza fra proprietà e controllo. Evidenza econometrica non conclusiva.
Costi di agency: conflitto fra azionisti e creditori (Jensen – Meckling 1976; Myers 1977; Diamond 1989)	L'incremento cresce al grado di regolamentazione e della maturità del settore, dell'età e della reputazione dell'impresa e al diminuire del rischio operativo.	Compatibile con il fatto che le piccole e medie imprese tendono ad avere una leva più bassa e un maggiore indebitamento bancario. Inoltre compatibile con l'evidenza a livello settoriale.
Informazione asimmetrica: segnalazione (Ross 1977; Leland – Pyle 1977)	L'indebitamento e/o la quota capitale detenuta dai manager sono correlati con il valore fondamentale dell'impresa. La probabilità di fallimento è positivamente correlata con l'indebitamento.	A priori poco rilevante data la concentrazione della proprietà e la diffusione di legami bilaterali con i finanziatori. Inoltre, la correlazione empirica fra profittabilità e leva è negativa, mentre il modello la prevede positiva; l'evidenza non trova alcuna correlazione fra equità interna e profittabilità.
Informazione asimmetrica: gerarchia finanziaria (Myers – Majluf 1984)	Gli investimenti vengono finanziati preferibilmente con profitti, poi con debito e infine con emissioni azionarie. I corsi azionari scendono all'annuncio di emissione.	L'autofinanziamento gioca un ruolo prioritario nel finanziare gli investimenti. La teoria è compatibile con la correlazione negativa fra profitti e indebitamento, con i risultati sul mercato azionario e con l'evidenza econometrica sui dividendi.
Informazione asimmetrica: forme di mercato (Brander – Lewis 1986; Maksimovic 1988)	L'indebitamento cresce all'aumentare del grado di oligopolio e dell'elasticità della domanda e al diminuire del numero di imprese.	Incompatibile con la bassa leva di alcuni settori a bassa elasticità della domanda. In generale, evidenza incerta e di carattere preliminare.
Informazione asimmetrica: carattere dei prodotti (Titman 1984; Maksimovic – Titman 1991)	L'indebitamento cresce all'aumentare dell'unicità del prodotto e dell'importanza della reputazione dell'impresa.	L'evidenza a livello settoriale sembra compatibile con l'ipotesi di unicità, ma non con quella di reputazione.

Tabella 3 – Teorie ed implicazioni per le scelte di struttura finanziaria, riscontri empirici nel contesto italiano⁸¹

⁸¹ Fonte: BONATO L., HAMAUI R., RATTI M., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, op. cit., pag. 98.

Nella tabella sono indicate le principali teorie che influiscono sulla scelta della struttura del passivo. Ciò che più rileva in questa sede è la colonna relativa alle specificità del mercato italiano. Le peculiarità di un mercato composto da imprese per lo più di piccola e media dimensione, unite agli alti livelli di leva finanziaria e di tassazione societaria, rendono particolarmente significative le teorie sui costi d'agenzia che si sviluppano tra management e creditori e la Pecking Order Theory. Ciò però non comporta, come dimostrato nella tabella 3, un automatico riscontro empirico di tali teorie.

Gli elementi che facilitano una simile incongruenza tra contesto reale e le teorie finanziarie si possono suddividere in vincoli esterni ed interni all'impresa stessa. Mentre i secondi possono identificarsi con le caratteristiche intrinseche alle PMI, come individuate in precedenza nel paragrafo 1.1 (tra tutti risaltano la volontà di mantenere un forte controllo sull'azienda, l'avversione all'allargamento della compagine sociale ed i vincoli derivanti dalla situazione finanziaria preesistente), i vincoli esterni riguardano invece l'andamento macroeconomico e congiunturale del mercato creditizio ed i provvedimenti legislativi in materia fiscale e creditizia, senza tralasciare la pesante influenza delle considerazioni ed opinioni personali e psicologiche del management⁸².

⁸² DEL PRETE S., *Le problematiche concernenti l'individuazione e l'attuazione della struttura finanziaria ottima d'impresa*, op. cit., pagg. 377-382.

CAPITOLO 2. L'ottica bancaria nell'analisi del merito di credito

2.1 Il mercato del credito in Italia

In questo secondo capitolo si porrà l'attenzione sull'ottica bancaria. Dopo un'iniziale sguardo sull'attuale andamento dei finanziamenti alle imprese nel contesto europeo, ed in particolare in Italia, si analizzeranno i principali vincoli che condizionano le politiche di affidamento bancarie.

Se, dal punto di vista della clientela che richiede un nuovo / ulteriore prestito, la decisione di accordare il fido appare circoscritta ad una mera assunzione di rischio in merito alla solvibilità del cliente per la restituzione del capitale iniziale e dei relativi interessi, secondo la prospettiva di una corretta gestione della banca, è necessario considerare ogni limitazione ed ogni effetto riconducibile alla singola decisione di finanziamento. In questo capitolo si analizzeranno, pertanto, i vincoli normativi alla concessione di credito ed i requisiti patrimoniali imposti agli istituti di credito per preservarne la solidità e limitarne l'assunzione di rischio. Si esamineranno, inoltre, i risvolti sul piano dell'effettiva organizzazione della banca e le responsabilità attribuibili in relazione alla concessione di fidi. Numerosi sono pertanto i legami di cui si dovrà tener conto ed anche in questa sede si tratta di bilanciare il tentativo di ampliare la clientela con l'intento di minimizzare i rischi assunti ed i capitali immobilizzati. Infine si cercherà di dare una visione d'insieme del merito di credito evidenziando le caratteristiche distintive dell'ottica tipicamente assunta da ognuna delle due controparti.

Nel contesto europeo il mercato del credito bancario assume il ruolo di principale sostenitore dell'economia. A differenza del sistema americano, nel vecchio continente la borsa riveste una funzione secondaria, quale supporto solo per le grandi imprese quotate⁸³.

⁸³ Come ricordato nel capitolo precedente, recentemente si sta sviluppando un nuovo segmento di mercato borsistico riservato alla quotazione (velocizzata e semplificata negli adempimenti) per le piccole e medie imprese che intendono affacciarsi al mercato internazionale. Tale mercato, nel contesto europeo riveste ancora una quota minoritaria, tuttavia, si sta delineando quale nuovo strumento per la raccolta del capitale alternativo al mercato bancario.

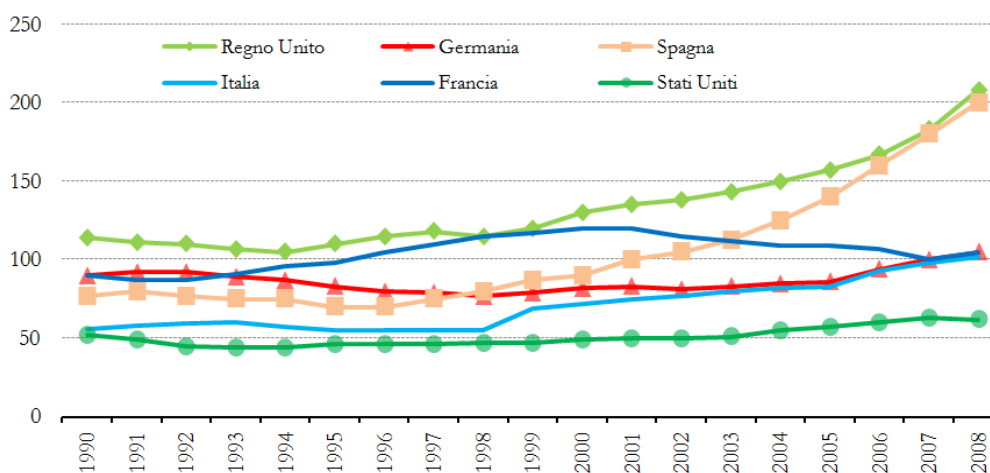


Figura 4 - Dimensione del mercato del credito in Europa e negli U.S.A. ⁸⁴

Nella Figura 4, di cui sopra, si può notare la dimensione del mercato del credito per i principali paesi dell'Unione Europea e per gli Stati Uniti. Nella fattispecie, sono stati considerati i prestiti concessi al settore privato in percentuale sul PIL prima della crisi finanziaria. Ciò che rileva⁸⁵, ai fini di quest'elaborato, è il distacco tra U.E. ed U.S.A. dovuto alla diversa impostazione del mercato finanziario. Il forte ruolo assunto dalle banche nel vecchio continente si distingue chiaramente dall'ampio margine rispetto alla curva dei finanziamenti concessi alle imprese statunitensi, maggiormente rivolte verso il mercato azionario. In particolare nel nostro paese lo sviluppo dei prestiti al settore privato si registra solo in seguito alla fase di dismissione delle proprietà statali ed alla nascita dei gruppi bancari privatizzati, a partire dalla fine degli anni '90.

Già prima della crisi finanziaria il mercato del credito italiano non era esente da limiti: numerosi sono stati i casi di finanziamenti concessi a fronte delle profonde interrelazioni tra istituti di credito ed imprese, anche nonostante chiari segnali di difficoltà finanziaria ed insostenibilità del credito. Legami azionari diretti tra banche ed imprese, partecipazioni incrociate o indirette e figure chiave che sistematicamente ricoprono incarichi nei Consigli di Amministrazioni di entrambi i settori ed il controverso ruolo delle fondazioni nella governance bancaria, tutt'ora non fanno altro che incrementare la criticità e l'assenza d'imparzialità nel processo di affidamento⁸⁶. Si sottoli-

⁸⁴ Rielaborazione da OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE, *Rapporto Unicredit sulle Piccole Imprese: Le piccole imprese e il rilancio del sistema produttivo*, VI edizione 2009-2010, pag. 101, dati tratti da BCE, FMI e Banca d'Italia.

⁸⁵ Nel grafico si può notare, inoltre, come i valori dei prestiti concessi al settore privato per Spagna e Regno Unito siano influenzati dagli effetti della bolla sul settore immobiliare.

⁸⁶ Per un approfondimento sull'influenza delle fondazioni nelle decisioni e nella strategia dei gruppi bancari si veda l'opera: MESSORI M., *Il potere delle banche: sistema finanziario e imprese*, Università Bocconi, Milano, 2007, con particolare attenzione relativamente alle conseguenze legate alla mancata separazione tra il settore bancario e le imprese, sia a causa di partecipazioni incrociate, sia per l'effetto d'interlock bancario. Tali influenze si manifesta ovviamente su imprese di grandi dimensioni.

nea però che questo intreccio reciproco d'interessi tra il settore imprenditoriale e le banche finanziarie, manifesta i suoi effetti principalmente nei confronti delle grandi imprese. Difficilmente si può giustificare l'inasprimento dell'accesso al credito per le PMI attraverso tali gravi inefficienze del sistema bancario nell'attribuzione dei prestiti.

L'offerta di prestiti tra crisi finanziaria e debito sovrano

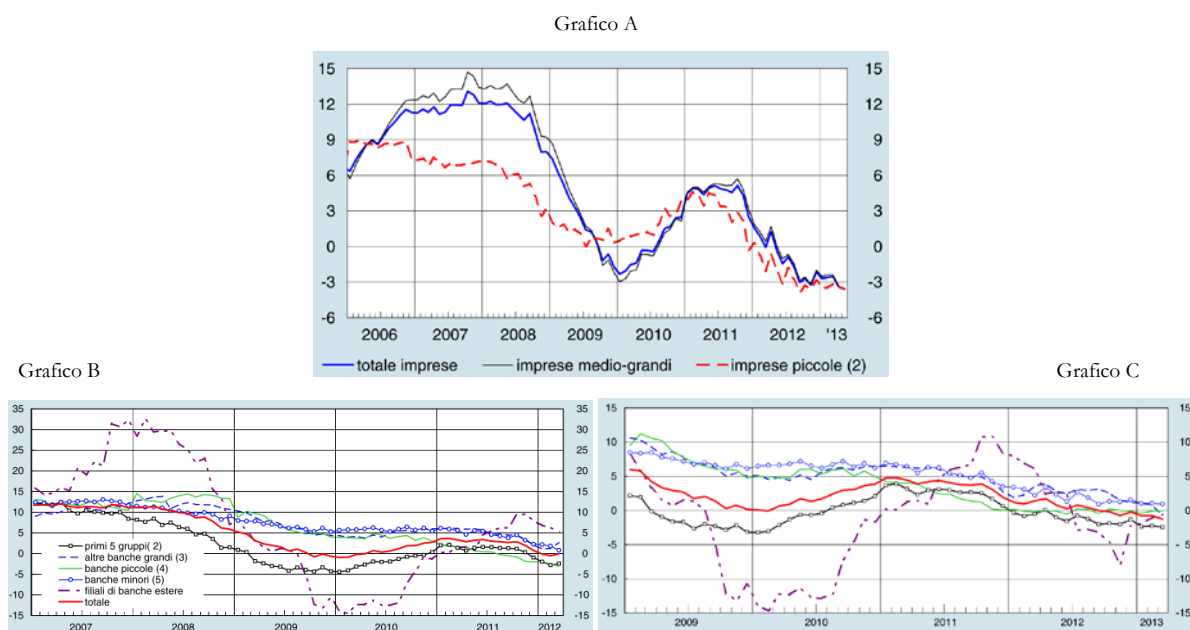


Figura 5 - Prestiti bancari per dimensione d'impresa (A) e di gruppo bancario in Italia (B e C)⁸⁷

Come si può notare dal primo grafico nella Figura 5, il fenomeno del razionamento del credito⁸⁸ si è verificato in particolar modo sulle piccole imprese a partire dal secondo semestre del 2007, con un lieve trend positivo solo nei 4 semestri a cavallo tra 2010 e 2011. Per le imprese di mag-

⁸⁷ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 73*, luglio 2013, pag. 20, Figura 17, variazioni percentuali mensili sui 12 mesi precedenti dei prestiti bancari per dimensione d'impresa; BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVIII esercizio 2011*, Roma, maggio 2012, pag. 204, Figura 17.2, variazione percentuale mensile sui 12 mesi precedenti per dimensione di gruppo bancario (andamento dal 2007 al primo trimestre 2012); BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXIX esercizio 2012*, Roma, maggio 2013, pag. 210, Figura 17.1, variazione percentuale mensile sui 12 mesi precedenti per dimensione di gruppo bancario (dettaglio dal 2009 al primo trimestre 2013).

⁸⁸ Se comunemente per razionamento del credito s'intende una riduzione nell'offerta di prestiti a favore delle imprese e/o delle famiglie, si sottolinea la differenza con il termine "credit crunch"; con esso si definisce una contrazione della disponibilità di credito determinata da un inasprimento delle condizioni di accesso ai finanziamenti o ad una reale diminuzione delle domande di prestiti. COSTA S., MARGANI P., *Credit crunch in Italy: evidence on new ISAE survey data*, Fourth Joint EU – OECD Workshop on Business and Consumer Opinion Surveys, Bruxelles, 12-13 Ottobre 2009 pubblicato in <http://www.oecd.org/std/clits/43854874.pdf>. A pag. 2 si nota tale definizione "the concept of credit crunch still lacks of an unanimously shared definition: it is usually referred to as a significant and widespread reduction in the banking loans to the economy, either due to a substantial increase in the cost conditions imposed to the borrowers or a real turn down of the loan applications by the banks". L'accezione credit crunch viene quindi utilizzata per indicare un andamento negativo nell'offerta di credito privo di un'adeguata correlazione con il calo della domanda di finanziamenti o un inasprimento del rischio d'insolvenza degli affidati percepito dalle banche, bensì relazionato a specifiche scelte gestionali degli istituti di credito.

giori dimensioni l'erogazione di prestiti ha iniziato a diminuire rapidamente dalla fine del 2007, riprendendo un andamento cautamente positivo solo nel biennio 2010 - 2011.

Mentre nel primo semestre del 2011 i prestiti alle imprese sostanzialmente si sono mantenuti ad un livello pari a quello raggiunto alla fine del I trimestre del 2009, nei mesi successivi è iniziata una nuova fase di rallentamento nella concessione di credito, con ripercussioni maggiormente sentite dalle piccole imprese.

Pur essendosi attenuati gli effetti della crisi economico – finanziaria, dall'estate del 2011 nello scenario macroeconomico si è aperta la crisi del debito sovrano. Il differenziale tra i titoli di stato italiani e tedeschi è rapidamente salito, accentuando le difficoltà di finanziamento delle banche nei mercati all'ingrosso, quale conseguenza negativa della svalutazione dei titoli di stato posti usualmente come garanzia nei prestiti interbancari e nelle operazioni di rifinanziamento presso la BCE. Oltre alle restrizioni sul piano della liquidità della banca, è necessario considerare anche l'impatto e la percentuale di titoli sovrani detenuti nei portafogli degli istituti di credito. Gli effetti si sono manifestati in una duplice forma di contenimento dei rendimenti da un lato e di perdita di valore di tali assets in seguito alla maggior probabilità d'insolvenza dello stato emittente dall'altro.

La rapida trasmissione alle imprese è avvenuta, con un ritardo limitato ad un solo trimestre, principalmente attraverso l'incremento dei margini applicati in relazione al grado di rischio e tramite la contrazione sulle disponibilità. Ciò in conseguenza del ruolo di benchmark, svolto dal tasso di rendimento dei titoli di stato, sui tassi applicati alla clientela. Come evidenziato in dottrina⁸⁹, gli effetti sugli istituti di credito sono stati contenuti grazie alla scarsa rilevanza dell'affidamento presso il mercato all'ingrosso sul totale della raccolta complessiva.

⁸⁹ Per una valutazione puntuale degli effetti diretti di tale crisi sul sistema bancario italiano si veda: ALBERTAZZI U., ROPELE T., SENE G., SIGNORETTI F. M., *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, in *Questioni di economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 133, 2012. A pagg. 5, si afferma: "The link between sovereign and bank risk reflected a number of different channels, such as the high exposure of banks to domestic sovereign debt, the role of government securities as collateral in secured transactions and the connections between sovereign and banks' credit ratings". Questi elencati sono, pertanto, i principali fattori che hanno favorito l'espandersi degli effetti negativi nel mercato del credito italiano, accentuando una situazione già critica a causa della crisi finanziaria, tutt'altro che archiviata.

Nello studio si evidenzia, inoltre, come la diversa impostazione di business della banca possa determinare un maggiore o minor livello d'impatto degli effetti negativi connessi all'amplificarsi dello spread nei rendimenti sovrani. Si segnalano, in particolare due effetti: sul costo del credito e sui volumi concessi. L'impatto sul costo del finanziamento alle imprese, a fine 2011, è stato stimato pari a 170 punti base in aggiunta rispetto ad una situazione in cui lo spread fosse rimasto pari al livello rilevato nel primo trimestre del 2010. La stima dell'effetto indiretto sul tasso di crescita annuale dei prestiti alle imprese è, invece, pari a -0,7% per ogni punto percentuale incrementativo del divario nei rendimenti tra Btp e Bund tedeschi, sebbene tale variazione non possa essere considerata uno standard, dato il diverso grado di appello ai mercati all'ingrosso per ogni istituto di credito. Gli autori rinviano, pertanto, ad ulteriori pubblicazioni per una precisa quantificazione del legame tra il diverso mix nel business bancario e l'entità dell'impatto connesso al rischio sul debito sovrano.

In tutta l'area del vecchio continente, durante l'ultimo trimestre dell'anno 2011, gli effetti negativi si sono manifestati in una decelerazione della dinamica del credito alle imprese non finanziarie: mentre la media europea rimane positiva passando da -0,5% ad una variazione annua di +1,1%, gli andamenti si differenziano in relazione al contesto nazionale.⁹⁰ Nel mercato italiano, pur concludendo l'anno con una variazione annua del tasso di crescita degli impieghi alle imprese di +3,1% a dicembre 2011 rispetto al +1,4% del 2010, si segnala l'espandersi della contrazione sui prestiti anche alle medie e grandi aziende.

In dottrina si sottolinea, invece, come questo andamento dell'offerta nel mercato dei prestiti manifesti i suoi effetti principalmente sul pricing del credito, limitando le conseguenze sull'ammontare delle erogazioni e sulla durata dei finanziamenti⁹¹.

Si manifesta, infatti, un inasprimento dei tassi d'interesse nell'ultimo trimestre 2011 arrivando a registrare un distacco di 80 punti base nel gennaio 2012 rispetto al tasso medio d'interesse applicato mediamente nell'area euro sui nuovi prestiti. Nel corso del 2012, pur mantenendo tale differenziale, il trend dei tassi italiani si uniforma all'andamento decrescente registrato in Europa grazie al riequilibrarsi dei rendimenti dei titoli pubblici per effetto degli annunci della BCE⁹².

In base a quanto riportato nel Rapporto di Stabilità Finanziaria "l'esame di uno scenario controfattuale mostra che, qualora lo spread fosse rimasto invariato sul livello del primo trimestre del 2010 (0,7 punti percentuali), nel secondo trimestre del 2012 i tassi sui nuovi prestiti alle imprese e sulle erogazioni di mutui alle famiglie sarebbero stati più bassi di circa 1,6 e 1,9 punti, rispettivamente, di quelli osservati; la crescita annua del credito sarebbe stata invece più elevata di circa 4,0 e 3,5 punti percentuali, rispettivamente"⁹³. L'incidenza del debito sovrano andrebbe, pertanto, a

⁹⁰ OSSERVATORIO BANKIMPRESE, *Osservatorio permanente sui rapporti Banche – Imprese, andamenti congiunturali*, ABI rapporto n. 31, febbraio 2012, pag. 6. In particolare si evidenziano trend positivi in Francia (passando da una variazione annua di +1,4% di fine 2010 a +4,6% a dicembre 2011) e Germania (da -0,9% ad un +1,5%). In Spagna, invece, si notano i primi effetti della crisi del debito sovrano che trascina i prestiti da -2% fino a registrare un -5,8%.

⁹¹ MILANESI S., ROCCHINI S., *Il credit crunch: da Lehman Brothers alla crisi del debito sovrano*, in Banche e Banchieri, fasc. n. 1, 2012, pag. 91.

⁹² Si vedano nel dettaglio i dati riportati nei documenti ufficiali: BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVIII esercizio 2011*, Roma, maggio 2012, pagg. 177-178, BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, novembre 2012, pag. 29 e ss.

⁹³ BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, novembre 2012, pag. 31. Per un maggior approfondimento della relazione tra la crisi del debito sovrano e l'erogazione di prestiti alle imprese si veda anche il lavoro di: ALBERTAZZI U., ROPELE T., SENE G., SIGNORETTI F. M., *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, in Questioni di economia e Finanza, Banca d'Italia, n. 133, 2012, in particolare pagg. 16-17 "we find a significant and negative effect stemming from the BTP-Bund spread on the growth of loans to both firms and households. The impact of such an effect can be quantified in a reduction of 0.7 percentage points of the annual growth rate on loans for every 100 b.p. increase in the sovereign spread."

coprire ampiamente gli scostamenti con i tassi medi rilevati in Europa⁹⁴, posizionandosi tra i principali fattori che amplificano le difficoltà di accesso al credito.

Durante il primo semestre del 2012, nonostante il contenimento delle tensioni relative al debito sovrano rispetto ai mesi precedenti, il credito alle imprese in Italia ha continuato a decrescere, per stabilizzarsi nel secondo semestre registrando un calo del 4,3% rispetto ad agosto 2011 (Figura 5, grafici B e C). Nel grafico A in Figura 5 si nota chiaramente come la contrazione dei finanziamenti anche nella prima metà del 2012 abbia interessato maggiormente le piccole imprese.

In questo periodo, il costo del credito alle imprese ha seguito un andamento differenziato per le dimensioni dell'impresa affidata. Mentre i prestiti inferiori ad 1 milione di euro sono stati erogati ad un tasso del 4,6%, gli affidamenti d'importo più consistente sono riusciti a spuntare un tasso al 2,7% nel mese di agosto⁹⁵. Mentre nel primo semestre dell'anno il trend è in discesa, l'andamento del semestre successivo è in leggero rialzo, tuttavia, le differenze rispetto ai valori di agosto 2012 sono minime anche per tutto il primo semestre del 2013⁹⁶. Si segnala, invece, la nota positiva sulla seppur lieve diminuzione nel primo semestre del 2013 dello spread con i tassi applicati nel resto dell'Europa, mantenendo comunque uno scostamento di circa 80 punti percentuali, rispetto ai 100 b.p. rilevati a dicembre 2012⁹⁷.

Si noti che l'andamento costante dei tassi sul credito alle imprese di questi ultimi 12 mesi deriva dal bilanciamento degli opposti effetti dei fattori che maggiormente ne influenzano l'andamento quali:

- il ribasso del costo della provvista bancaria influenzato positivamente dal trend dello spread sui titoli del tesoro italiani e tedeschi e dal ribasso del tasso sui rifinanziamenti deciso dalla BCE a luglio del 2012,
- la percezione di un crescente rischio di credito ed il peggioramento della qualità del credito.

Nel primo semestre del 2012 si sono lievemente allentate le tensioni dal lato dell'offerta di credito, sebbene permanga una certa prudenza. Si sottolinea in merito una sostanziale uniformità sia a

⁹⁴ BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 5, aprile 2013, pag. 13 Figura 1.5b valori percentuali su dati mensili da elaborazioni di dati della Banca d'Italia e della BCE. A livello europeo il costo dei finanziamenti a breve termine verso le imprese è progressivamente diminuito in quasi tutti i paesi. Tuttavia, si riscontrano notevoli differenze tra i vari stati e, soprattutto, non si registra una correlazione inversa con i flussi di credito erogati, per i quali continua il trend in discesa.

⁹⁵ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 70*, ottobre 2012, pag. 36.

⁹⁶ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 71*, gennaio 2013, pag. 31.

⁹⁷ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 72*, aprile 2013, pag. 36 e BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 73*, luglio 2013, pagg. 29-32 per i dati sull'andamento nel primo semestre 2013 del pricing del credito.

livello territoriale, sia analizzando l'offerta per settore economico, pur con una spiccata diffidenza verso il comparto dell'edilizia. Tuttavia, come si nota dai grafici in Figura , l'offerta si è contratta in relazione alla dimensione bancaria, per effetto di un maggior impatto del rischio derivante dall'andamento macroeconomico e, appunto, dal trend assunto negli specifici settori d'attività. Questo razionamento si è tradotto principalmente in un consistente incremento dello spread applicato in relazione al grado di rischio percepito, con un'incidenza maggiore negli istituti di credito di minori dimensioni.

L'offerta di credito nella seconda metà del 2012 non è migliorata nelle sue condizioni, l'atteggiamento prudentiale da parte degli istituti bancari è riconducibile alla percezione degli alti rischi connessi all'andamento economico in quasi tutti i settori, soprattutto da parte delle banche minori. Altri due fattori hanno influenzato l'andamento delle condizioni di accesso al credito, per quanto con effetti tra loro contrastanti. Un effetto negativo è attribuibile ai crescenti vincoli relativi ai requisiti patrimoniali, mentre la principale nota positiva riguarda il costo della provvista, ampiamente diminuito con il ridimensionamento della crisi sul debito sovrano, in particolar modo per le banche di maggiori dimensioni.

Come riportato nel grafico a destra in Figura 6 il principale strumento di restrizione nell'accesso al credito rimane lo spread richiesto, ed in particolar modo in connessione con il grado di rischio per le banche di dimensioni minori, permane la differenza sull'ammontare del credito in relazione alla dimensione degli istituti bancari ma si affievoliscono i vincoli in connessione al rating minimo, favorendo anche una maggiore delega ai responsabili di filiale per le banche più grandi.

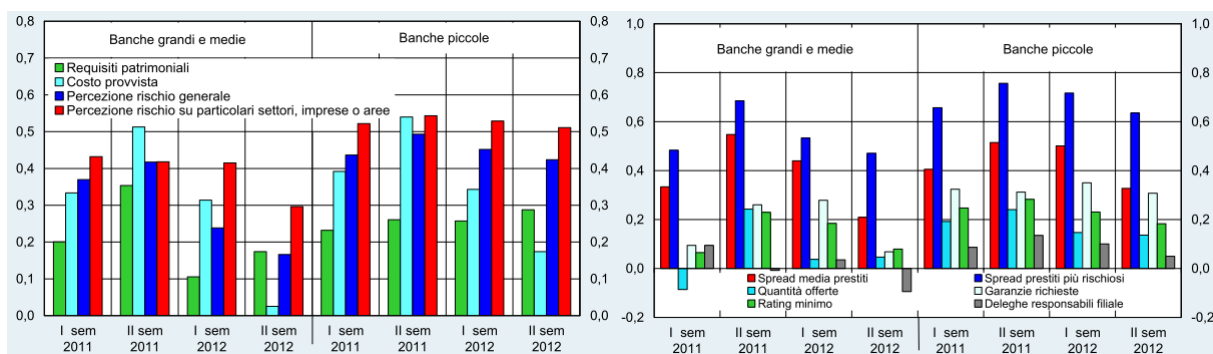


Figura 6 - Indici di diffusione dell'offerta di credito alle imprese per determinante e modalità di restrizione⁹⁸

⁹⁸ BANCA D'ITALIA, *Economie regionali. La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, n. 46, luglio 2013, pag. 4, figura 4. Indici di diffusione con valori positivi segnalano un irrigidimento delle condizioni di affidamento praticate, ed hanno un range di variazione compreso tra -1 ed 1.

Condizioni di accesso al credito

Sebbene, come detto in precedenza, i tassi d'interesse nel corso dell'anno si siano ristabiliti su importi meno onerosi per gli affidati, le condizioni di accesso al credito rimangono un punto cruciale nella relazione banca – impresa.

Da dicembre 2008 e per tutto il 2009, quale conseguenza della crisi finanziaria, si è registrato un azzeramento dei prestiti concessi alle imprese, in seguito al ritorno in voga di politiche maggiormente prudenziali nell'offerta di credito. La drastica diminuzione dei prestiti non ha subito una restrizione connessa alla dimensione del gruppo bancario, nè alla grandezza dell'impresa affidata, quanto piuttosto in relazione al grado di rischio. Pur registrando degli andamenti diversificati in relazione alle due variabili in precedenza citate, la stretta del credito è tuttavia legata ad una precedente situazione di difficile equilibrio economico - finanziario dei soggetti affidati, specialmente se abbinato ad un contenuto trend di redditività. Questa contrazione del credito si è leggermente allentata nella seconda parte dell'anno, soprattutto a favore delle piccole imprese⁹⁹.

Il primo semestre del 2010¹⁰⁰ registra un primo riavvio dell'attività economica grazie alla ripresa dell'export che ha determinato una crescita del PIL dello 0,4% nei primi tre mesi dell'anno rispetto al trimestre precedente. Nel secondo e terzo trimestre del 2010 sono ripresi gli affidamenti, prevalentemente mutui, a favore delle imprese registrando, alla fine dell'anno, una variazione dello 0,9 % su 12 mesi, nonostante il trend nuovamente restrittivo nelle condizioni di offerta dei prestiti. A causa del peggioramento nelle proiezioni dell'andamento economico generale i maggiori istituti bancari hanno incrementato il margine per tutelarsi dal rischio di credito, soprattutto nei confronti delle grandi imprese. Nel corso dell'anno l'andamento dell'offerta rispecchia sostanzialmente l'evoluzione in lieve calo delineata dalla domanda di credito caratterizzata da una diminuzione delle richieste per ristrutturazioni del debito controbilanciata da una maggior richiesta di capitale a favore della copertura del circolante.

Nel primo trimestre del 2011, invece, si registra il riavviarsi dei prestiti in c/c, anticipi e factoring, in linea con le maggiori necessità di fabbisogno finanziario legate alla dinamica del circolante. Ciò

⁹⁹ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVI esercizio 2009*, Roma, maggio 2010, pagg. 178 e ss. e pagg. 209 e ss. dove si evidenzia una maggiore restrizione nelle condizioni d'offerta da parte dei grandi gruppi bancari, rispetto ai prestiti concessi dalle banche minori. Per quanto riguarda, invece, il fattore dimensionale del soggetto affidato, si registra un calo nel primo trimestre di un paio di punti percentuali per le imprese minori, seguito poi da un andamento altalenante ma sostanzialmente entro una variazione sui 12 mesi compresa tra + e - 1%. Per le imprese di maggiori dimensioni nel corso del 2009 lo scostamento annuo dei prestiti ottenuti dal settore bancario registra un calo di quasi 10 punti percentuali, accentuato anche dal ricorso a forme di finanziamento alternative, grazie alla ripresa dei mercati obbligazionari internazionali.

¹⁰⁰ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVII esercizio 2010*, Roma, maggio 2011, pagg. 173 e ss.; BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 61*, luglio 2010, pag. 29 e ss. e BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 63*, gennaio 2011, pag. 20, 34 e ss..

nonostante, rispetto ad un 6% circa di imprese razionate nell'esercizio 2010, nei 12 mesi successivi il valore delle aziende che dichiarano di non ottenere il fido richiesto è raddoppiato¹⁰¹. Se nel primo trimestre del 2011 ciò può essere imputato ad una restrizione sulle scadenze dei prestiti alle imprese di maggiori dimensioni e ad un incremento, proporzionale al rischio, nei tassi d'interesse; il resto dell'anno è caratterizzato da un ritorno alle condizioni iniziali della crisi finanziaria a causa dell'azione congiunta dell'inasprimento dei costi relativi al rifinanziamento bancario con conseguente crisi di liquidità bancaria, il rinnovo delle prospettive negative sull'andamento economico e l'inizio dell'incidenza degli ulteriori costi relativi alla solidità patrimoniale delle banche.

Come evidenziato dall'indagine Bank Lending Survey (BLS)¹⁰² relativa al primo semestre del 2011, la variazione del trend della curva dell'offerta di credito è dovuta principalmente alle difficoltà sofferte dalle banche italiane nella raccolta fondi presso i mercati internazionali. Pur considerando l'inasprirsi della crisi sul debito sovrano, si sottolinea come le filiali delle banche estere presenti nel nostro paese abbiano registrato un aumento dei prestiti alle imprese per tutto il terzo trimestre del 2011, riportando una diminuzione contenuta nell'offerta complessiva solo nell'ultimo trimestre dell'anno.

Le attese di nuove difficoltà nel rilancio dell'economia italiana hanno ulteriormente aggravato la situazione livellando le condizioni d'offerta del credito tra i diversi intermediari bancari¹⁰³: la dimensione dell'istituto ed il ricorso al mercato all'ingrosso non si sono dimostrati quali proxy per il contenimento dell'inasprimento delle condizioni di credito.

Tra gli indicatori¹⁰⁴ rilevati da parte dell'osservatorio sulle piccole imprese si segnalano le valutazioni espresse sull'iter per l'approvazione di un finanziamento bancario e sulle capacità delle ban-

¹⁰¹ Così come evidenziato in BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVIII esercizio 2011*, Roma, maggio 2012, pag. 179. Si segnala inoltre uno scostamento di oltre 4 punti percentuali rispetto alla media europea.

¹⁰² EUROPEAN CENTRAL BANK, *The Euro Area Bank Lending Survey*, October 2012.

¹⁰³ Per un approfondimento si veda l'andamento dei prestiti per gruppo dimensionale di banca riportato in BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVIII esercizio 2011*, Roma, maggio 2012, pag. 204 Figura 17.2, dove si evidenzia chiaramente l'apporto positivo dei prestiti erogati dalle filiali di banche estere e l'omogeneità nel trend dei prestiti erogati dagli istituti italiani, a prescindere dalla dimensione del gruppo bancario. Nella stessa relazione annuale si stima un differenziale di crescita pari a circa 2 punti percentuali del credito offerto dagli intermediari esteri rispetto alle banche italiane, mentre per i tassi d'interesse sulle operazioni a revoca si stima un importo minore di circa 20 punti base.

¹⁰⁴ OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE, *Rapporto Unicredit sulle Piccole Imprese. Le aggregazioni di rete: modello vincente per la sostenibilità e lo sviluppo*, VIII edizione 2011-2012, pagg. 51 e seguenti. In base ai dati raccolti solo l'11% delle imprese intervistate definiscono semplice ottenere una linea di fido bancaria (con una diminuzione di 2 punti rispetto all'anno precedente), mentre rimangono stabili al 58% i giudizi di complessità in entrambi gli anni. La scomposizione per dimensione aziendale rivela, tuttavia, maggiori disagi per le medie imprese (11% giudizi di semplicità per le piccole imprese rispetto al 9% delle medie aziende).

Un'altra valutazione interessante è quella relativa alla capacità degli istituti di credito di tener conto delle prospettive future, oltre alla situazione patrimoniale, durante le analisi ai fini del giudizio sul merito creditizio. L'andamento temporale evidenzia un calo di 3 punti rispetto ai dati del 2010; su scala dimensionale si può constatare un maggio-

che di cogliere il valore intrinseco nelle prospettive future di sviluppo, in un contesto di valutazione delle imprese ai fini della concessione di prestiti. Entrambe le voci indicano, secondo gli imprenditori, ampi margini di miglioramento sul fronte dei servizi finanziari offerti dalle banche. Le direttive su cui tracciare il cambiamento poggiano principalmente su:

- la semplificazione delle procedure per l'ottenimento di prestiti,
- una maggiore attenzione alle necessità finanziarie delle imprese,
- il ripensamento del processo di valutazione delle aziende ai fini di giudicarne il merito di credito, nell'ottica di rafforzare l'imprescindibile relazione banca – impresa e favorire entrambe le parti nel miglioramento di tale rapporto.

È interessante notare come, nonostante le difficoltà evidenziate dal contesto macroeconomico ed in particolare dall'economia italiana, il rapporto di fiducia verso gli istituti bancari abbia mantenuto la sua posizione di rilievo quale supporto al sistema produttivo.¹⁰⁵

Il 2011 si è concluso con un'intensa restrizione del credito, pari a quella registrata durante la crisi finanziaria nel 2009, come dimostrato a livello europeo¹⁰⁶. A fronte di una domanda invariata da parte delle imprese, sulle condizioni di accesso ai finanziamenti incidono sia le prospettive negative a livello macroeconomico, sia le difficoltà subite dalle banche in termini di liquidità ed accesso al rifinanziamento nei mercati. Gli ampi margini d'interesse non sono più sufficienti a coprire le difficoltà riscontrate nel settore bancario, pertanto a partire dall'ultimo trimestre del 2011 si riducono anche gli importi degli affidamenti.

Nel trimestre successivo la situazione si è notevolmente ristabilita. Si registra un moderato irrigidimento dell'offerta di credito per i primi mesi del 2012¹⁰⁷. Tale andamento è stato favorito da

re gradimento da parte delle medie imprese (15% contro 12% delle piccole imprese), nonostante i giudizi negativi mostrino una frequenza opposta (35% per le medie imprese contro 33%).

¹⁰⁵ OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE, *Rapporto Unicredit sulle Piccole Imprese. Le aggregazioni di rete: modello vincente per la sostenibilità e lo sviluppo*, VIII edizione 2011-2012, pagg. 36-48 e 230. In base all'indagine svolta da Unicredit nel settembre del 2011 si registra un crollo di ben 10 punti nell'indicatore di fiducia delle piccole imprese (con uno scarto di 7 punti rispetto alle medie imprese, a rafforzare i segnali relativi alla presenza di maggiori difficoltà per le piccole imprese). Ciò che rileva maggiormente è la componente della disponibilità di credito, per la quale si osserva una variazione di – 8 punti (da 99 a 91). Nella sua scomposizione per dimensione aziendale si nota che le medie imprese dichiarano un valore pari a 102, le aziende che impiegano tra 20 e 10 addetti indicano un valore di 100, mentre le microimprese si fermano a quota 88).

Secondo quanto dichiarato dagli imprenditori, tuttavia, il ricorso al finanziamento bancario rimane la fonte di finanziamento prescelta, seconda solo al finanziamento tramite cash flow, soprattutto per le medie imprese (44,7% contro il 33,2% delle piccole imprese). In esse, soprattutto nel settore manifatturiero, le emissioni obbligazionarie si limitano allo 0,6%, e gli aumenti di capitale sono mediamente inferiori ai finanziamenti infragruppo (pari al 2,5% sul totale del fabbisogno finanziario annuo).

¹⁰⁶ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 68*, aprile 2012, pag. 35 e ss. in cui si riportano i risultati per l'Italia dell'indagine europea sul credito bancario nel quarto trimestre del 2011.

¹⁰⁷ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 69*, luglio 2012, pag. 29 e ss..

una riduzione seppur contenuta dei margini sui prestiti più rischiosi e da una maggiore disponibilità nel concedere prestiti di importo elevato. Ciò che caratterizza questo periodo è, invece, la contrazione dal lato della domanda di finanziamenti, come vedremo in seguito.

Nel secondo trimestre del 2012 le condizioni di accesso al credito per le imprese rimangono invariate a causa di un effetto compensativo tra una minor influenza dei costi sul lato dei vincoli di bilancio e dei costi della raccolta bancaria e l'incremento del rischio avvertito in relazione alla possibilità di nuove ricadute dell'economia italiana. Tuttavia, le indagini svolte tra agosto e settembre da Unicredit¹⁰⁸, mostrano un indice di fiducia ai minimi storici dal 2004, dovuto principalmente alle previsioni poco ottimistiche sull'andamento macroeconomico.

A partire dal terzo trimestre dell'anno riprende la corsa al rialzo dello spread applicato sui prestiti più rischiosi, sebbene si sia ridotta l'incidenza dei fattori patrimoniali e di rifinanziamento bancario. Anche alla fine dell'anno si rileva un lieve peggioramento delle condizioni di accesso al credito (in termini di tassi d'interesse ed entità degli affidamenti), in seguito ad una maggiore percezione dei rischi economici. Come affermato in dottrina¹⁰⁹ e visto dalle indagini della Banca d'Italia, la componente che maggiormente impatta sull'offerta di credito è il margine posto a tutela del rischio d'insolvenza della controparte, segnale questo che dovrebbe essere coordinato con un maggiore interesse verso il continuo monitoring dei vari affidati di ogni banca.

Oltre a quanto considerato fino ad ora, dal secondo semestre del 2011 si sono manifestati altri due forti vincoli alla crescita dell'offerta di credito: una domanda di finanziamenti molto debole ed il perdurare del deterioramento in termini qualitativi dei prestiti concessi¹¹⁰. Entrambi questi

¹⁰⁸ OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE, *Rapporto Unicredit sulle Piccole Imprese. La digitalizzazione delle imprese italiane: efficienza, innovazione e conquista di nuovi mercati*, IX edizione 2012-2013, pagg. 32-43, 45-50- e 156-166. Si segnala in particolare la ripartizione dei valori per classe dimensionale: le imprese di medie dimensioni con un indice pari a 76 si dimostrano più ottimistiche, 73 per le piccole imprese (8 punti in meno rispetto alla precedente rilevazione) e le aziende più grandi. Tra i vari item che compongono l'indicatore complessivo si sottolinea in particolare quello relativo al trend dei ricavi che registra un valore negativo di ben 10 punti rispetto al 2011 per le piccole imprese (mentre le altre si attestano circa sui valori dell'anno scorso); proseguono inoltre le tendenze da monitorare per la discesa degli investimenti (nonostante valori ottimistici da parte delle medie e grandi imprese) e la disponibilità di finanziamenti. Relativamente a tale indicatore si segnala una maggior fiducia da parte delle grandi aziende e delle startup.

Permangono valide le segnalazioni in merito alle opportunità di miglioramento del servizio svolto dagli istituti bancari a sostegno delle imprese sia relativamente alla valutazione in sede d'istruttoria, sia nell'applicazione della normativa di Basilea. Peggiora di oltre 10 punti il giudizio sulla complessità dell'iter per la concessione di credito; aumentano anche le votazioni negative sulla capacità delle banche di ricomprendere nelle valutazioni le opportunità e le previsioni per i prossimi anni. Ciò nonostante il finanziamento bancario rimane la principale fonte di finanziamento aziendale, a prescindere dalla dimensione (57,3% per le medie imprese, 49,7% per le grandi aziende e 39,8% in aumento rispetto al 33,2% del 2011 per le piccole entità).

¹⁰⁹ MILANESI S., ROCCHINI S., *Il credit crunch: da Lehman Brothers alla crisi del debito sovrano*, in Banche e Banchieri, fasc. n. 1, 2012, pag. 91.

¹¹⁰ L'indice calcolato sui passaggi dei crediti tra le diverse classificazioni in relazione al grado di qualità degli impieghi continua il trend negativo iniziato nel dicembre 2011. Il saldo delle variazioni è passato da un -2,1% registrato nel dicembre 2007 ad un drastico crollo fino al valore di -6,5% in 24 mesi. Nei due anni successivi 2010-11 il trend ha

fattori si dimostrano quali restrizioni che, anche nel corso del 2013, condizioneranno pesantemente l'andamento dei prestiti alle imprese, come vedremo oltre.

Gli ultimi dati disponibili relativi alle indagini sull'accesso al credito per le banche italiane si riferiscono al primo trimestre del 2013, evidenziando un trend costante da novembre dell'anno scorso, nonostante un lieve peggioramento delle condizioni di liquidità degli istituti bancari¹¹¹. In ambito europeo¹¹² il secondo trimestre è caratterizzato dal bilanciamento dei fattori restrittivi ed espansivi sulle condizioni di offerta del credito alle imprese. Se possiamo notare un leggero contenimento sul fronte dei rischi dal lato del costo del finanziamento sul mercato interbancario, le previsioni incerte sull'andamento dell'economia ed il rischio nei vari settori hanno appesantito le tutele degli istituti di credito.

Fragilità finanziaria e domanda di credito

Lo scenario macroeconomico sintetizzato fino ad ora non ha mostrato i suoi effetti solo sull'offerta di finanziamenti alle imprese, pesanti ripercussioni si sono verificate anche dal lato delle imprese, incidendo pesantemente anche sui fronti commerciale e produttivo. Questa crisi non è stata solamente caratterizzata da un brusco cambio di tendenza nel procedere del ciclo economico, piuttosto ha “modificato la natura stessa della domanda di credito”¹¹³.

Nonostante un andamento decrescente a partire dal 2007, due picchi negativi sono riscontrabili nel trend della domanda di credito da parte delle imprese in corrispondenza del primo semestre del 2009 e nei trimestri di fine 2011 ed inizio 2012. Entrambi i crolli sono dovuti ad una drastica riduzione degli investimenti, sebbene un ruolo minoritario sia attribuibile anche al minor fabbisogno per sostenere il circolante. Le crescenti necessità riconducibili alle varie forme di ristrutturazione del debito non sono riuscite a contrastare l'andamento negativo delle richieste di finanziamento, se non nel primo trimestre del 2012. Il moderato trend di crescita a partire da giugno 2012, nonostante la leggera ricaduta nell'autunno dello stesso anno, è dovuto alla graduale ripresa degli investimenti da parte delle imprese.

invertito la sua rotta raggiungendo il valore di -4,9% a fine 2011 mentre negli ultimi 12 mesi la variazione è di nuovo diminuita raggiungendo così il suo massimo storico in -7,2% a dicembre 2012. BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 5, aprile 2013, pag. 26, Figura 3.6 a passaggi dei crediti tra le diverse classificazioni in percentuale sui prestiti dei dodici mesi precedenti.

¹¹¹ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 73*, luglio 2013, pagg. 30-31.

¹¹² BANCA CENTRALE EUROPEA, *Bollettino mensile*, settembre 2013, pagg. 66.

¹¹³ BIRINDELLI G., MODINA M., *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, op. cit., pagg 82.

A partire dalla crisi finanziaria del 2009 la situazione finanziaria delle imprese si è dimostrata molto fragile, con particolare evidenza nelle imprese di maggiori dimensioni. La forte contrazione dell'andamento economico ha mantenuto bassi livelli di redditività per tutte le imprese, come visto in precedenza. Inoltre, il fabbisogno derivante dal circolante si è accentuato negli anni 2010 e 2011 per effetto delle sempre più ampie dilazioni nei pagamenti e negli incassi¹¹⁴. Già dal primo trimestre del 2012 la netta contrazione degli investimenti ha progressivamente ridotto le esigenze finanziarie delle imprese, compensando il trend derivante dalla gestione del circolante.

La lenta ed incerta ripresa dell'economia durante la crisi finanziaria ha inciso in modo particolarmente grave sull'evoluzione della redditività. Nel 2010 l'andamento del Margine Operativo Lordo sul valore aggiunto accenna un lieve trend positivo. L'incidenza degli oneri finanziari continua a diminuire beneficiando della riduzione dei tassi d'interesse, mentre la quota di autofinanziamento rimane limitata rispetto al 2009. Ciò che preoccupa maggiormente è il perdurare di un alto livello di leverage nelle imprese italiane. Alla fine dell'anno si stima un incremento annuo pari all'1,5%, determinando un divario di quasi 5 punti percentuali rispetto alla media europea e di 12 punti nei confronti delle imprese statunitensi. Tale criticità è ulteriormente intensificata per le piccole imprese, le quali raggiungono un grado d'indebitamento di 12 punti percentuali in più rispetto alla media italiana. L'alta incidenza della componente di debiti a breve termine (36,9% in Italia, contro 28% in media in Europa e 26,2% negli U.S.A.) si qualifica, assieme ai dati precedentemente esposti, quale indicatore di fragilità finanziaria per l'economia italiana, anche per effetto della bassa patrimonializzazione.¹¹⁵

Nel corso del 2011 si assiste al continuo declino della redditività delle imprese in seguito alle conseguenze negative dell'incremento dei tassi d'interesse e dell'incidenza degli oneri finanziari. Sul fabbisogno finanziario pesano ancora i forti ritardi nei pagamenti e la riduzione del peso dell'autofinanziamento. Il rapporto tra debiti finanziari e valore aggiunto in questi 12 mesi ha mantenuto il livello del 180%. Si evidenzia un incremento del leverage al 48%¹¹⁶, con un'ulteriore

¹¹⁴ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVII esercizio 2010*, Roma, maggio 2011, pagg. 175. Si evidenzia un incremento di quattro giorni nelle dilazioni nei pagamenti dei crediti, già pari a 100 giorni medi calcolati per gli anni 2003 – 2006. Tale sfasamento del ciclo commerciale si mostra quale fattore negativo principalmente per le aziende minori, le quali non potendo far forza sul loro esiguo potere contrattuale finiscono per adeguarsi alle richieste di clienti e fornitori di maggiori dimensioni.

¹¹⁵ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVII esercizio 2010*, Roma, maggio 2011, pagg. 176, Tavola 14.5.

¹¹⁶ Nel dettaglio si segnala un picco del 63% per le micro imprese, mentre le piccole e medie imprese assumono valori compresi tra il 50 e 55%, le grandi imprese rispecchiano sostanzialmente la media, come evidenziato in BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVIII esercizio 2011*, Roma, maggio 2012, pagg. 176, Figura 14.9. Questa diversa composizione nelle micro imprese rispecchia l'effetto di una distribuzione maggiormente influenzata sia dalle imprese che non hanno debito, sia dalle aziende con leverage oltre il 75%. Inoltre, si evidenzia la presenza di una quota elevata di debiti a medio lungo termine ottenuti da soci ed azionisti. Nelle grandi imprese, invece, tale quota è rimpiazzata dai debiti infragruppo e il finanziamento presso il mercato obbligazionario.

crescita della dipendenza dal settore bancario. Nel continente europeo e negli Stati Uniti, invece, si predilige il mercato obbligazionario, limitando gli effetti negativi conseguenti alle variazioni dei tassi d'interesse e di rifinanziamento. In Italia il quarto trimestre del 2011 segna il ritorno al finanziamento presso il mercato obbligazionario per le grandi imprese, che hanno realizzato una raccolta di oltre 1,5 miliardi, contro i 16 realizzati a livello europeo¹¹⁷.

Nel 2012, in seguito al trend negativo dell'indice della produzione industriale¹¹⁸, si evidenzia il persistere della riduzione del margine operativo lordo ricominciata con l'inizio del 2011. Durante i mesi estivi migliorano gli ordini soprattutto per effetto del rivitalizzarsi della componente estera della domanda di beni. Per tutto il primo semestre gli oneri finanziari hanno continuato ad incrementare il loro peso negativo e ad assorbire il già esiguo autofinanziamento. Pur registrandosi una diminuzione del fabbisogno finanziario, è necessario considerare che questa derivi principalmente dal calo degli investimenti. Anche per quest'anno la spesa per investimenti ha assunto un andamento decrescente, sebbene nel terzo trimestre si sia registrato un rallentamento della discesa.

Nel secondo semestre, in seguito all'affievolirsi delle conseguenze connesse alla crisi del debito pubblico, si registra un ritorno al mercato obbligazionario ed azionario¹¹⁹, anche se questo trend si è indebolito verso fine anno. Il proseguire del calo della domanda e la restrizione sull'offerta di credito si sono manifestati non solo sulle imprese che presentavano un equilibrio finanziario molto fragile ma anche sulle aziende più stabili, in particolar modo per le imprese di minor dimensione per le quali l'accesso al credito.

Il 2013 è stato caratterizzato da un andamento della produzione industriale in lieve discesa nel primo trimestre ed in lieve recupero nel trimestre successivo, ciò ha contribuito alla ripresa del portafoglio ordini nelle aziende grazie soprattutto alla domanda estera. Rispetto all'inizio dell'anno le previsioni sull'andamento economico sono in lieve miglioramento, anche se tuttavia

¹¹⁷ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 68*, aprile 2012, pagg. 24 e ss..

¹¹⁸ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 69*, luglio 2012, pagg. 19 e ss.; BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 70*, ottobre 2012, pag. 21 e ss. e BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 71*, gennaio 2013, pagg. 19 e ss.. Complessivamente si segnala il proseguire dell'avvicinamento ai valori minimi registrati nel 2009 dei valori dell'indice di produzione industriale, pur registrando un andamento stagnante nei mesi estivi, quale fattore mitigante dei crolli di 2 punti percentuali registrati ad aprile ed in conclusione d'anno. Si evidenzia un drastico crollo della domanda interna di beni, sebbene l'indicatore del clima di fiducia per le imprese nel secondo semestre dell'anno si sia stabilizzato, quest'ultimo assume ancora valori molto contenuti.

¹¹⁹ In BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, novembre 2012, pag. 25 si segnalano emissioni obbligazionarie lorde nei primi 9 mesi del 2012 pari a 14 miliardi di euro, contro gli 8 realizzati nel 2011. Per il terzo trimestre si registrano, invece, emissioni di obbligazioni pari a 6 miliardi di euro (si stimano 11 miliardi per il trimestre successivo), e la raccolta azionaria si afferma con 2,2 miliardi, dopo lo 0,2 miliardi registrato nel trimestre precedente, come riportato in BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico*, n. 71, gennaio 2013, pag. 22. I collocamenti sul mercato obbligazionario si sono ridotti a soli 4,4 miliardi di euro netti nel quarto trimestre del 2012 mentre si è azzerato il ricorso al mercato azionario, vedasi BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico*, n. 72, aprile 2013, pag. 22.

l'imminente nuova crisi di governo non sarà esente da ripercussioni sui mercati. Se a luglio di quest'anno le previsioni erano di ripresa degli investimenti fissi¹²⁰, ad oggi le stime si faranno sicuramente più caute, anche nell'ottica di provvedimenti sfavorevoli, seppur necessari per la ripresa dell'economia e della stabilità del Paese. Le difficoltà derivanti dal ciclo economico generale continuano invece a mostrare i loro effetti sulla moderata redditività, sul costante peso degli oneri finanziari ed hanno ridotto anche il finanziamento presso i mercati obbligazionari ed azionario.

Altri due indicatori che dimostrano la criticità della situazione finanziaria delle imprese riguardano le posizioni non in bonis e la matrice delle transazioni.

Incagli e prestiti ristrutturati nel 2010 riguardano oltre il 5% delle piccole imprese, mentre nell'arco degli stessi 12 mesi per quanto riguarda le imprese medio - grandi si passa dal 4,8% a quasi il 6%. Nel 2011 tale indicatore complessivo raggiunge il 6,4% sul totale dei crediti e, per tutto il 2012 prosegue il suo trend di crescita fino a raggiungere il 7,9 % di prestiti alle imprese in temporanea difficoltà sul totale prestiti bancari¹²¹ rispetto ad una posizione ante crisi di poco inferiore al 3%. Nelle previsioni effettuate dalla ABI per l'orizzonte temporale 2012-2014 si stima una tendenza al rialzo, pur mantenendo un profilo discendente, dell'incidenza delle sofferenze sugli impieghi che dovrebbero crescere dal 5,4% registrato nel 2011 fino al 7,3% stimato per il 2014¹²². Rispetto alla situazione antecedente alla crisi finanziaria del 2008 i prestiti erogati dal settore bancario qualificati con una posizione di anomalia nella fase di rimborso sono triplicati per le imprese di medie e grandi dimensioni; le aziende minori invece, partendo da un livello di rischio quasi doppio rispetto ai valori 2008 delle medie e grandi imprese non presentano più grandi differenze sotto questa qualificazione di rischio¹²³.

Sulla base di quanto evidenziato dai dati della Centrale Rischi l'intensità delle difficoltà finanziarie sostenute dalle imprese sono particolarmente evidenti nell'analisi delle matrici di transizione tra le diverse classi di anomalia nella riscossione del credito. Nel 2010 i passaggi ad un livello maggiore di anomalia sono gradatamente diminuiti dal 6,6% dell'anno precedente al 5,1%. Nel 2011 le migrazioni verso la classe dei crediti in sofferenza ha riguardato il 23% degli incagli, mentre una re-

¹²⁰ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 73*, luglio 2013, pagg. 16 e ss. in cui si registra, nonostante un calo degli investimenti fissi pari al 3,3% rispetto all'ultimo trimestre del 2012, una previsione futura attenuazione della difficile situazione sul fronte degli investimenti soprattutto per il secondo semestre di quest'anno.

¹²¹ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 71*, gennaio 2013, pag. 33.

¹²² UFFICIO ANALISI ECONOMICHE, *ABI Financial Outlook: Rapporto di previsione 2012-14*, ABI Direzione Strategie e Mercati Finanziari, Dicembre 2012.

¹²³ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXIX esercizio 2012*, Roma, maggio 2013, pag. 185.

visione positiva verso le tre classificazioni prestiti in bonis, sconfinamenti e scaduti si è registrata solo per il 9% dei prestiti concessi¹²⁴.

Si profila una relazione inversa tra la qualità dei crediti in portafoglio e la disponibilità di finanziamenti a favore delle imprese, imprescindibilmente legata al grado di rischio assunto dall'istituto di credito. Sarà, infatti, il tasso di solvibilità delle imprese affidate e la relativa decisione di affidamento ad influenzare il grado di rischiosità sugli impieghi. In particolare, si segnala il ricorso a criteri di affidamento che attribuiscono un peso crescente al profilo di rischio della clientela a partire dalle prime manifestazioni della crisi finanziaria nel 2007. La crisi economico – finanziaria partita dagli Stati Uniti è stata, infatti, caratterizzata da una radicale ed improvvisa assenza di fiducia nel mercato finanziario e dal rapido incrementarsi del rischio d'insolvenza delle controparti. Mancanza di fiducia nella controparte ed incertezza nelle condizioni di solvibilità di imprese continuano tutt'ora ad alimentare la contrazione dei prestiti ed una variazione sui criteri determinanti nella selezione degli affidati. Mentre negli anni pre-crisi la relazione tra banca ed impresa rivestiva il ruolo principale, posta quasi a garanzia dell'effettivo merito di credito dell'impresa, ora il focus si pone sul grado di rischiosità dell'impresa e sulle sue prestazioni in termini di efficienza, liquidità e patrimonio¹²⁵.

2.2 Requisiti normativi, implicazioni organizzative e responsabilità della banca nella concessione di credito

Il pilastro normativo delle funzioni che in seguito si delineeranno sotto l'etichetta di attività bancaria, si riscontra all'art. 47, comma 1, della Costituzione Italiana¹²⁶. Mentre la prima proposizione sottolinea il rilievo costituzionale della funzione del risparmio, che si manifesta nella duplice veste

¹²⁴ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVIII esercizio 2011*, Roma, maggio 2012, pagg. 210. Si evidenzia come la quota di prestiti qualificati come incagli e di prestiti ristrutturati sia passata da un valore di riferimento del 2% negli anni precedenti alla crisi finanziaria all'8% nel 2012, con un trend in rapida e costante crescita come riportato in BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, novembre 2012, pagg. 32, Figura 3.6c. Nello stesso documento si segnala uno scarto di oltre un punto percentuale nei crediti deteriorati verso la clientela dell'intero sistema bancario nel 2011 rispetto all'anno precedente (11,2% rispetto ad un 9,9% nel 2010).

¹²⁵ LORENZON I., LUCCHETTA M., PELIZZON L., *Il credito bancario alle imprese: le dinamiche prima e durante la crisi*, in *Bancaria*, vol. 67, fasc. n. 2, 2011, pagg. 20-32.

¹²⁶ A mente dell'art. 47, comma 1, Cost. "La repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito".

rispettivamente di incentivo e garanzia per ogni forma di risparmio, l'attività di erogazione del credito è annunciata nel suo legame funzionale con la precedente attività¹²⁷.

L'art. 10 del Testo Unico Bancario, pur limitando le innovazioni rispetto al disegno costituzionale, assegna agli istituti di credito il ruolo centrale nel finanziamento alle imprese. In linea con le disposizioni europee, alle banche viene affidato il duplice ruolo di raccolta dei depositi e di erogazione del credito; proprio tale connubio delinea congiuntamente l'attività bancaria¹²⁸.

Si noti, inoltre, come il legislatore abbia scelto di improntare l'attività bancaria al rispetto di alcuni principi guida delineati nell'ambito dell'attribuzione alle autorità creditizie dei relativi poteri di vigilanza. L'articolo 5 T.U.B., cui si fa riferimento, distingue i due obiettivi di "stabilità complessiva" dell'intero sistema e di "sana e prudente gestione" di ogni singolo istituto bancario¹²⁹. Non possiamo pertanto guardare alla stabilità quale finalità della singola banca: l'aggettivo complessiva indica chiaramente un riferimento a livello sistemico, posto a tutela dell'andamento generale del sistema bancario indicando la particolare attenzione ad una corretta solvibilità e patrimonializzazione di ogni banca. Dall'altro lato il principio di sana e prudente gestione s'inquadra come prerogativa e condizione preliminare alla stabilità complessiva dell'intero sistema bancario. Come specificato in dottrina, il principio di sana e prudente gestione fa riferimento ai profili organizzativi, all'efficienza nelle scelte direzionali e ad un'accurata e cauta gestione dei rischi assunti nelle operazioni di concessione del credito¹³⁰. Pertanto anche la gestione delle due funzioni di raccolta

¹²⁷ BIFULCO R., CELOTTO A., OLIVETTI M. (a cura di), *Commentario alla costituzione*, vol. I, Utet Giuridica, Milano, 2006, pagg. 945 – 957.

¹²⁸ Per ulteriori approfondimenti in relazione alla definizione di attività bancaria, con riferimento sia alla normativa italiana sia al contesto europeo, si vedano le opere: DE VECCHIS P., *Aziende ed istituti di credito I) Aziende ed istituti di credito italiani*, in PARADISI B. (direttore), *Enciclopedia Giuridica*, vol. IV, Istituto della Enciclopedia Italiana Fondata da Giovanni Treccani, 1988, pagg. 2 – 4; MASI P., TIDO A., *Aziende ed istituti di credito I) Aziende ed istituti di credito italiani (postilla di aggiornamento)*, in PARADISI B. (direttore), *Enciclopedia Giuridica*, op. cit., 1997, pagg. 2 - 4; DESIDERIO G., *L'attività bancaria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, CEDAM, 2005, pagg. 205 – 217; ARTALE G., CRISCUOLO L., PANICO P., *Le attività, i soggetti, i collaboratori esterni*, in GALANTI E., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, CEDAM, 2008, pagg. 305 – 318.

¹²⁹ Il primo comma dell'art. 5 T.U.B. recita: "Le autorità creditizie esercitano i poteri di vigilanza ad esse attribuiti dal presente Decreto Legislativo, avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia".

¹³⁰ COSTI R., *Stabilità e concorrenza nell'intermediazione finanziaria*, in Fondazione Centro Internazionale su diritto società e economia, *Proprietà e controllo dell'impresa. Il modello italiano, stabilità o contendibilità?* Atti del convegno di studi Curmayeur 5 ottobre 2007, Giuffrè Editore, Milano, 2008, pagg. 173-175. Sullo stesso filone di pensiero si collocano anche STANZIALE A., PLACANICA U., *La vigilanza sugli intermediari finanziari*, in GALANTI E., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Cedam, Padova, 2008, pagg. 657 – 660, dove affermano che mentre l'obiettivo di stabilità è posto a livello sistemico, l'obiettivo di sana e prudente gestione è stato istituito più che altro quale vincolo di amministrazione dei singoli istituti, in relazione alle specifiche autorizzazioni che ad esso sono subordinate, nell'ottica non tanto di impedire i singoli fallimenti delle banche, bensì di impennare l'intero sistema bancario alla fiducia reciproca.

Per un approfondimento sulla definizione di "sana e prudente gestione" si veda DE LORENZO in RABITTI BE-DOGNI C., *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria: commentario al D. Lgs. 24 Febbraio 1998*, Giuffrè Editore, Mila-

dei depositi ed erogazione di finanziamenti va sviluppata non nell'ottica di due strumenti da controbilanciare per prevenire le insolvenze della banca, bensì con un'ottica più globale per favorire il buon andamento dell'intero sistema bancario, in un meccanismo che al contempo rafforzi il grado di fiducia posto dai risparmiatori nei singoli istituti di credito.

Proseguendo con ordine, prima di analizzare il procedimento di analisi del merito di credito è bene approfondire e delineare concretamente l'ambito di operatività entro cui si svolge tale verifica. La prima difficoltà si riscontra all'interno della delimitazione dell'attività bancaria e della relativa riserva di svolgimento.

L'art. 10 del T.U.B. definisce chiaramente l'attività bancaria come coordinamento tra le attività di raccolta dei depositi e di erogazione del credito. Il lato della raccolta viene ampiamente affrontato e delimitato sia direttamente nell'art. 11 del T.U.B., sia tramite delega al Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) per la circoscrizione dell'attività bancaria di "raccolta di risparmio presso il pubblico"¹³¹. Mentre nella definizione della funzione di erogazione di credito i confini diventano molto labili e poco definiti. Ciò che in questa sede interessa è porre il focus proprio sul procedimento di concessione del credito alle imprese, ripercorrendone in particolare i confini ed i vincoli a cui ogni banca deve porre attenzione, prescindendo dalla connessa e precedente fase di raccolta delle disponibilità presso il pubblico.

Il legislatore, oltre ad evitare una delimitazione puntuale dell'attività di erogazione del credito¹³², per rappresentare un comune significato sostanziale si avvale di diverse espressioni: la concessione di crediti, i finanziamenti, i prestiti, gli impieghi o, ancora, i fidi sono solo alcune di esse, le quali, differenziandosi spesso solamente per una diversa ottica creditore / debitore, contribuiscono a rendere meno nitidi i confini di tale funzione bancaria. In dottrina, tra le diverse opinioni offerte con l'intento di colmare questa lacuna, è rilevante il contributo di un autore, che si distingue per la semplicità nell'individuazione delle principali caratteristiche dell'attività in analisi, secondo il quale: "per erogazione del credito si intende la concessione di finanziamenti o di qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, a nulla rilevando l'attualità o la potenzialità dell'esborso, la presenza o meno di garanzie, la durata, l'esistenza di un rapporto sottostante o di condizioni di qual-

no, 1998, pagg. 75 e ss.. Nell'opera citata si afferma che una gestione è sana qualora sia indirizzata a perseguire un triplice equilibrio patrimoniale, reddituale e finanziario, tenendo pertanto conto sia delle esigenze di adeguata remunerazione degli azionisti dell'istituto bancario, sia delle esigenze di liquidità e di una congrua struttura patrimoniale, ben coordinata con la strutturazione del lato delle attività. Il precetto della prudenza viene invece correlato al "grado di avversione al rischio dei soggetti abilitati rispetto alla particolare natura delle scelte decisionali del management nell'ordinaria gestione aziendale".

¹³¹ Art. 10, c. 1, T.U.B. Decr. Lgs. n° 385 del 01/09/1993.

¹³² Si noti come la concessione di credito non si limita alle sole attività ricomprese nelle mansioni circoscritte all'art. 10, c. 1, del Decr. Lgs. n° 385 del 01/09/1993., il terzo comma dello stesso articolo concede l'apertura verso numerose altre attività finanziarie, definite all'art. 1, c. 2 dello stesso T.U.B.

siasi tipo a cui è subordinata la concessione. Vi rientrano quindi tutti i negozi giuridici che, seppur con diversa causa, sono caratterizzati dalla comune «ratio» dell'approntamento di mezzi finanziari a favore di un soggetto il quale assume l'obbligo di restituire il *tantundem*¹³³.

Ciò che rileva non è tanto la forma tipica di erogazione del credito, bensì il suo significato sostanziale. Si profila una fattispecie variegata nelle sue manifestazioni concrete ma riconducibile ad una comune caratteristica individuabile nella contropartita tra la concessione di denaro e l'onere di restituire il capitale ottenuto, maggiorato dell'adeguata remunerazione per il prestito¹³⁴.

L'accento si pone pertanto sul legame esistente tra le due opposte transazioni di denaro: sarà onere della banca concedere il prestito solo qualora abbia verificato che i futuri incassi non siano solo pattuiti e previsti, ma vi siano già dall'inizio le basi che assicurino la certezza che il soggetto sovvenzionato recuperi le necessarie disponibilità finanziarie per ripagare quanto ottenuto a prestito. Non si tratta semplicemente di accertare se il soggetto da sovvenzionare sarà in grado, alla scadenza pattuita, di restituire il capitale ricevuto in prestito, bensì si richiede di controllarne anche l'effettiva possibilità di retribuire adeguatamente l'impiego effettuato dalla banca. Tale remunerazione dovrà essere reputata proporzionale ai costi sostenuti per la funzione di prestito, ai costi opportunità relativi a modalità diverse d'impiego di tale disponibilità monetaria a cui la stessa banca ha rinunciato e, inoltre, deve coprire anche il rischio relativo alla possibilità che il cliente non adempia l'obbligazione.

L'enfasi sullo stretto legame tra concessione del denaro ed il vincolo alla sua restituzione entro un determinato arco temporale va a definire il principale punto di attenzione di tutte le attività connesse alle operazioni di impiego. Il focus di tutto il processo di erogazione del credito risiede pertanto nella verifica dell'effettiva presenza di elementi che certifichino la possibilità, da parte dell'impresa debitrice, di rimborsare e remunerare quanto incassato a prestito.

Se già durante l'analisi in fase di prima richiesta di finanziamento risulta chiaramente che il soggetto non disporrà di un'adeguata capacità monetaria per far fronte autonomamente all'estinzione del prestito, pur facendo conto sulla presenza di garanzie reali o sull'aiuto di un soggetto diverso, l'istituto di credito non avrebbe alcun interesse ad erogare il credito. Tali esigue prospettive di buon fine dell'obbligazione dovrebbero evidenziare l'inadeguata convenienza economica ad in-

¹³³ Definizione data da ARTALE G., CRISCUOLO L., PANICO P., *Le attività, i soggetti, i collaboratori esterni*, op. cit., pag. 312 – 313.

¹³⁴ Per la banca si tratta perciò di collocare nel circuito finanziario del denaro, ottenendo in cambio ad una data futura prestabilita un corrispettivo monetario da parte del soggetto finanziato, mettendo così in atto il classico circuito “denaro – tempo – denaro” tipico di ogni operazione finanziaria, come rilevato da DESIDERIO G., *L'attività bancaria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Tomo I, Cedam, Padova, 2005, pagg. 214-217.

staurare questa relazione, data la carente affidabilità del soggetto e l'alto rischio di una futura perdita. L'opzione di rinnovo del prestito, la presenza di garanzie reali o la disponibilità da parte di un soggetto terzo ad accollarsi l'adempimento del vincolo di restituzione del prestito non sono elementi che possono sostituire un esito negativo della verifica di affidabilità del richiedente il finanziamento, sono solamente fattori che possono mitigare la probabilità di subire una perdita già di per sé accettabile (ovvero d'importo limitato ed adeguatamente rapportata all'entità dell'operazione complessiva). Si dovrebbe invece cercare di valutare l'abilità aziendale di creare nuovo reddito, in misura tale da consentirle di adempiere a tutte le obbligazioni in essere e restituire al mercato finanziario quanto da esso preso a prestito. Sarà proprio la positiva chiusura del circuito a determinare la solvibilità e l'affidabilità dell'azienda.

Un'opportuna selezione dei soggetti finanziati è pertanto indispensabile, pur lasciando piena autonomia alla banca sulla selezione dei propri clienti in quanto non si può delineare alcun divieto, ne tantomeno un obbligo, di finanziabilità di individui insolventi. Difatti, dalla definizione di attività bancaria si può dedurre anche una connessa libertà di scelta della clientela target nell'ambito di tale iniziativa economica. Si tratta però pur sempre di una scelta imprudente qualora la valutazione del merito di credito sia riposta sulla capienza del patrimonio del debitore anziché sulla verifica della sua reale solvibilità. Mentre nella prima ipotesi si farebbe affidamento alle garanzie patrimoniali dell'azienda o dell'imprenditore stesso, nel secondo caso si verifica l'effettiva affidabilità e la congruenza delle prospettive future del soggetto da finanziare.

Ogni istituto di credito mira quindi a contenere il rischio di credito¹³⁵, ovvero di arginare le perdite originate dall'inadempienza dei soggetti finanziati. Questo rischio si scompone principalmente nelle seguenti componenti:

- il rischio di insolvenza, stimato tramite la probabilità di default (PD) del soggetto finanziato entro un certo orizzonte temporale, generalmente annuale;
- il rischio di esposizione, quantifica la probabilità che la somma prestata aumenti in relazione all'aggravarsi della situazione del debitore, andando ad aumentare l'esposizione bancaria della banca alla manifestazione dell'insolvenza (EAD);

¹³⁵ BRUNELLA B., *I prestiti*, in MOTTURA P., PACI S. (a cura di), Banca economia e gestione, Egea, Milano, 2009, pag. 266-276, al quale si rimanda per la traduzione in formule delle varie componenti. Oltre ai rischi riportati sopra, vanno considerate anche le probabilità di *up/downgrading* (che concerne la variazione sul giudizio di affidabilità della controparte rispetto a quanto stimato in fase d'istruttoria iniziale) ed il rischio di spread relativo alla modifica dei tassi richiesti al soggetto finanziato. Per una corretta gestione della banca vanno inoltre mitigati il rischio di mercato, relativo alle operazioni d'investimento di titoli e valute, il rischio relativo ai tassi d'interesse e di liquidità, i rischi strategici o di business ed il rischio di reputazione, oltre che il rischio operativo che discende dalla stessa natura d'impresa dell'attività bancaria.

- il rischio di recupero considera la possibilità che il valore di realizzo derivante dall'operazione sia inferiore a quanto in precedenza stimato, ovvero calcola le variazioni del tasso di perdita in caso d'insolvenza (LGD);
- nel caso di portafogli di impieghi va considerato, inoltre, il rischio di concentrazione ovvero di ridotta diversificazione degli investimenti, con conseguente azzeramento degli effetti positivi di compensazione negli andamenti e nelle influenze macroeconomiche.

Tale tutela è importante sotto un duplice aspetto di copertura a conto economico di possibili perdite e di equilibrio finanziario minacciato dall'errata previsione dei flussi in entrata. Tuttavia, come affermato: “la consapevolezza di poter rivendere il rischio, valutato dalle agenzie di rating con modelli solo di recentissimo sviluppo e validazione, ha affievolito l'attenzione alla valutazione del rischio di credito dei singoli debitori da parte delle banche commerciali e delle società finanziarie”¹³⁶. Con l'adozione del modello di business *originate to distribute* la qualità del credito e la valutazione della clientela sono state considerate un costo tra i vari processi del business bancario, relegando la copertura del rischio di credito alla possibilità di cartolarizzare e rivendere i crediti ad altri intermediari finanziari. Tale meccanismo, prima della crisi finanziaria, aveva amplificato la base di individui ed aziende a cui erogare il credito sorvolando pesantemente sulla verifica dei requisiti di affidabilità, anche grazie all'adozione sistematica e standardizzata dei modelli di rating su base statistica.

Il passaggio da un accesso ai finanziamenti poco presidiato ad un eccesso di rigore nelle valutazioni sul merito di credito non sta certamente favorendo la ripresa del mercato dei prestiti. Per ricostruire un solido rapporto con la clientela si dovrebbe tornare ad una maggiore focalizzazione sui precetti di affidabilità della valutazione di merito, trasparenza e fiducia reciproca. Solamente un'adeguata selezione della clientela potrà aumentare la qualità del credito tramite un contenimento delle partite in sofferenza, mitigando il rischio relativo alla probabilità di insolvenza dello specifico cliente.

Dunque l'affidabilità del processo di valutazione delle richieste di fido è diventata una delle priorità nella gestione caratteristica dell'attività bancaria. Con la crisi finanziaria è divenuta palese l'essenzialità di un controllo sui clienti ininterrotto: si dovrà pertanto analizzare la solvibilità del soggetto finanziato non solo nelle fasi iniziali di concessione del prestito, ma lungo tutto l'arco temporale in cui si svolge l'operazione. Queste valutazioni andrebbero, infatti, svolte non solo in sede di primo studio di attendibilità di un nuovo cliente (in sede di prima richiesta di fido tramite

¹³⁶ DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, Bancaria Editrice, Roma, 2011, pag. 17 si veda anche pagg. 41-44.

la fase di *screening ex ante*), ma periodicamente, se non costantemente durante tutta la durata dell'operazione (istituendo e rafforzando i controlli di *monitoring*) ed ovviamente in sede di scadenza, sempre più spesso interpretata quale epoca di rinnovo dello stesso finanziamento. Se da un lato il continuo monitorare l'affidabilità della clientela diventa momento imprescindibile per la tutela della qualità del credito, sotto un più ampio profilo la banca assolve anche al ruolo di garante alla verifica che l'accesso al mercato del credito sia riservato ai soli soggetti dotati di un'adeguata solvibilità.¹³⁷

La continuità del processo di valutazione della clientela affidata è giustificata anche dalla possibilità di tutelarsi dai rischi connessi alle asimmetrie informative tipiche delle operazioni di prestito e finanziamento. La fase d'analisi *ex ante* è posta a verificare la congruenza dei progetti da finanziare, la solidità dell'impresa ed il livello di rischio associabile a tale operazione. Si tratta pertanto di contenere gli squilibri informativi presenti prima della stipula del finanziamento, ovvero di limitare il processo di *adverse selection* nel quale la banca eroga prestiti a prezzi favorevoli per sovvenzionare progetti con un merito di credito in realtà molto esiguo. L'istituto di credito può pertanto tutelarsi da questo rischio solo tramite una procedura di istruttoria di fido ben approfondita. Tuttavia le asimmetrie informative non si verificano solo in fase di accensione del finanziamento ma si protraggono in tutta la sua durata, ipotizzare che il progetto finanziato si sviluppi pedissequamente come stabilito e programmato è ipotesi per lo più irrealistica. Durante tutta la fase successiva alla concessione di credito è pertanto compito della banca verificare che il grado di rischio dell'operazione rimanga pressoché costante e che le condizioni di liquidità aziendali siano adatte alla prospettiva della futura estinzione dell'obbligazione alla data di scadenza. In questa fase la banca dovrà porsi nell'ottica di contenere il rischio di *moral hazard*, verificando l'andamento del progetto o dell'azienda finanziata così da evitare possibili comportamenti opportunistici da parte del management¹³⁸.

Il concetto di valutazione del merito di credito si realizza quindi in molteplici controlli atti a esaminare la solvibilità aziendale ovvero la sua idoneità a restituire quanto ottenuto in prestito entro un determinato arco temporale. Come anticipato, si esaminano l'andamento reddituale dell'impresa e la sua conformità in relazione ai flussi previsti in uscita per il rimborso dei finanziamenti e per la remunerazione dei soggetti finanziatori. Non dovrebbero pertanto rilevare le garanzie personali o reali, quanto piuttosto l'effettivo buon fine e proficuo investimento del capitale

¹³⁷ DI BRINA L., *L'esercizio del credito: profili generali*, in URBANI A. (a cura di), *L'attività delle banche*, op. cit., pagg. 120-121 afferma, difatti, che la selezione della clientela da finanziare "si traduce nella promozione del benessere collettivo attraverso l'accesso privilegiato alle risorse finanziarie di operatori meritevoli ed efficienti".

¹³⁸ Per un approfondimento sui problemi connessi alle asimmetrie informative si veda: BRUNELLA B., *I prestiti*, op. cit., pag. 125.

erogato. L'accertamento sul merito di credito dovrebbe essere perciò declinato sotto molteplici punti di vista: in primis si esaminerà la presenza di un'adeguata disponibilità di liquidità e patrimonializzazione, mentre successivamente verranno controllati anche i profili economico - reddituali, ed i flussi finanziari. Il fine si concretizza nella verifica dell'abilità aziendale di ottemperare al servizio del debito e, alla data prestabilita, di adempiere all'obbligazione, preferibilmente tramite l'estinzione del prestito. Non si tratta solamente di verificare una situazione di solvibilità al momento della presentazione della richiesta di finanziamento, quanto piuttosto di sottostare, durante tutto l'arco dell'operazione, a determinati vincoli in termini di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale determinati in ossequio alle norme interne stabilite per le politiche di fido.¹³⁹

Non si tratta solo di fotografare l'attuale situazione aziendale: è necessario studiare l'evoluzione del business in oggetto almeno nel triennio precedente ed in quello successivo, cercando di dedurre le abitudini comportamentali in ambito di pianificazione e gestione delle varie esigenze finanziarie, verificando inoltre l'abilità aziendale di gestire tempestivamente, e nel medio – lungo termine, le esigenze finanziarie aziendali. Tutto ciò con l'intento di capire la logica comportamentale e decisionale del cliente, in modo da prevederne e stimare con maggiore verosimiglianza lo scenario di evoluzione futura. Sicuramente la situazione di partenza sarà notevolmente differente dalle condizioni che si presenteranno dopo qualche mese o addirittura dopo decenni, in caso di prestiti a lungo termine. A prescindere dall'incertezza dello scenario macroeconomico, enfatizzata in questa fase di ciclo negativo, non si possono trascurare le possibili variazioni del contesto di settore e nell'assetto proprietario, organizzativo e di gestione del business da parte dell'azienda stessa, in quanto, l'impresa pur dichiarando le sue intenzioni nel perseguire un determinato percorso di sviluppo incorrerà sicuramente in qualche *défaillance* che richiederà i dovuti aggiustamenti di rotta. Ciò potrebbe essere indolore sotto il profilo della solvibilità, come potrebbe comportare ingenti spese non previste. Di contro, in assenza di adeguati disincentivi, la banca dovrebbe tener conto anche della possibilità che si verifichino comportamenti opportunistici da parte dell'impresa, nascondendo determinate situazioni problematiche o attuando una diversa strategia a fronte del credito, oramai ottenuto. I due concetti di solvibilità attuale e di previsione di solvibilità alla scadenza potrebbero essere pertanto, tanto coincidenti, quanto ampiamente discostanti nella loro quantificazione concreta, ed è proprio l'analista della banca che dovrà saper prevedere tale scostamento e proporre un'adeguata copertura da questo rischio.

¹³⁹ RIVIEZZO C. (a cura di), *L'impresa in tempo di crisi*, Giuffrè Editore, Bologna, 2010, pagg. 164; BIFFIS P. (a cura di), *Analisi del merito di credito*, Eif-E.Book, 2009, pagg. 12-25, dove inoltre si segnala la necessità di verificare che il ciclo del credito a breve termine sia allineato alla rotazione del capitale circolante e, pertanto, che l'effettivo utilizzo di quanto erogato sia destinato a finanziare il circuito produttivo.

La prima fase dell'analisi del merito di credito prende il nome di istruttoria di fido, dopo la richiesta di finanziamento effettuata dalla controparte presso uno dei vari sportelli dell'istituto di credito prescelto, inizia la fase di valutazione e reale selezione della clientela da parte degli stessi operatori che detengono un rapporto privilegiato e diretto con l'impresa.

L'istruttoria di fido ricomprende tutte le analisi svolte dalla banca a supporto della decisione di concessione o rifiuto dell'affidamento. Si tratta principalmente di esaminare tutte le informazioni a disposizione, a partire dai dati spesso di natura riservata forniti confidenzialmente dallo stesso soggetto richiedente, integrandole e confrontandole con le indicazioni desunte dagli elementi di pubblico dominio, quali il bilancio in primis e le informazioni ottenibili attraverso la Centrale dei Rischi, oltre all'analisi dei pregressi rapporti con lo stesso soggetto. Questi dati di partenza saranno man mano controllati sotto i profili dell'attendibilità e della coerenza nel loro insieme prima di procedere con le analisi di tipo quali e quantitativo. Nel primo step ci si propone, attraverso le *soft information*, di delineare un quadro complessivo sull'assetto generale dell'impresa, sul modello di business assunto, il posizionamento competitivo all'interno del settore in cui opera, le principali politiche organizzative e gestionali interne, la struttura proprietaria ed il sistema di management, nonché si effettueranno delle previsioni sia sull'andamento e sulla sostenibilità di tale percorso imprenditoriale, sia sulle possibili evoluzioni del settore in oggetto. La fase quantitativa si focalizza, invece, sui dati numerici correlati all'azienda. L'oggetto di valutazione sarà l'equilibrio sotto i profili reddituale, finanziario e patrimoniale in una prospettiva storica e previsionale. Quanto ottenuto fin'ora andrà integrato con la quantificazione dell'esposizione del soggetto rispetto all'intero sistema bancario per verificarne l'effettiva solvibilità¹⁴⁰.

L'obiettivo principale consiste, pertanto, nella valutazione ex ante del rischio di credito, esprimendo nella relazione di fido il giudizio positivo o negativo sull'affidabilità dell'impresa richiedente sovvenzione. A fronte di un parere positivo si procederà con le proposte relative alla determinazione dell'ammontare massimo di fido concesso e la modalità di erogazione. Solo a questo punto dell'analisi si confronterà il rating raggiunto dall'impresa con la classificazione adottata dall'istituto bancario al fine di quantificare il rischio dell'operazione e determinare il pricing in termini di tasso d'interesse applicabile.

Completa di tutti questi elementi la relazione di fido andrà sottoposta agli organi decisionali per l'effettiva fase di delibera che accorda o respinge il prestito. Qualora l'esito sia positivo, sarà compito degli stessi operatori front office effettuare la concreta erogazione del finanziamento e seguire le successive fasi di gestione e *monitoring* fino alla scadenza. Tuttavia spesso accanto alla re-

¹⁴⁰ BRUNELLA B., *I prestiti*, op.cit., pagg. 127-154.

lazione di fido la banca richiede una fase di negoziazione con l'impresa al fine di ottenere un'ulteriore garanzia come tutela dalla possibilità d'insolvenza da parte dell'impresa.

La successiva fase di monitoraggio della clientela viene richiesta a favore del principio di trasparenza dei mercati. A fronte del ruolo di garante svolto da ogni istituto bancario nei confronti dell'affidabilità e della solvibilità della sua clientela, diviene necessario verificare periodicamente che tale garanzia non sia oramai mal riposta. Se difatti la decisione di concedere o meno un prestito genera corrispondenti certezze in capo ai creditori e collaboratori all'interno di tutto il sistema economico, è dovere della banca di presidiare la veridicità di tale corrispondenza, a favore delle possibili esternalità positive ed a prevenzione di eventuali non opportune imitazioni negative.

I controlli relativi alla fase di *monitoring* sono atti a verificare l'andamento della posizione di rischio sul finanziamento già erogato. I continui accertamenti esaminando sia i dati prodotti internamente (quali la percentuale di utilizzo del credito elargito, l'entità e la periodicità degli effetti insoluti presentati dal cliente all'incasso o il ritardo nel rientro alle scadenze stabilite), sia quelli ricavati da fonti esterne, tutelano la banca da inaspettati atteggiamenti opportunistici a suo sfavore. Attraverso i report della Centrale Rischi può inoltre monitorare il livello di rischio globale dell'impresa verso l'intero sistema bancario attraverso le segnalazioni di crediti in situazioni di anomalia o nell'apertura di credito presso altri istituti. Ogni nuova informazione andrà opportunamente considerata al fine di riadeguare la classificazione relativa al giudizio di affidabilità e, nel caso, effettuare l'*up / downgrading* rispetto alla classe di rating assegnata in precedenza.

Implicazioni organizzative connesse alla concessione di credito

Il concetto di "sana e prudente gestione" per un istituto di credito richiama appunto la ricerca di contenere il rischio assunto, anche nella fase di concessione di disponibilità monetarie.

Il punto centrale risiede pertanto nell'esigenza di condurre una valutazione del merito di credito non solo focalizzata sulle garanzie patrimoniali offerte ma orientata alla valutazione delle possibilità concrete di remunerazione e rimborso del prestito negoziato alle scadenze pattuite. Già la semplice prassi di ricorrere al rinnovo della posizione anziché adempiere ed estinguere la stessa obbligazione, dovrebbe mettere in allarme l'istituto di credito. Il rinnovo della posizione dovrebbe manifestarsi attraverso il riesame di tutta la valutazione sull'affidabilità del cliente, solitamente per un pari arco temporale. Ciò significa, inoltre, rinunciare al rimborso del capitale alla scadenza prevista, ovvero non si potranno reimpiegare gli importi concessi a suo tempo, in quanto non c'è stato il flusso di rientro del capitale. Pertanto anche se nella rinegoziazione o nel semplice rinnovo

vo del prestito la banca generalmente recupera il margine in termini di tasso d'interesse, rimane lo stesso una pratica non propriamente in linea con il criterio di prudenza.

La valutazione del merito di credito assume quindi la funzione di bilanciamento di diversi obiettivi a cui deve tendere la "sana e prudente gestione" di ogni banca. All'adeguata selezione della clientela, prudente gestione dei fidi e contenimento dei rischi assunti vanno combinate le iniziative svolte a favore dello sviluppo degli impieghi ai clienti. Inoltre, all'interno della stessa procedura di controllo e quantificazione del merito di credito di ogni cliente è opportuno mitigare le esigenze di approfondimento dell'analisi con i costi sostenuti per tali osservazioni al fine di mirare non al massimo livello di sfruttamento delle risorse (intese sia in termini di credito erogabile, sia di risorse umane, costi e tempo dedicato per tali pratiche) ma alla loro efficiente destinazione.

Non è sufficiente il perseguimento di una gestione efficace nel raggiungimento degli obiettivi prestabiliti, in un contesto di continua dinamicità ed innovazione sia dal lato dei prodotti offerti sul mercato finanziario sia sul fronte delle imprese clienti (in termini di fabbisogno e di conoscenze nell'ambito della funzione finanziaria): si richiede un adattamento ininterrotto degli stessi obiettivi con i principi di efficacia ed efficienza. Al tempo stesso, ovviamente, dovranno essere perseguiti anche gli obiettivi di redditività e di contenimento del rischio.

Ecco pertanto che la stessa valutazione del merito di credito diviene un problema di convenienza economica¹⁴¹ collocato prevalentemente in un orizzonte temporale corrente (sia che si valuti l'affidabilità del cliente nell'ottica del singolo prestito, sia mentre si delineino le politiche di credito a livello di gruppo bancario). Le variabili modificabili dalla banca sono principalmente riferite alla quantità del prestito erogato, al *pricing* in termini di tassi d'interessi applicati e di tutte le condizioni relative e alla qualità, ovvero la forma di erogazione di tale prestito. Queste sono, in estrema sintesi, gli elementi manovrabili dalla banca per poter equilibrare i diversi obiettivi di cui detto in precedenza. Si noti tuttavia che tali variabili non sono sempre modificabili a piacimento dall'istituto, ma spesso sono vincolate o conseguenti a scelte effettuate in precedenza relative alla specifica posizione creditoria, o devono attendere la naturale scadenza del contratto di fido (se esso non sia stato stipulato in conto corrente o a revoca, ma a scadenza), oppure ancora sono vincolate dalle scelte in merito alle politiche di fido stabilite a livello dell'intero gruppo bancario.

Difatti, mentre queste politiche (che avranno una lungimiranza almeno triennale o quinquennale in coerenza con l'orizzonte temporale dei business plan sviluppati) sono stabilite a livello centrale dal management bancario o, se si tratta di gruppo bancario saranno decisi dalla capogruppo anche

¹⁴¹ BIFFIS P., *Analisi del merito di credito*, op. cit., pag. 4.

per conto di tutte le banche da essa controllate, sono i responsabili organizzativi dell'area fidi a dover poi concretizzare tali decisioni di portafoglio nelle modifiche sulle condizioni di finanziamento e sulle decisioni di affido, rinnovo o revoca di ogni singola posizione. Agli operatori degli sportelli sono invece delegate le pratiche di richiesta di affidamento e la fase d'istruttoria fino alla stesura della relazione di fido. La delibera di concessione del credito verrà esaminata in tutte le sue componenti dai responsabili dell'area fidi, o in caso di banche con una struttura organizzativa maggiormente accentrata tale compito sarà affidato agli organi presso le sedi centrali. La concreta erogazione della sovvenzione e la fase di *monitoring* sono nuovamente delegate agli operatori di sportello.

Si noti pertanto come in una banca che persegua i principi di efficacia ed efficienza saranno anche distinte le competenze di analisi e verifica del grado di rischio della proposta di finanziamento rispetto alle responsabilità decisionali sulle variabili effettivamente applicate. Tale separazione è posta a tutela in primis della qualità del credito, favorendo una valutazione di tipo dialettico tra i vari soggetti coinvolti durante tutto il processo d'istruttoria. Deleghe ed autonomia decisionale sono pertanto parole chiave, non vuote ma ricolme di significato e di altrettante adeguate responsabilità.

La decisione di erogazione del credito sarà pertanto presa solo da chi è investito dal relativo potere di affidamento, sia questo in capo all'organo amministrativo o delegato a livello periferico/centrale in base a quanto stabilito dallo statuto della banca. Inoltre si evidenzia che spesso, quale presidio cautelare, questo potere decisionale viene ripartito tra più soggetti in relazione all'ammontare dell'operazione e/o alla forma tecnica prescelta, in correlazione quindi anche con il livello di rischio corrispondente, seppure tale ripartizione debba sottostare ed intersecarsi con un'organizzazione strutturata per distribuzione territoriale.

Ecco perciò che tale ripartizione lungo tutto il processo di affidamento va a distinguere:

- il ruolo di raccolta delle esigenze della clientela e di proposta di affidamento (completa di ogni condizione contrattuale) quale responsabilità dei soggetti che possono modificare le variabili relative ai volumi erogati, alle condizioni ed al pricing;
- la responsabilità di delibera di concessione della sovvenzione viene invece attribuita ai soggetti investiti del relativo potere di decisione, sebbene in taluni casi limitatamente a quanto proposto nella relazione di fido¹⁴².

¹⁴² BIFFIS P. (a cura di), *Analisi del merito di credito*, op. cit., pagg. 8 - 13.

Responsabilità della banca nella concessione di credito

Nella valutazione della concessione di credito ai clienti, le banche rivestono anche il ruolo di garanti dello status finanziario dell'impresa stessa. Con l'affidamento bancario richiesto, o il rinnovo di quanto già erogato in precedenza, al mercato giunge un segnale positivo in termini di solvibilità del debitore. Sulla base di questa indicazione e sull'attendibilità della sottesa valutazione si ipotizza la responsabilità della banca nei confronti dei creditori, qualora il segnale inviato non corrisponda ad una concreta e reale solvibilità dell'impresa finanziata. Le responsabilità a cui potrebbe soggiacere l'istituto di credito sono state, in dottrina, classificate in quattro categorie¹⁴³. Nel prosieguo della trattazione si porrà l'attenzione sulla concessione abusiva di credito e sull'interruzione brutale dei finanziamenti.

La responsabilità per concessione abusiva di credito si manifesta nel momento in cui viene erogato credito ad un imprenditore in palese difficoltà dal punto di vista della solvibilità, mantenendo dunque sul mercato un'impresa in crisi e cagionando un danno ai creditori in ragione della continuazione dei rapporti commerciali con l'impresa stessa e della ritardata dichiarazione di fallimento. Erogando in modo "imprudente" credito alle imprese decotte, la banca incorre nella violazione del dovere di giusta concessione del credito. Ciò che verrebbe a configurarsi è il "danno ingiusto"¹⁴⁴, ex art. 2043 c.c.¹⁴⁵, in quanto resterebbero lese le posizioni soggettive suscettibili di tutela a norma del diritto comune. Quando la banca concede volontariamente credito ad un imprenditore in crisi, concorre nella violazione di un obbligo di comportamento a salvaguardia della massa creditrice per l'aggravamento della situazione di dissesto. Nei confronti dei creditori successivi all'erogazione del finanziamento bancario, la responsabilità vige in relazione all'influenza nel prospettare una fittizia disponibilità economica tale da lasciar instaurare relazioni contrattuali con un soggetto altrimenti qualificabile come inadempiente ed inaffidabile partner commerciale.

¹⁴³ Le quattro figure di responsabilità individuate da NIGRO A., *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in «crisi»*, Giurisprudenza Commerciale, 2011, fasc. n. 3, parte I, pagg. 307 sono: la concessione abusiva di credito, il concorso o complicità della banca nell'inadempimento degli amministratori, l'amministrazione di fatto e l'abuso di controllo. L'amministrazione di fatto e l'abuso di controllo ex art. 2497 c.c., possono essere imputate in capo agli istituti di credito qualora si ravvisi una cospicua influenza nelle scelte di gestione della stessa impresa finanziata o una pesante influenza nelle nomine degli amministratori. In questi casi la banca è ritenuta responsabile non tanto per l'erogazione di ulteriori disponibilità monetarie ad un soggetto non meritevole, quanto per lo status assunto dalla banca erogatrice del credito. Per le prime due categorie vedi *infra* nel paragrafo.

¹⁴⁴ La qualifica di danno "ingiusto" si attribuisce qualora si tenga un comportamento contrario ad una prescrizione normativa o, nel caso di specie, se la banca non si attiene alla qualifica di buon bancario, ledendo il diritto soggettivo nei confronti dei creditori dell'impresa in stato di decozione.

¹⁴⁵ A mente dell'art. 2043 c.c. "qualunque fatto doloso o colposo che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno". Il legislatore, nella fattispecie qui esaminata di responsabilità della banca che nasce in seguito ad una valutazione del merito di credito non corretta, esige che sia la parte processuale attiva, ovvero l'imprenditore, a dare prova circa la presenza di un comportamento doloso o colposo dell'istituto di credito convenuto, della condotta illecita e del nesso di causalità tra condotta ed evento.

L'istituto di credito diventa quindi, in un sistema concorrenziale, il deputato migliore a valutare il merito di credito: quando manca il sostegno di quest'ultimo, emerge il rischio di una valutazione di non meritevolezza dell'imprenditore. Da questa valutazione i terzi traggono un'importante informazione, ovvero l'idea di solvibilità ed affidabilità dell'impresa. L'abusività si realizza nel momento in cui l'impresa utilizza il credito ricevuto perché questo fa scattare un'eventuale responsabilità risarcitoria della banca circoscritta agli affidamenti già erogati con lo scopo di riuscire a consolidare le ipoteche e le garanzie prestate dall'imprenditore. Diventa abusivo il finanziamento concesso in condizioni patrimoniali non stabili o con modalità non normali. In questo contesto, la violazione del principio del "*neminem laedere*" di cui all'art. 2043 c.c. si manifesta tanto a causa di un comportamento colposo della banca, che concede credito quando non avrebbe dovuto in base ad un'analisi veritiera ed improntata ad adeguati criteri di prudenza, quanto in ipotesi di finanziamento irregolare, ovvero di fronte a sintomi piuttosto significativi della situazione di difficoltà del sovvvenuto. L'illecito ex art. 2043 c.c. viene infine richiamato dalla dottrina quale tutela da un comportamento scorretto da parte dell'istituto di credito¹⁴⁶.

La Corte di Cassazione ha dichiarato che gli istituti di credito devono agire secondo il principio della "corretta erogazione del credito", riconducendo la responsabilità extracontrattuale della banca "alla gamma di cautele imposte alle aziende che esercitano in credito" e quindi alla "violazione dei doveri gravanti sul soggetto banca a causa del proprio status"¹⁴⁷. Sempre nella stessa pronuncia, i giudici della Suprema Corte hanno sostenuto che l'operatore bancario adempiente non può "prescindere dall'osservanza del principio di buona fede operante all'interno delle posizioni soggettive, non potendo l'autore di un comportamento trarre da esse utilità con l'altrui danno". La Corte, dunque, si è espressa enunciando l'indispensabile collegamento tra le norme poste a tutela di un adeguato adempimento delle obbligazioni ex artt. 1175, 1374 e 1375 c.c. ed il dovere di solidarietà sociale ex art. 2 Cost.. Secondo la Suprema Corte "a maggior ragione nei rapporti contrattuali, lo status di imprenditore bancario, per l'affidamento che crea nella controparte impone al primo di comportarsi secondo le regole della trasparenza, della corretta gestione del credito e degli elementari canoni di diligenza, schiettezza e solidarietà"¹⁴⁸. Il principio di buona fede quindi, applicabile ad ogni soggetto creditore dell'impresa decotta, viene rafforzato dalla presunzione che ad ogni rinnovo delle sovvenzioni da parte degli istituti di credito corrisponda un'adeguata solidità e solvibilità aziendale. Nella fattispecie di concessione abusiva di credito, la

¹⁴⁶ Orientamento tracciato in origine dalla pronuncia della Corte di Cassazione, sent. 13 Gennaio 1993 n. 343, in Foro Italiano, 1993.

¹⁴⁷ Corte di Cassazione, sent. 13 Gennaio 1993 n. 343, cit.

¹⁴⁸ Corte di Cassazione, sent. 14 Marzo 1999 n° 2284, in Foro Italiano, 1999, pagg. 1165.

banca pregiudica la libertà contrattuale dei terzi nei confronti della stessa impresa in difficoltà finanziaria, qualora proceda nonostante la consapevolezza dello stato di dissesto¹⁴⁹.

Pertanto, mentre gli elementi che connotano la fattispecie dell'abusività si manifestano nell'irregolarità di affidamento e nell'omesso monitoraggio dell'effettiva situazione patrimoniale dell'impresa, l'evento dannoso risiede nella lesione della libertà contrattuale dei "terzi" contraenti. Diventa opportuno appurare che la banca sia in grado di conoscere lo stato di insolvenza dell'impresa. Non è necessario che l'istituto di credito sappia della mera incapacità per la società di onerare le obbligazioni isolate o della semplice situazione di illiquidità, perché in questo modo la banca si assumerebbe l'onere del successo o dell'insuccesso dell'impresa al buon funzionamento dell'iniziativa economica.

Assume dunque fondamentale importanza il profilo di professionalità che l'istituto finanziario dovrebbe tenere per non rischiare una forma di responsabilità colposa e sul quale si concreta la decisione della banca di concedere credito ad un'impresa piuttosto che ad un'altra e il conseguente e necessario monitoraggio della situazione patrimoniale. In quest'ottica, i doveri riguardanti lo *status* dell'impresa bancaria potrebbero finire con l'alterare il normale principio di trasparenza che dovrebbe guidare un corretto sistema concorrenziale¹⁵⁰.

¹⁴⁹ Nell'ottica della responsabilità attribuibile, invece, all'impresa stessa nelle persone degli "amministratori, direttori generali, liquidatori ed imprenditori" come individuati nell'art. 218 L.F. ed ai soggetti individuati dagli artt. 222, 225 e 227 L.F., l'elemento qualificante l'erronea condotta viene identificato nella ricerca di credito dissimulando il proprio stato di dissesto o, dopo le modifiche apportate con l'art. 32 della L. n° 262/2005, la propria condizione di insolvenza. Secondo l'orientamento maggioritario in giurisprudenza è sufficiente l'omissione o il silenzio per manifestare l'occultamento. Inoltre in MARINI C, *Il ricorso abusivo al credito*, in DE ANGELIS L., RONDINONE N., *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario. Commento alla L. 28 Dicembre 2005, n° 262 e ai provvedimenti attuativi*, 2005, Giappichelli, Torino, 2008, pagg. 665 – 666 si aggiunge che "la condotta in oggetto può esser integrata anche da comportamenti attivi, in quanto rivolti non già ad agire sull'intelletto dell'interlocutore, vale a dire a far opera di persuasione, ma ad occultare i segni del dissesto, impedendone la percezione e mantenendo quindi uno stato di preesistente ignoranza. E' stato rilevato, tuttavia, come la distinzione tra dissimulazione del dissesto e simulazione di uno stato di solvibilità appaia chiara sul piano teorico: in concreto, essa può dipendere da reazioni psicologiche accidentali. Un ruolo importante svolge dunque l'elemento soggettivo: nelle ipotesi di truffa anche l'induzione in errore dev'essere un effetto perseguito dall'agente".

Le novità introdotte al reato di ricorso abusivo al credito non hanno però interrotto il dibattito in relazione al ruolo svolto dalla dichiarazione di fallimento; si veda in merito la ricostruzione delle due contrapposte visioni in: BIANCONI A., *Art. 32 Ricorso abusivo al credito*, in GALGANO F., ROVERSI – MONACO F. (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2009, vol. 52, pagg. 635 – 637. Nella nuova formulazione dell'art. 218 L.F., viene messa in discussione la declatoria fallimentare ai fini della punibilità. A voler sostenere per l'irrelevanza della stessa, si potrebbe argomentare circa l'introduzione, con la novella, della frase "anche al di fuori dei casi di cui agli articoli precedenti" (ovvero al di fuori dei casi di bancarotta semplice e fraudolenta), che aumenterebbe l'indipendenza della fattispecie in oggetto rispetto all'ipotesi di bancarotta, eliminando ogni rapporto con il presupposto di punibilità ivi prevista. Quest'argomentazione, tuttavia, si presterebbe ad un'interpretazione non univoca. Assumere ulteriori debiti quando la situazione di insolvenza è palese, potrebbe configurare altre fattispecie di reati fallimentari; dunque l'art. 218 L.F. andrebbe correttamente confrontato con gli artt. 216 e 217 della stessa legge, nel senso di punire il reato di ricorso abusivo al credito in ogni caso, anche quando non abbia influito nella realizzazione di uno dei fatti soggetti a sanzione di cui agli articoli precedenti.

¹⁵⁰ Dalla forma della responsabilità per concessione abusiva di credito, va sottratta l'ipotesi in cui la banca abbia cercato, senza avere successo, di salvare l'impresa attraverso un piano di risanamento, per poter recuperare il valore

Nell'ambito della responsabilità extracontrattuale per il danno ingiusto che la banca cagiona ai terzi concedendo un credito ad un'impresa decotta, emerge un'altra forma di responsabilità che riguarda il danno diretto ed immediato che subisce il patrimonio della società decotta. Il danno influisce sulla garanzia patrimoniale generica dei creditori, ex art. 2470 c.c., costituita dal patrimonio del fallito: la garanzia viene annullata dal fatto che la concessione di credito allunga i termini per la presentazione della dichiarazione di fallimento. Un fallimento richiesto con troppo ritardo comporta solo ulteriori aggravii al patrimonio del fallito con la conseguente diminuzione delle risorse attive ed un peggioramento dello stato passivo, nonché la prescrizione delle azioni revocatorie. Al contrario, una tempestiva dichiarazione di fallimento "congela" il patrimonio a beneficio della *par condicio creditorum*. La Suprema Corte¹⁵¹ ha infine rilevato un possibile danno di natura concorrenziale a causa dell'illecito *modus operandi* della banca: mantenere sul mercato un'impresa sostanzialmente decotta, lascia la stessa operare in concorrenza con altre società dello stesso settore d'attività provocando loro un danno che non avrebbero subito se l'impresa finanziata in modo abusivo fosse stata tempestivamente dichiarata fallita.

In relazione alla qualifica soggettiva dell'illecito extracontrattuale ivi delineato, si è in dottrina¹⁵² sostenuto come la responsabilità della banca non si configuri solo nel semplice caso dell'"imprudenza"; occorre che si manifesti anche l'elemento del dolo, il quale viene ad identificarsi nel caso in cui la banca, nota la situazione di decozione, eroghi il credito al fine di trarne vantaggio. Sembrerebbe pertanto utile offrire il "sostegno creditizio" che si interseca con il sistema della soluzione concordata della crisi.

Per quanto concerne il problema della legittimazione del curatore a proporre l'azione da illecito aquiliano, rileva la sentenza della Corte di Cassazione¹⁵³, n. 13413. La Suprema Corte ha ripreso, accordandosi, l'orientamento delle Sezioni Unite della stessa Corte¹⁵⁴, secondo le quali la curatela non è legittimata a proporre l'azione di risarcimento del danno ingiusto cagionato alla massa cre-

aziendale dell'impresa che, non avrebbe senso, nel caso in cui l'insolvenza dovesse considerarsi consolidata. si può escludere la possibilità d'individuare un profilo di responsabilità bancaria nei casi di erogazione di credito in esecuzione di una risoluzione negoziata della crisi aziendale. La presenza, e soprattutto la validità e realizzabilità, del piano stesso funge da scudo per l'istituto di credito, e secondo alcuni tale protezione dovrebbe mantenersi invariata anche per tutte le possibili evoluzioni dell'andamento dello stato di solvibilità aziendale.

A prevenzione della dannosa ed incauta gestione bancaria sono posti i controlli di vigilanza ex art. 5 del T.U.B., già citato, e la stessa autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria ex art. 14, comma 2 T.U.B.. L'intento esplicito è di controllarne e contenerne il grado di avversione al rischio, come specificato anche nell'art. 53, lettera b dello stesso T.U.B.. È necessario che la gestione dei soggetti vigilati avvenga in modo sano e prudente: secondo la Banca d'Italia, Cfr. BANCA D'ITALIA, *relazione annuale CIX esercizio 1993*, Roma, maggio 1994. Oltre a quanto affermato all'inizio del paragrafo, il concetto di "gestione sana" si intende nel senso dell'esigenza che gli intermediari procedano in maniera efficiente rispetto agli obiettivi fissati.

¹⁵¹Corte di Cassazione, sent. 28 marzo 2006 n. 7030, in Banca dati Leggi d'Italia.

¹⁵²NIGRO A., *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in «crisi»*, op. cit., pagg. 311.

¹⁵³Corte di Cassazione, Sez. I Civile, sent. 1 Giugno 2010, n. 13413, in www.caso.it.

¹⁵⁴Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sent. 28 Marzo 2006 n. 7029, in banca dati Leggi d'Italia.

dittrice a causa dell'indebitato ricorso al credito di un'impresa in gravi difficoltà finanziarie ed economiche che dà al mercato l'impressione di essere una società economicamente sana. Al curatore, il sistema fallimentare, concede solo le azioni volte alla ricostituzione del patrimonio del debitore come garanzia per i creditori, e non anche quelle atte alla reintegrazione del patrimonio del singolo beneficiario perché, in primo luogo, il danno derivante dall'abusiva concessione di credito va valutato caso per caso, ed inoltre per il fatto che ogni creditore ha una posizione soggettiva diversa a seconda che sia antecedente o successivo alla concessione del fido bancario. La *par condicio creditorum*, viene rispettata anche quando rimane leso l'interesse di un singolo creditore perché non si configura un pregiudizio della massa come "sommatoria" dei danni subiti dai creditori individuali¹⁵⁵. Infine, non è necessario che il soggetto a cui viene riconosciuta la concessione di credito sia imprenditore, ovvero che in capo ad esso penda una procedura concorsuale, affinché la banca concedente incorra in responsabilità: il rapporto danneggiante-danneggiati rimane comunque al di fuori della procedura stessa, potendo la stessa diventare oggetto che evidenzia e conferma il danno.

Le Sezioni Unite, nella sentenza del 2006 appena richiamata, ha espressamente stabilito che, nel momento in cui viene concluso un contratto tra una banca ed una società in crisi, potrebbe configurarsi una responsabilità in capo ai responsabili della società per *mala gestio*. Se, a causa della concessione di credito, la banca permettesse il mantenimento dell'impresa decotta sul mercato, ovvero ritardasse la dichiarazione di fallimento, l'istituto di credito potrebbe concorrere o diventare complice della stessa impresa, proprio sulla base dell'inadempimento degli amministratori. In questa fattispecie, l'interesse tutelato è l'interesse della società. Diventa importante identificare i parametri atti a cogliere la presenza dell'abusività del comportamento degli amministratori di un'impresa decotta: da qui l'attenzione si pone sui doveri in campo agli stessi. La Commissione Trevisanato¹⁵⁶ stabiliva che gli amministratori dovessero adottare idonee misure per combattere la crisi. Non avendo questo postulato trovato fondamento, una risposta è giunta dal sistema penale e dalla disciplina generale. Per quanto riguarda il primo, il comportamento degli amministratori che dissimulino lo stato di insolvenza, può comportare la responsabilità verso la società ex art. 2392 c.c.. Dal momento in cui gli amministratori sanno della situazione di crisi dell'impresa, è

¹⁵⁵ In merito alla differenza insita tra un creditore e l'altro, basti pensare alla semplice posizione cronologica rispetto alla concessione del credito, ogni caso è diverso l'uno dall'altro. Inoltre, il pregiudizio potrebbe non essersi nemmeno configurato nel senso che, ad esempio, i creditori anteriori alla concessione del credito avrebbero potuto o dovuto sapere che il loro contraente era insolvente, ovvero i creditori posteriori avrebbero dovuto dimostrare la loro impossibilità di sapere qual era l'effettiva situazione patrimoniale dell'impresa debitrice.

¹⁵⁶ Tale Commissione fu istituita, alla fine del 2001, presso il Ministero della Giustizia per procedere alla riforma della disciplina delle procedure concorsuali. La Commissione aveva il compito di presentare in Parlamento un autonomo progetto di legge delega. Tuttavia, ne emerse una semplice proposta di legge delega.

corretto attendersi che gli stessi cerchino di salvaguardare il patrimonio sociale attraverso il risanamento, ovvero chiedendo il fallimento in proprio. Ed in questo si sostanzia il disposto della disciplina generale, ovvero la necessità che gli amministratori adottino le misure necessarie per porre rimedio allo stato di crisi della società. Il comportamento dell'organo amministrativo, quindi, va valutato con riguardo ai modi ed agli scopi con cui viene presa e perseguita la scelta di continuare la gestione della società.

Perché, infine, la banca possa ritenersi responsabile, occorre che si verifichi l'elemento della complicità nella condotta illecita degli amministratori: è sufficiente la presenza dell'irragionevole concessione del credito. Quando si manifesta il reato di ricorso abusivo al credito, la complicità dell'istituto di credito è tale solo se lo stesso concorra, attraverso l'assistenza al credito, nella dissimulazione dello stato di insolvenza. Dal concorso della banca alla cagione del danno, emerge il principio della solidarietà: istituto di credito ed amministratori diventano solidali nell'azione di risarcimento e, se la cosa sfocia nel fallimento, è dovere del curatore promuovere l'obbligazione di refusione.

Facendo seguito a quanto sin qui esposto, si può notare come a partire dal profilo giuridico emerga quale parametro di riferimento il principio del *bonus argentarius*, ovvero la figura del buon banchiere individuato attraverso i criteri di diligenza, cautela e correttezza ex art. 1175 c.c., i quali fanno rispettivamente riferimento al rispetto delle norme sull'adempimento delle obbligazioni e sulle clausole di condotta a cui ogni banca deve sottostare. Nello specifico, il parametro della diligenza per il buon banchiere, data la riserva di attività bancaria ai soli soggetti altamente specializzati richiama la diligenza stessa individuata per i professionisti ex art. 1176 c.c.. Il profilo della diligenza e della cautela qui applicabile è ben delineato da Viscusi secondo il quale “non appare siffatto inappropriato qualificare come mancanza di diligenza professionale – agli effetti della responsabilità civile – l'inavvedutezza manifestata dall'inosservanza di quelle restrizioni e di quei vincoli cui lo stesso legislatore speciale assoggetta detta attività, con lo scopo di assicurare una «sana e prudente gestione» e di evitare il compimento di operazioni avventate, evidentemente sul presupposto che un'amministrazione del credito non oculata o tale da superare certi margini di rischio può incidere negativamente sulla raccolta del risparmio e sugli equilibri del mercato finanziario e dell'economia in genere”¹⁵⁷.

Accanto alla forma della responsabilità per concessione abusiva di credito, si trova quella relativa all'interruzione “brutale” del credito che raggruppa una serie di fattispecie che si concretano in un incongruo, arbitrario e/o intempestivo comportamento della banca in riferimento

¹⁵⁷ VISCUSI A., *Profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Giuffrè Editore, Milano, 2004, pagg. 75.

all'affidamento, alla prosecuzione od all'integrazione del credito¹⁵⁸. In questa prospettiva la responsabilità della banca viene a configurarsi dal momento in cui rifiuta di offrire sostegno ad un'impresa che sostanzialmente si trova in una situazione di solidità patrimoniale e con buone prospettive di reddito future. Ad ogni modo se all'attività bancaria si attribuisce la natura di impresa privata, è necessario notare come non si imporrebbe un obbligo a contrarre in capo alla banca, ovvero di sanzionare il rifiuto alla concessione del credito. Indipendentemente dalla difficoltà di verificare se la banca è o meno responsabile per i danni provocati ai terzi, in ragione del dissesto o dell'aggravamento dello stesso dovuto dall'interruzione brutale del credito, risulta quanto meno pacifico che il cliente può essere tutelato dai principi in materia contrattuale. Non bisogna dimenticare che, qualora non venisse instaurato nessun rapporto contrattuale, dal precetto della buona fede e della correttezza non pare desumersi un obbligo di contrarre e/o di parità di trattamento. Nell'ipotesi in cui il rapporto contrattuale venga posto in essere, allora sorgerà anche il dovere di dare esecuzione allo stesso. La presenza di questo dovere, la necessità di attribuirgli un certo valore e la sua capacità di integrare il contratto, attenua il divario tra la fattispecie dell'interruzione brutale del credito e il rispetto del limite di concessione del fido o il rifiuto all'integrazione del finanziamento. La mancanza di un obbligo a contrarre non elimina l'esigenza di verificare la specifica funzione del finanziamento ed il comportamento tenuto durante la durata del rapporto contrattuale. Dal rifiuto ad accordare credito non discende la necessità di un'azione risarcitoria, ma dal comportamento tenuto dalla banca potrebbe derivare una forma di responsabilità.

2.3 Accordi di Basilea: implicazioni in termini di vincoli patrimoniali e rating degli affidati

L'Accordo sul capitale: il binomio tra patrimonio e rischio assunto

A livello internazionale il focus ricade sugli Accordi di Basilea, quali strumenti per favorire la collaborazione finanziaria mondiale e potenziare l'affidabilità dell'intero sistema bancario. Il Comitato di Basilea si è prefisso l'impegno di individuare comuni principi nei tre ambiti: determinazione dell'ammontare di capitale adeguato ai rischi sostenuti da ogni banca, norme in tema di vigilanza

¹⁵⁸ Tra le fattispecie in esame si possono enucleare ad esempio il rifiuto di instaurare *ex novo* il rapporto, la mancata disponibilità ad adeguare il finanziamento originariamente concesso o l'obbligo imposto dalla banca di seguire le condizioni contrattuali iniziali senza però che vi sia un debito motivo.

sugli intermediari caratterizzate da efficacia e cooperazione e, infine, individuazione dei migliori contributi in tema di controlli interni per la gestione dei rischi bancari¹⁵⁹.

Il Comitato dei Dieci¹⁶⁰, attraverso Basilea I, ha riconosciuto la necessità di rafforzare la solidità patrimoniale di tutte le banche, commisurando gli accantonamenti a capitale degli istituti di credito con l'entità dei portafogli rischiosi assunti. La normativa di Basilea, introdotta a partire dal 1988, si pone in primis l'obiettivo di uniformare le divergenti definizioni nazionali in tema di patrimonio degli intermediari bancari, chiarendone, inoltre, gli elementi che lo compongono. Tale patrimonio di vigilanza è ripartibile in due principali componenti. Il *tier 1*, ovvero patrimonio di base, comprende i fattori ad alta capacità di copertura tra cui principalmente il capitale sociale azionario e le riserve composte dagli utili non distribuibili. Il *tier 2*, ossia patrimonio supplementare, è composto dalle riserve da rivalutazione, dagli strumenti ibridi e dalle passività subordinate. Con l'introduzione dell'Accordo sul capitale si richiede ad ogni istituto un requisito patrimoniale stabilito nella misura dell'8% del valore degli attivi bancari ponderati per il grado di rischio (*Risk weight*) assegnato ad ogni tipologia di attività. I parametri individuati per la ponderazione suddividono le attività bancarie nelle varie classi di rischiosità in relazione alla liquidità dell'impiego, alla natura ed al paese di residenza del soggetto finanziato. La relazione tra riserve patrimoniali e rischiosità è diventata il requisito chiave per limitare lo sfruttamento della leva finanziaria da parte degli istituti, consolidare ed uniformare a livello mondiale il sistema bancario¹⁶¹.

Tra i vari limiti sollevati a questa impostazione normativa, rileva qui principalmente la critica mossa relativamente alla generale disincentivazione verso una corretta ed approfondita valutazione e stima dei rischi assunti negli impieghi bancari. Questa impostazione normativa considera, infatti, solamente il rischio di credito, senza prevedere alcun accantonamento di capitale per qualsiasi altra forma di rischio. Inoltre, assegnando i coefficienti di ponderazione solo in base ai tre criteri sopra citati si ipotizza che, all'interno di ogni classe dimensionale le aziende abbiano mediamente lo stesso grado di rischio. Tuttavia, in ogni raggruppamento non si distinguono le aziende con un buon livello di redditività e un'integra solvibilità, in quanto viene assegnato ad esse lo stes-

¹⁵⁹ PADOA SCHIOPPA T., *Regole e finanza*, Il Mulino, Bologna, 2004, pagg. 38-48.

¹⁶⁰ Il Basel Committee on Banking Supervision è stato istituito nel 1975 dai governatori delle banche centrali seguenti paesi, comunemente definiti il Gruppo dei Dieci: Stati Uniti, Canada, Giappone, Francia, Germania, Regno Unito, Italia, Spagna, Svezia, Svizzera, Lussemburgo, Paesi Bassi, Belgio. Gli accordi stipulati da quest'organismo non sono direttamente applicabili, devono essere prima recepiti all'interno dei singoli ordinamenti nazionali. In particolare l'Accordo di Basilea I è stato recepito a livello europeo nella Direttiva n. 647/1989.

¹⁶¹ PETRULLI M., *Basilea 2. Guida alle nuove regole per le piccole e medie imprese*, Halley Editrice, Macerata, 2007, pagg. 15-19; MASERA F., MAZZONI G., *Basilea III. Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, FrancoAngeli, Milano, 2012, pagg. 20 e ss.; PASQUALI G., GAGLIARDI G., *L'Accordo di Basilea: ripercussioni sul rapporto tra banca ed impresa*, in *Analisi Finanziaria*, fasc. n. 53, 2004, pagg. 75-83; DE ANGELI S., *L'impatto di Basilea 2 sui rapporti banca-impresa*, in *Rivista Bancaria*, Minerva Mancaria (1945), fasc. n. 2/3, 2005, pagg. 59-68; SIRONI A., *Quali regole e quale banca dopo la crisi?*, in *Economia & Management*, fasc. n. 4, 2009, pagg. 3-12.

so profilo di rischio rispetto ad imprese, magari prossime al fallimento o impegnate in progetti caratterizzati da elevata incertezza ed innovazione. Da ciò ne consegue il favorire le concessioni di sovvenzioni ai soggetti meno meritevoli, pur risultando di contro non adeguatamente tutelati in caso di erogazione alle imprese più rischiose.

Sebbene Basilea I fosse stata pensata per frenare l'utilizzo smisurato della leva finanziaria da parte delle banche, i parametri imposti hanno esclusivamente favorito l'orientamento verso le attività con coefficiente patrimoniale inferiore incentivando la creazione di nuovi strumenti finanziari. Effetto questo amplificato dalla mancata considerazione dei principali strumenti di garanzia, degli effetti positivi conseguenti alla diversificazione per settore e dimensione aziendale nell'erogazione di prestiti, della durata residua delle posizioni aperte e dell'influenza dell'andamento del ciclo economico generale nell'ammontare dei rischi assunti.

Basilea 2, 3 pilastri a sostegno del sistema bancario

Basilea II¹⁶² si proponeva di consolidare il patrimonio delle banche senza andarne ad intaccare il profilo competitivo, anzi adattando i requisiti ai diversi gradi di rischio assunto e proporzionando la complessità dei requisiti ai diversi intermediari cui si riferisce. Questa nuova versione dell'accordo sul capitale considera anche il concetto di rischio operativo in relazione agli errori derivanti da elementi interni ed esterni alla banca, ed affina la correlazione tra l'effettivo rischio sostenuto e l'ammontare di patrimonio da dover accantonare. Solo con l'emendamento del 1996 viene considerato anche il rischio di mercato connesso al fluttuare dei tassi d'interesse, di prezzo e di cambio.

Nella versione rinnovata, l'accordo sul capitale è fondato su tre pilastri. Il primo prevede l'individuazione del capitale minimo rapportato al rischio (ravvisato nella tripartizione rischio di credito, di mercato ed operativo); i pilastri successivi¹⁶³ statuiscono, invece, i controlli da effettuare internamente e da parte delle Autorità di Vigilanza e gli obblighi di trasparenza ed informativa, entrambi in relazione al binomio rischio – patrimonio.

All'interno del Pillar 1, viene ridefinito il metodo di calcolo dell'ammontare minimo di patrimonio di vigilanza. Le novità sono insite nella ridefinizione delle attività da ponderare e nel calcolo

¹⁶² Il testo definitivo di Basilea 2 è frutto di diverse proposte e revisioni da gennaio 2001 fino al 2004, tuttavia, salvo per gli Advanced IRB Approach, di cui si vedrà in seguito, applicati già dallo stesso anno, l'entrata in vigore è stata rinviata al 2007.

¹⁶³ Questi pilastri riguardano gli obblighi di vigilanza prudenziale in relazione ai requisiti minimi patrimoniali e alla gestione dei rischi, oltre che definire un livello minimo di informativa che ogni banca dovrà diffondere sul mercato in relazione ai propri stati di salute in relazione alle tematiche di rischio e patrimonio.

dei rischi assunti, considerando anche le “nuove” tipologie di rischio come fattori aggiuntivi a quanto stabilito nelle versioni precedenti dell'accordo. Il calcolo del patrimonio minimo di vigilanza non è più un requisito uniforme per tutti gli intermediari ma può essere stimato attraverso diversi procedimenti. Tali criteri permettono di evitare l'applicazione dei coefficienti individuati per il rischio di credito e per il rischio operativo e di commisurare effettivamente i depositi vincolati al grado di rischiosità della banca.

Per la stima del patrimonio associato al rischio di credito la normativa lascia la possibilità di avvalersi del metodo standard, godendo del supporto dei rating esterni prodotti dalle agenzie internazionali, appositamente approvate dalle Autorità di Vigilanza, oppure di utilizzare dei rating sviluppati internamente. Si passa quindi ad un'individuazione specifica del coefficiente di ponderazione delle attività bancarie, ponendo il focus sull'effettivo merito di credito dell'affidato, della forma prescelta e degli strumenti utilizzati di contenimento del rischio.

I modelli di rating

L'approccio standardizzato si appoggia alle valutazioni sull'affidabilità sviluppate dalle External Credit Assessment Institution (ECAI)¹⁶⁴, ripartendo gli affidati in 5 classi di rischio a cui vengono associati i parametri di ponderazione, come rappresentato in Tabella a cui vanno integrati i parametri del 35% per i crediti ipotecari o 100% nel caso di ipoteche non residenziali. L'accantonamento di capitale di vigilanza andrà quindi calcolato moltiplicando all'ammontare dell'esposizione il coefficiente di ponderazione e il requisito minimo patrimoniale.

Si noti come, per tutti gli impieghi privi di rating la normativa torni ad applicare i criteri di ponderazione di Basilea 1, sostanzialmente quindi per il contesto competitivo italiano non ci sono novità rispetto al passato.

¹⁶⁴ In DE LAURENTIS G., *I riflessi sui processi di concessione e revisione dei crediti della nuova proposta di Basilea*, in *Bancaria*, fasc. 4, 2001, pagg. 44-58 si evidenziano i requisiti di validità dei rating esterni in termini di obiettività, indipendenza, accesso a livello internazionale e trasparenza nelle modalità di costruzione del giudizio, obblighi d'informativa e credibilità della valutazione.

Rating Standard & Poor's	Parametro di ponderazione
Rating compreso tra AAA e AA-	20%
Rating compreso tra A+ e A-	50%
Rating compreso tra BBB+ e BB-	100%
Rating inferiore a BB-	150%
Assenza di rating	100%

Tabella 4 - Classi di rating nell'approccio standardizzato di Basilea II¹⁶⁵

All'interno di questa metodologia di rating, sono ritenute valide solo tre tipologie di mitigazione del rischio: le garanzie a titolo personale ed i *credit derivatives*, gli accordi di compensazione *on-balance sheet* e le garanzie reali finanziarie. Vengono quindi esclusi i Consorzi di Garanzia e tutte le forme di garanzia tipicamente richieste dalla banca allo stesso imprenditore.

I metodi di base o avanzato (*Foundation o Advanced Internal Rating Based Approach*) richiedono invece la costruzione di un modello interno di rating, in grado di utilizzare i dati storici sull'andamento dei suoi clienti, misurandone in modo sensibilmente più approfondito il rischio. Mentre nel primo caso l'istituto di credito svolgerà solamente la stima della Probabilità di Default, nell'ipotesi di applicazione dell'*Advanced IRB Approach* sarà necessario quantificare anche la quota di credito che si prevede di perdere (LGD), l'ammontare della possibile perdita quando si verificherà il default (EAD), e la maturity dell'operazione di finanziamento (M)¹⁶⁶, con l'unico vincolo di attenersi ai requisiti stabiliti dalle Autorità di Vigilanza, le quali hanno l'incarico di convalidare e verificare tali modelli.

Il *Foundation IRB Approach* è basato su un modello per la determinazione della curva BRW (*Benchmark Risk Weight*) analizzando la relazione con un unico fattore di rischio la Probability of Default, mentre per le altre componenti del rischio di credito si utilizzano i parametri stabiliti dal Comitato di Basilea ovvero una perdita pari al 45% qualora il debitore sia insolvente, ma può arrivare fino al 75% per determinate tipologie di affidamento, esposizione pari al 100%

¹⁶⁵ PETRULLI M., *Basilea 2. Guida alle nuove regole per le piccole e medie imprese*, Halley Editrice, Macerata, 2007, pagg. 23. Si noti che in Italia sono autorizzate anche altre agenzie quali Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Cerved Group, ognuna con una propria modalità di classificazione del rating. Inoltre, qualora l'esposizione venga classificata come incaglio, sofferenza o in caso di ristrutturazione i vincoli in termini di patrimonio si fanno più esigenti richiedendo che il coefficiente passi a 100 o 150% per i prestiti scaduti da oltre 90 giorni.

¹⁶⁶ SCIUTO M., *Organizzazione e merito di credito delle società a responsabilità limitata alla luce di "Basilea 2"*, in Banca, Borsa, Titoli di credito, vol. LX, fasc. n. 6, 2007, pagg. 702-705; CECCACCI G., RIGATO C., CAMANZI P., *Basilea 2 per piccole e microimprese. Nuovi rapporti e nuove intese tra banche e imprese, anche in contabilità semplificata*, Edizioni FAG S.r.l., 2006, pagg. 21-32. Le valutazioni riferite al rischio operativo possono essere sviluppate attraverso alternative simili a quelle appena citate per la stima del patrimonio di vigilanza a copertura del rischio di credito oppure tramite un indicatore sintetico; rimane invece invariata la metodologia d'individuazione dei capitali associati al rischio di mercato.

dell'ammontare del prestito e durata stimata del prestito di 2 anni e mezzo. Ovviamente la ripartizione della clientela nelle diverse classi di rating dovrà essere improntata ai criteri di oggettività, univocità di assegnazione della classe per ogni cliente e attendibilità statistica. Sono inoltre obbligatorie almeno 8 classi di rating, di cui una specifica per i clienti inadempienti e ad ognuna di esse andrà associata la specifica probabilità di insolvenza.

L'approccio di tipo *Advanced IRB*¹⁶⁷, pur richiedendo un notevole sforzo da parte della banca per la sua implementazione consente notevoli risparmi sul fronte dell'ammontare di capitale di vigilanza associato ad ogni attività, soprattutto nell'ipotesi in cui le scadenze delle esposizioni residue siano inferiori rispetto ai parametri fissati dall'approccio standard. I modelli di rating costruiti internamente sono tuttavia subordinati alla validazione da parte delle Autorità di Vigilanza. Si tratta di un'approvazione basata sulla verifica di solidità del database storico su cui poggia la relazione tra classificazione del rating e assegnazione della relativa probabilità di default. Tale convalida si fonda sul processo di *back testing*, ovvero sulla ricerca degli scostamenti tra le previsioni effettuate tramite il modello di rating e quanto in realtà accaduto, controllandone la validità quale strumento di verifica delle previsioni anche su orizzonti temporali più ampi; Inoltre, si analizzano la modalità di costruzione delle matrici di transazione per testare il modello di previsione del rating nella sua stabilità e non suscettibilità di elevata volatilità. Un'ulteriore esame riguarda poi la costruzione gli indici sintetici di classificazione derivanti dalle tecniche di scoring per l'analisi del debitore.

Il vantaggio derivante dalla realizzazione interna di tali modelli si manifesta attraverso una diversa ripartizione dei coefficienti minimi di patrimonio di vigilanza maggiormente aderente al grado di rischio dei debitori ed alle tipologie di affidamento / impiego in essere. In termini di disponibilità all'erogazione del credito ciò dimostra i suoi vantaggi in relazione ad una maggiore focalizzazione sui prestiti meno rischiosi in quanto assorbiranno meno capitale di vigilanza (mentre con l'approccio standard tale legame è più debole).

L'adozione dei modelli di rating interno ha consentito anche di ripensare l'organizzazione bancaria nel processo di delega delle decisioni di affidamento. Mentre prima la delega si attuava in relazione all'ammontare dell'erogazione o in base alla forma tecnica, attraverso il rating (in particolar modo nel caso di rating interno in quanto la valutazione di rischiosità dell'operazione è valutata in modo più puntuale) gli istituti di credito hanno iniziato ad associare un maggior grado di delega ad un rating migliore, associando quindi una maggiore responsabilità anche a presidio della qualità del credito.

¹⁶⁷ DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, Bancaria Editrice, Roma, 2011, pag. 33-40 e 77-90.

La crisi finanziaria del 2008, ha reso maggiormente chiari quali siano i problemi relativi alle metodologie di rating interno concentrate, in via maggioritaria, sui modelli a base statistica¹⁶⁸. Essi:

- non pongono la banca nella condizione di poter valutare in modo corretto la situazione della singola impresa con riferimento alle variabili del mix di attività e della fase di sviluppo e dei suoi progetti;
- non permettono agli addetti ai fidi bancari di perseguire al meglio i loro obiettivi e riducono l'evoluzione professionale degli analisti d'impresa;
- fanno passare in secondo ordine le *soft information* all'interno della *relationship lending*;
- non consentono ai cicli economici messi in moto dalle banche di essere assorbiti, e sono la causa dell'aumento della probabilità di default del debitore che viene pesantemente scaricata sul sistema economico. Sistemi di affidamento strutturati in modo insufficiente, hanno permesso di protrarre in avanti il recupero economico delle perdite su crediti: processi più automatici, invece, permetterebbero un aumento della pro-ciclicità dell'attività di prestito alle banche.

Tali problemi si sono verificati e sono diventati realtà creando tensioni nei rapporti tra la banca e l'impresa. A ciò si sono aggiunti alcuni nuovi fattori, tra i quali:

- la forte rotazione del personale a causa dell'apertura di nuovi sportelli bancari e dell'idea di rendere la forza lavoro indipendente nelle scelte di concessione del credito. Ma questo ha comportato un deterioramento dei rapporti di fiducia tra il personale della banca e l'affidatario del credito;
- una maggiore distanza tra l'imprenditore ed il centro decisionale rende oggettiva l'analisi e determina la perdita delle *soft information* sul cliente;
- l'eliminazione delle specifiche competenze degli analisti d'impresa in capo ai "settoristi";
- alcuni dei modi di formazione dei modelli di rating su base statistica si concretizzano su due scelte scabrose e tra loro concatenate che riguardano l'orizzonte temporale di previsione, sul quale vengono stimati i modelli statistici, e l'integrazione del modello di *score* con i dati dell'andamento interno ed a quelli della Centrale dei Rischi, assieme ai dati di bilancio ed a quelli qualitativi¹⁶⁹.

¹⁶⁸ DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, op. cit., pagg. 127-130.

¹⁶⁹ I dati andamentali non sono in grado di testimoniare un'indagine duratura di rating perché il contributo che offrono rispetto a quello dei dati di bilancio diminuisce drasticamente qualora si usino dei modelli di previsione basa-

I temi critici su cui porre l'attenzione riguardano il profilo tecnico dello sviluppo dei modelli, il profilo organizzativo dei rating e la visione delle Autorità di vigilanza.

Con riferimento al primo, l'esigenza è quella di porre attenzione alle metodologie che potrebbero indurre in errori ed approssimazioni troppo grossolane. È necessario ricercare un cammino di crescita aziendale ed evitare di confondere il sistema di assegnazione dei rating con quello della loro quantificazione.

Il profilo organizzativo dovrebbe essere in grado di unire saldamente la *vision*, la *mission* e la *strategy* della banca circa i singoli segmenti del mercato del credito; un istituto di credito di relazione non dovrebbe declinare i giudizi di rating a lungo termine per rendere lo strumento maggiormente sensibile alle condizioni finanziarie di breve periodo delle imprese. Gli strumenti con i quali vengono prese le decisioni di concedere credito alle aziende vanno tenuti distinti da quelli utili allo screening giornaliero con lo scopo di tenere sotto controllo i dati necessari per ulteriori approfondimenti circa i cambiamenti dell'affidabilità del debitore.

La visione delle Autorità di vigilanza deve tendere a giudizi di rating univoci per perseguire gli scopi gestionali e regolamentari¹⁷⁰, nonché l'unione del rating con la scelta di concedere prestito alle imprese.

Da ultimo se si confrontano i giudizi di rating con i processi, si può notare come questi ultimi non siano nella loro fase di maturità perché la crisi di impresa funge, in questa fattispecie, come un "acceleratore dei processi di differenziazione dell'offerta e di investimento sui modelli di business del credito"¹⁷¹. Molto importanti diventano gli investimenti della banca su strumenti informatici che sostengano ed agevolino il lavoro del manager, nonché sulle competenze e sul grado di professionalità degli operatori.

Critiche a Basilea 2 tra preoccupazioni di credit crunch e crisi finanziaria

Un sistema adeguato ai requisiti patrimoniali tende ad essere pro-ciclico in quanto in un periodo di *default*, vi è l'esigenza di accantonare maggiori risorse a riserva e di procedere con le rettifiche

ti sul lungo periodo. Tali dati costituiscono un rischio per il modello in quanto fotografano la situazione del momento e non danno informazioni sulle possibilità di sviluppo dell'impresa nel medio termine.

¹⁷⁰ In quest'ottica può bastare che i giudizi di rating analizzino in maniera corretta gli impieghi. I *supervisors* saranno interessati ad una certa oggettività dei processi su base statistica e limitati attraverso *override* regolamentati.

¹⁷¹ DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, op. cit., pag. 141.

necessarie ai valori di bilancio degli intermediari. Di contro questo comporta una riduzione del patrimonio di cui sono dotate le banche che, a loro volta, abbassano il capitale detenuto in vista della copertura di eventuali perdite¹⁷². Qualora diventi più onerosa la raccolta di capitale in modo da rispettare il rapporto tra patrimonio e rischi, le banche si vedrebbero costrette a ridurre gli impieghi con la conseguenza di provocare tensioni sulla liquidità delle imprese che, dunque, si troverebbero in una situazione di reale difficoltà. In ambito Basilea 2, la pro-ciclicità riflette sia l'andamento di *default*, sia il rischio di *downgrading*, ovvero la scelta dell'imprenditore per un declassamento verso rating inferiori nonostante siano comunque *in bonis*. In questo senso ed in queste fasi di migrazione verso classi peggiori, ci si attende che le banche si dotino di una quantità di capitale maggiore in un'ottica prudenziale. Tuttavia, dal punto di vista del sistema questo potrebbe rivelarsi del tutto svantaggioso: se ogni banca, rispondendo all'esigenza di sempre migliori requisiti patrimoniali, riducesse il credito erogato, il risultato che si otterrebbe sarebbe quello di condurre le imprese verso il rischio di *default*, e di conseguenza di maggiore difficoltà per la banca stessa. Per combattere il problema della pro-ciclicità, le ipotesi di riforma di Basilea 2 propongono alcune soluzioni che possono essere così di seguito schematizzate:

- creazione di un *buffer* di capitale anticiclico saldato alla crescita del credito e formato da *common equity* ed altri strumenti perfettamente in grado di assorbire le perdite;
- approvazione in un *frame work* in grado di salvaguardare il principio della *capital conservation*, nonché l'introduzione di speciali *buffer* di capitali che permettano alle banche di poter servirsi nei momenti di maggiore necessità;
- il Comitato propone un range di valori di capitali con un livello superiore ai minimi regolamentari con lo scopo di garantire l'assorbimento delle perdite nei periodi di maggiore stress sui mercati;
- l'adozione di una politica di accantonamenti anticiclici capaci di adattare gli stessi sulle perdite attese e non su quelle effettive, sviluppando quindi un'ottica previsionale.

Gli elementi innovativi introdotti con Basilea 2 hanno portato in evidenza gran parte delle problematiche tipiche del rapporto tra banca ed impresa¹⁷³. Specialmente in Italia, la principale preoccupazione¹⁷⁴ in merito alla sua adozione riguardava l'obbligo di implementare i nuovi metodi di

¹⁷² COMANA M., CURCIO D., *Le banche regionali verso i nuovi standard di Basilea 3: le novità delle proposte di riforma e una valutazione dei possibili impatti*, in Il Risparmio Review, Rivista trimestrale dell'ACRI, Anno LVIII, fasc. n. 4 ottobre – dicembre 2010, pagg. 81-85.

¹⁷³ Per un approfondimento sulla nuova natura del rapporto banca – impresa si rimanda al 2.5.

¹⁷⁴ MIRRA L., POZZOLO A.F., *Ratings interni e offerta di credito*, in Economia, Impresa e Mercati Finanziari, Cacucci Editore, Bari, fasc. n. 1, 2007, pagg. 23-40.

stima e misurazione del rischio di credito. Si sottolinea come Basilea 2 vada ad aumentare i capitali vincolati specialmente per le banche ad operatività internazionale, mentre per quelle di dimensioni minori, in realtà i requisiti sono di fatto più contenuti, favorendo l'erogazione di credito a migliori condizioni.

Tuttavia, non si può negare che alle imprese di minori dimensioni si associ inevitabilmente un rating più sfavorevole. Ciò, congiunto al rilevante peso attribuito alle informazioni quantitative rispetto alle *soft information* ha fatto temere una stretta del credito nei confronti delle PMI. Con l'introduzione degli approcci IRB si è recuperata la possibilità per gli istituti di credito di arricchire (meccanismo di *override*) tali metodologie con informazioni non considerate esplicitamente dal modello, subordinatamente ad un esame di pertinenza e di rilevanza, nonché di persistere nell'applicazione del criterio di replica, evitando pertanto influenze di tipo soggettivo. Si sottolinea nondimeno, che lo sviluppo dei modelli interni di rating richiede un notevole investimento economico, temporale e di risorse umane, limitandone pertanto l'applicazione, seppure volontaria, solo alle banche di maggiori dimensioni. Inoltre i rating definiti internamente potrebbero continuare a sfavorire le PMI. La valutazione in questo caso verrebbe effettuata tramite metodi automatizzati quali le procedure di *scoring*. Il binomio automatizzazione e scarsità di informazioni, conduce inevitabilmente ad una valutazione con un elevato profilo di rischio, nonostante il rapporto consolidato con la clientela.

Il Comitato di Basilea ha, inoltre, previsto una misura correttiva per tutelare le imprese di minori dimensioni da una possibile riduzione dell'offerta di credito nei loro confronti. Definendo la ripartizione dei portafogli crediti in relazione alla dimensione dei prestiti per i soggetti entro la categoria *Retail* (ovvero privati ed imprese con un volume d'attività inferiore a 5 milioni di euro e per erogazioni entro l'ammontare di 1 milione di euro) ha assegnato una decurtazione del 25% sul coefficiente di ponderazione ai fini della stima del patrimonio di vigilanza da accantonare, anche in condizioni di assenza di rating¹⁷⁵.

Nonostante i problemi sollevati all'accordo sul capitale di Basilea 2, non possiamo annoverare questa normativa tra le cause scatenanti della crisi finanziaria del 2008. Questa normativa infatti

¹⁷⁵ Si veda VINCENZINI M., PORRETTA P., *Basilea 2: occasione storica per superare lo schema di "doppio legame" tra banche e PMI*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 1, 2005, pagg. 23-39 per un dettaglio sulle motivazioni che hanno portato a modificare i coefficienti di ponderazione applicati alle PMI. A fronte di una maggiore probabilità di fallimento le imprese di minori dimensioni sono generalmente meno legate all'andamento del ciclo economico generale; la PD risulta quindi influenzata dall'elevato rischio specifico. Riescono a mantenere minimo il rischio sistematico, pertanto il parametro relativo all'asset correlation risulta eccessivo e particolarmente oneroso quale vincolo di patrimoni di vigilanza per le banche che decidano di concedere loro credito. Per le imprese *Corporate* (con fatturato oltre i 50 milioni di euro e finanziamenti oltre 1 milione di euro) e per la categoria *Sme Corporate* (con fatturato compreso tra le due classi precedenti e per erogazioni oltre 1 milione di euro) il criterio di ponderazione è delegato interamente al rating.

ha trovato applicazione nel continente europeo a partire dal 2007 mentre negli Stati Uniti erano ancora in vigore delle strutture transitorie tra i due accordi. La normativa pensata dal Comitato dei Dieci ha come obiettivo l'istituzione di un forte legame di responsabilità da parte delle banche nei confronti dell'intero sistema economico, prendendo coscienza del livello di rischio assunto tramite lo svolgimento della normale attività d'intermediazione, si richiede di adeguarne le coperture in termini di patrimonio di vigilanza. Si tratta quindi di un profilo di responsabilità e "sana e corretta gestione" al fine di prevenire le situazioni di illiquidità del sistema bancario create da un eccessivo sfruttamento della leva finanziaria. Dati i nuovi costi per le banche istituiti da quest'impostazione normativa, al fine di perseguire ciecamente l'obiettivo reddituale, molte banche hanno aggirato il salto di responsabilità richiesto, spostando il focus delle attività nelle transazioni che richiedevano minori accantonamenti patrimoniali, creando nuovi strumenti, non ancora considerati dalla normativa, e soprattutto elevando il trasferimento dei rischi ad altri soggetti quale strumento di copertura per continuare indisturbati a non monitorare adeguatamente i rischi assunti, dimenticando le profonde interrelazioni tra ogni banca (a sviluppo territoriale o internazionale che sia) con il resto del sistema bancario e dell'intero sistema economico mondiale¹⁷⁶.

Se stringendo il campo d'analisi al singolo bilancio di una banca il problema dell'adeguata copertura dei rischi poteva sembrare risolto, a livello globale l'intermediazione del tipo *originate to distribute* ha delegato la questione della responsabilità nel livello di assunzione dei rischi, sottovalutando il dovuto approfondimento nell'analisi del merito di credito, limitandosi al precetto di minimizzare i relativi costi sostenuti e ricercando piuttosto un'ancora di salvataggio con la facile illusione data dagli strumenti di garanzia e dall'ingannevole guadagno derivante dalla rivendita del credito ad altri soggetti.

Volendo attribuire un ruolo alla normativa di Basilea nel facilitare la crisi economica, questo lo si può individuare nella sua incapacità di rilevare e gestire tutte le tipologie di rischio insite nell'attività bancaria. Il suo focus sul rischio di credito e la copertura minimale del rischio di mercato ha accelerato il passaggio dall'intermediazione di tipo tradizionale al modello *investment banking*. Focalizzando pertanto l'operatività non più sulle operazioni di raccolta e erogazione di credito, dove l'analisi del profilo di solvibilità del cliente svolge un ruolo indispensabile, quanto piuttosto sui flussi derivanti dalle operazioni di acquisto e rivendita in un orizzonte di breve periodo, ricercando un'alta rotazione dei portafogli. Considerati i minori accantonamenti dovuti a fronte del rischio di mercato, una simile impostazione ha consentito il persistere dell'orientamento all'abuso

¹⁷⁶ A sostegno di questa tesi si evidenzia la posizione di: DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, op. cit., pag. 41-44.

della leva finanziaria e la ricerca di una facile redditività basata sul margine d'intermediazione piuttosto che sul margine d'interesse. La negoziabilità dei titoli immessi nel mercato ed il rischio insito in tale strumento catalizzano l'attenzione delle banche, distogliendo interesse e risorse al vaglio degli strumenti più efficienti¹⁷⁷. È proprio questa mancanza di efficienza e di controllo lungo tutta la vita dello strumento finanziario che ha dissolto il valore insito nelle pratiche di *monitoring* e di attenta valutazione dei rischi in capo sia all'emittente sia ai vari acquirenti (accontentandosi ognuno dei minimi ricavi derivanti dalla vendita di tale titolo rischioso ad altri soggetti), delegando ad un chiaramente impreparato mercato la valutazione di affidabilità¹⁷⁸.

Basilea 3: requisiti a livello micro per la solvibilità, la redditività e la liquidità dell'intero sistema bancario

Con Basilea 3¹⁷⁹ ha assunto particolare rilievo la nuova, più dettagliata e prudentiale, configurazione del capitale regolamentare, la tutela del rischio di liquidità, una maggiore copertura verso il rischio di mercato ed il rischio di controparte, la limitazione del grado di utilizzo della leva finanziaria da parte delle banche ed alcune disposizioni anticicliche.

I cambiamenti all'interno della struttura del patrimonio di vigilanza¹⁸⁰, secondo quanto richiesto da Basilea 3, riguardano i profili quantitativo, qualitativo ed informativo. La componente *Common Equity*, formata dalle azioni ordinarie e riserve di utili, dovrà raggiungere almeno la quota del 4,5% delle attività ponderate, a cui va aggiunto quanto richiesto per la formazione del *Capital Conservation Buffer* arrivando complessivamente al requisito del 7%. Per il Tier 1 non varia la richiesta complessiva, sebbene vada incrementato al 6%. A tali richieste in termini di patrimonio vanno aggiunti anche gli obblighi di trasparenza informativa sulla composizione del capitale e gli accan-

¹⁷⁷ Per una completa e dettagliata ricostruzione del modello di business *originate to distribute*, sul ruolo delle cartolarizzazioni degli impieghi che hanno caratterizzato il periodo pre crisi e continuano ad essere più convenienti per una banca rispetto alla tradizionale attività e degli incentivi per ognuno dei soggetti coinvolti a sorvolare su una completa ed approfondita analisi del rischio latente nell'operazione, si veda FORESTIERI G., *Corporate & Investment banking*, op. cit., pagg. 27-61.

¹⁷⁸ CESARINI F., *Ripensare il ruolo delle banche: dal predominio della finanza a un difficile ritorno della valutazione del rischio*, in *Bancaria*, fasc. n. 11, 2009, pagg. 2-16.

¹⁷⁹ Tale accordo è stato siglato dai membri del G-20 il 12 settembre 2010, la versione finale è datata dicembre 2010.

¹⁸⁰ BCBS, *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, versione originale dicembre 2010, revisione datata giugno 2011. Il recepimento dell'accordo sul capitale è sancito dalle *Capital Requirement Directives* (Direttiva europea 2006/48/CE e successiva integrazione da parte della Direttiva europea 2009/III/CE), ovvero per l'Italia Circolare 263 del 27/12/2006 della Banca d'Italia. Per un dettaglio sul ruolo e sulla composizione del patrimonio di vigilanza, con riguardo anche agli strumenti ibridi di capitale, si vedano le seguenti opere, in cui si evidenziano anche i fattori di convenienza (principalmente fiscali e di immodificabilità degli assetti proprietari) che hanno portato alla preferenza di queste nuove soluzioni rispetto all'alternativo aumento di capitale. COMANA M., CURCIO D., *Le banche regionali verso i nuovi standard di Basilea 3: le novità delle proposte di riforma e una valutazione dei possibili impatti*, in *Il Risparmio Review*, fasc. ottobre – dicembre, 2010, pagg. 67-78; STEFANIN G., *Novità e sviluppi normativi in tema di vigilanza italiana e ibridi previsti da Basilea III*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, fasc. n. 5, 2011, pagg. 13-22.

tonamenti a copertura del rischio di controparte per le transazioni in derivati, oltre che per mitigare i rischi da cartolarizzazione.

Il *Capital Conservation Buffer* è una delle misure introdotte per mitigare gli effetti pro-ciclici dettati dai requisiti del Pillar 1. Tale ammontare di capitale è destinato a compensare le perdite durante le fasi economiche negative. A ciò si aggiunge anche la previsione del *Capital Counter-cyclical Buffer* compreso tra 0 e 2,5%, la cui messa in funzione è demandata alle Agenzie di Vigilanza. Quest'ultimo accantonamento incrementa i requisiti patrimoniali nelle fasi di eccessiva offerta di credito. Un'altra misura introdotta per contenere gli effetti del ciclo macroeconomico riguarda il trattamento contabile delle rettifiche di valore sui crediti. Si richiede una modifica degli standard che permetta il passaggio dalla logica di iscrivere in bilancio gli accantonamenti per perdite su crediti, che si sostanziano sull'accezione di *incurred loss*, alla logica *expected loss*.

A freno di eccessivi livelli d'indebitamento bancario è stato introdotto un indicatore di leva finanziaria (*leverage ratio*) al fine di mitigare le restrizioni in termini di *deleveraging* già durante le fasi di eccessiva crescita economica. Il parametro è fissato nella misura del 3% del Tier 1 calcolato tenendo conto delle posizioni in derivati oltre che le esposizioni comprese ed escluse dal bilancio bancario. Dopo un periodo di valutazione previsto fino al 2017 il Comitato di Basilea si riserva la facoltà di apportare i dovuti adeguamenti a tale indicatore, anche al fine di porlo quale obiettivo del primo pilastro e non solo in termini di vigilanza.

Sul fronte della liquidità¹⁸¹, come ovvia conseguenza della crisi finanziaria, sono stati introdotti due indicatori che obbligano gli istituti di credito all'utilizzo di fonti di liquidità maggiormente stabili, con l'intento di superare situazioni di crisi superiori ad un mese nel caso del Liquidity Coverage Ratio (LCR), di un anno per il Net Stable Funding Ratio (NSFR) al fine di orientare le banche ad un approvvigionamento in un'ottica di prudenza di lungo periodo e non alla ricerca del miglior margine d'intermediazione di brevissimo periodo.

Nella tabella sottostante viene riportata la scala temporale di applicazione della normativa di Basilea 3, che vedrà una piena adozione solo a partire dal 1 gennaio 2019. Questo ampio orizzonte della fase transitoria mira a ridurre gli effetti negativi conseguenti alle onerose richieste di prudenza. Attraverso gli studi d'impatto quantitativo¹⁸² (Qis) svolti nel 2010 in relazione all'applicazione della proposta datata dicembre 2009, si può notare il grado di preparazione degli istituti bancari all'applicazione della normativa di Basilea 3. Relativamente alle richieste patrimoniali le banche i-

¹⁸¹ BCBS, *Basel III: International Framework for liquidity risk, measurement, standards and monitoring*, Dicembre 2010

¹⁸² LUSIGNANI G., ZICCHINO L., *Convergenza a Basilea 3: un tetto alla crescita del credito?*, in *Bancaria*, fasc. n. 3, 2011, pagg. 2-10.

taliane presentavano almeno uno scostamento negativo del 7% sul common equity, corrispondente ad un fabbisogno di 47 miliardi di euro rispetto ai bilanci 2009 e 40 miliardi di euro rispetto alla semestrale successiva. Anche sotto il profilo della liquidità gli scostamenti non sono trascurabili. Si dimostra, pertanto, l'indispensabile necessità di un lungo e graduale percorso di avvicinamento per attenuare gli onerosi effetti di adeguamento.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Basilea 3 - Fasi di applicazione
(tutte le fasi decorrono dal 1° gennaio)

Fasi	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Indice di leva (leverage ratio)	Sperimentazione 1° gennaio 2013 – 1° gennaio 2017 Informativa dal 1° gennaio 2015					Migrazione al primo pilastro	
Requisito minimo per il common equity	3,5%	4,0%	4,5%				4,5%
Buffer di conservazione del capitale				0,625%	1,25%	1,875%	2,5%
Requisito minimo per il common equity più buffer di conservazione del capitale	3,5%	4,0%	4,5%	5,125%	5,75%	6,375%	7,0%
Applicazione delle deduzioni dal CET1*		20%	40%	60%	80%	100%	100%
Requisito minimo per il patrimonio di base (Tier 1)	4,5%	5,5%	6,0%				6,0%
Requisito minimo per il patrimonio totale		8,0%					8,0%
Requisito minimo per il patrimonio totale più buffer di conservazione del capitale		8,0%		8,625%	9,25%	9,875%	10,5%
Strumenti di capitale non più computabili nel non-core Tier 1 o nel Tier 2		Esclusione su un arco di 10 anni con inizio dal 2013					
Liquidità			60%	70%	80%	90%	100%
Liquidity coverage ratio – requisito minimo							
Net stable funding ratio						Introduzione requisito minimo	

* Compresi gli importi eccedenti il limite per le attività per imposte anticipate (DTA), i diritti relativi al servicing dei mutui ipotecari (MSR) e gli investimenti in istituzioni finanziarie.
-- periodi di transizione

Tabella 5 - Fasi di applicazione della normativa di Basilea 3¹⁸³

Mentre quindi la normativa di Basilea 2 era stata stipulata con l'intento di rinnovare il sistema di rapporti che si crea tra banca e debitori all'insegna di un operare collaborativamente nel lungo periodo, Basilea 3 ricerca di incrementare gli accantonamenti a fronte degli eccessivi rischi corsi da ogni banca. Accanto alla logica puramente economica di Basilea 2 si introduce un profilo finanziario, che costringerà gli operatori ad agire bilanciando le spinte in termini di redditività, combinazione patrimonio e rischi assunti, e leva finanziaria.

In seguito alla crisi finanziaria, caratterizzata da un profilo di mancanza di liquidità si è recepito anche a livello normativo che, come in ambito aziendale, i presidi sul capitale e sulla redditività non sono sufficienti a scongiurare tali crisi di liquidità. La tradizionale fiducia nei confronti delle banche è stata, giustamente, accantonata a favore di un elemento di certezza anche nella corretta gestione del ciclo monetario nelle banche.

¹⁸³ Fonte: http://www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements_it.pdf

Tuttavia, tale impostazione rimane penalizzante sul fronte della liquidità disponibile per l'erogazione di prestiti e per il maggior costo in termini di copertura patrimoniale conseguente alla concessione di affidamenti maggiormente rischiosi quali quelli a favore delle PMI¹⁸⁴. Si segnala però che nella direttiva CRD4, art. 118 in sede europea si è stabilito di mitigare il coefficiente di ponderazione per i prestiti verso le PMI al 57%.

2.4 L'analisi di fido nell'ottica tradizionale, tra prospetti di bilancio, situazione finanziaria, garanzie e comunicazioni della Centrale Rischi

Nell'ambito di un'intermediazione di tipo tradizionale, basata sul binomio tra raccolta di risparmi e funzione di erogazione del credito, assume rilevanza fondamentale l'analisi del soggetto da affidare. Come visto in precedenza, tale verifica viene svolta nella fase d'istruttoria. Un tempo veniva sviluppata con l'ausilio di analisti specializzati, spesso con competenze di tipo settoriale, e poneva il suo punto di forza nell'esame degli schemi di bilancio, dei relativi indici e flussi di cash flow.

La normativa di Basilea ha spostato ora l'attenzione cruciale verso il rischio assunto dalla banca nella scelta di erogare credito alla clientela. Ai fini di un adeguato governo della relazione insita nel binomio patrimonio vincolato – rischio, come chiesto e suggerito dalla normativa stessa, si rende necessario lo sviluppo approfondito dell'analisi sul merito di credito degli affidati. Ovviamente non si tratta di una mera verifica iniziale, a scopo puramente conoscitivo della situazione dell'impresa, quanto piuttosto di instaurare una conoscenza profonda e duratura, finalizzata a comprendere i criteri di scelta e le strategie di sviluppo futuro della stessa impresa.

Si tratta di un'analisi da svolgere non secondo un preciso ordine ma congiuntamente, adottando un'ottica sistemica¹⁸⁵. Tale analisi va sviluppata senza limitarsi alla verifica dei valori assunti dai vari indicatori, al loro trend storico o all'analisi differenziale rispetto a determinate aziende-benchmark tra la concorrenza. L'ottica sistemica richiede un esame congiunto degli stessi: i meri indicatori numerici vanno interpretati all'interno di un orizzonte temporale che parte dal passato e si protende nel futuro, così da verificarne il trend storico e prospettico.

¹⁸⁴ NICASTRO P., *Le innovazioni normative introdotte da Basilea 3*, in Banche e Banchieri, fasc. n. 2, 2011, pagg. 155-160.

¹⁸⁵ CAPARVI R., *Il cash flow. Una nuova metodologia d'indagine nell'apprezzamento della capacità di credito delle aziende*, Colombo Cursi Editore, Pisa, 1972, pag. 239 in cui afferma l'importanza di "indagare la capacità creditizia delle aziende ... secondo un modello che permetta determinazioni applicative tramite cui apprezzare, in senso unitario, le caratteristiche del fabbisogno finanziario palesate dai soggetti mutuati".

L'ottica sistemica ed integrata dei vari indicatori ha come fine la comprensione degli eventi di gestione interna e le influenze del mondo esterno che hanno determinato tali valori. La difficoltà sta nel riconoscere le relazioni celate dietro alle variazioni quantitative di ogni indicatore¹⁸⁶. Non si tratta di capire come si è formato il reddito complessivo ma quali fenomeni hanno influenzato tale risultato, ovvero l'abilità dell'analista si concretizza nel "valutare attentamente tutte quelle condizioni patrimoniali, economiche e finanziarie di azienda, che possono costantemente ridefinire i rischi del finanziamento"¹⁸⁷. Il fine è una considerazione dell'azienda in termini qualitativi quale fonte di flussi di cassa atti ad ottemperare gli impegni finanziari. Giudizio, questo, basato su un'ottica di sostenibilità nel tempo e volto a determinare la probabilità di default dell'impresa da sovvenzionare. Non ci si basa pertanto sulla verifica dell'"analisi di capienza" ma sulla capacità dell'analista di percepire i fattori esterni ed interni all'impresa che abbiano costruito la performance economico – finanziaria e che presumibilmente saranno valori determinanti anche nel percorso futuro dell'azienda.

L'analisi di bilancio, nel nuovo contesto introdotto da Basilea 2 e rafforzato con Basilea 3, va necessariamente rimodellata e ripensata. Se per la valutazione della clientela, ai fini delle decisioni di erogazione di credito, si sono introdotti i modelli di rating e le tecniche di credit scoring, è necessario una visione dell'analisi di bilancio più moderna ed articolata¹⁸⁸.

A prescindere dalla metodologia d'analisi effettiva, i principali dati di partenza rimangono i bilanci d'esercizio, completi di Nota Integrativa, Rendiconto Finanziario e Relazione sulla Gestione. A questi dati contabili andranno aggiunte le informazioni sul rapporto dell'impresa con il sistema bancario attraverso le indicazioni presso la Centrale Rischi.

Le prime valutazioni da effettuare sulle informazioni raccolte riguardano alcune verifiche sull'effettivo grado di utilità di quanto disponibile. Si sottolinea che dati eccessivamente puntuali o in gran quantità possono distogliere l'analista esterno da una corretta valutazione a causa di un *overload* informativo, non consentendo allo stesso di crearsi una visione d'insieme. Inoltre il flusso di dati dovrà essere proporzionato al grado d'importanza delle informazioni fornite, consentendo di approfondire l'analisi ove necessario e di non disperdere l'attenzione in dati fuorvianti. Allo

¹⁸⁶ RASTELLI S., *Quali limiti degli indici nell'analisi di bilancio?*, in Amministrazione e Finanza, fasc. n. 2, 2010 pagg. 73-81 dove si mette in guardia l'analista relativamente alla natura di tali indagini: "l'analisi per indici non sia riconducibile ad un semplice confronto tra valori determinati matematicamente e parametri di riferimento assunti in modo assiomatico. Si tratta invece di una elaborazione mentale, per molteplici aspetti, assimilabile ad <<un'arte>> per la fantasia e la capacità intuitiva richiesta".

¹⁸⁷ PROVENZANO G., *Mercato finanziario ed innovazione finanziaria. Riflessi sulle condizioni di equilibrio finanziario di azienda*, Giappichelli Editore, Torino, 1988, pag. 107.

¹⁸⁸ DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, op. cit., pag. 9; si veda anche GALDILOLO M., *Applicazioni di analisi del rischio nella funzione creditizia*, in Banche e Banchieri, fasc. n. 1, 2012, pagg. 5-33.

stesso modo un'informativa contabile minimale o non recente influirà in modo non trascurabile sulla validità del giudizio di merito espresso in sede d'istruttoria. Ciò nonostante si sottolinea l'indispensabilità di estendere l'analisi non ad un solo esercizio ma almeno a tutto l'orizzonte temporale dell'operazione di finanziamento, oltre che ad un adeguato periodo pregresso. Solo una congrua analisi del trend passato permette, infatti, di comprendere quali siano i fattori che influenzino l'andamento della gestione; inoltre, in caso di business multi periodale l'orizzonte d'analisi dovrà essere adeguato alla durata di almeno un paio di completi cicli economico, monetario e produttivi.

Ulteriori valutazioni saranno rivolte ad appurare l'attendibilità dei dati contabili, la loro veridicità e correttezza, anche attraverso accertamenti sulla coerenza logica e sulle correlazioni insite tra le diverse grandezze contabili esposte nei prospetti di cui sopra, facendo attenzione anche alle influenze conseguenti alle variazioni nei criteri di valutazione delle diverse voci di bilancio.

L'analisi si sviluppa, a prescindere dal settore e dalla tipologia di business considerato, in cinque principali aree d'interesse.

La prima relazione da analizzare riguarda il legame tra ricavi e redditività. Oltre al ROA, l'indicatore per eccellenza utilizzato in questa fase è il ROE, il quale andrà analizzato principalmente nel suo trend quale indice sintetico di corretta gestione di gran parte dei rischi aziendali, in quanto, derivando dal risultato netto risente di tutte le scelte aziendali e di ogni fenomeno esterno che ha influenzato la gestione. Tale indicatore viene inoltre apprezzato quale rendimento del capitale di rischio e come base per la comparazione con i valori di mercato assunti dall'impresa stessa. Al ROE andranno affiancati ovviamente gli indici che lo compongono, permettendo all'analista di approfondire quali sono le aree gestionali che appesantiscono il risultato d'esercizio ed evidenziando, inoltre, la sostenibilità nell'utilizzo della leva finanziaria.

L'esame dei bilanci aziendali dovrà invece svolgersi nell'ottica di ricercare una valutazione di efficacia ed efficienza nelle scelte connesse allo sviluppo operativo e produttivo dell'impresa. Le verifiche sul capitale circolante e sullo sviluppo del ciclo produttivo e commerciale andranno pertanto coordinate con le valutazioni effettuate in merito alla competitività dell'impresa nel settore in cui opera. Si analizzeranno anche le prospettive d'investimento e le politiche di ammortamento.

In questa sede si analizzerà inoltre la coerenza tra i dati contabili e le strategie, passate e future, in tema di sviluppo della propria quota di mercato. A supporto di tale esame di coerenza, nell'ambito degli accertamenti relativi alle strategie messe in atto dall'impresa, si richiama, nuovamente, lo sviluppo dell'indicatore sulla redditività del capitale proprio nella sua scomposizione. Tale ripartizione evidenzia infatti l'incidenza delle scelte strategiche di quality leadership, competi-

tività di prezzo ed incidenza positiva della leva finanziaria. Trend evolutivo dei diversi indicatori, confrontato con i risultati medi di settore o dei principali concorrenti (qualora disponibili), andranno a delineare anche ad un analista esterno l'effettiva posizione dell'impresa nel mercato.

L'aspetto prettamente finanziario viene invece individuato nelle analisi svolte sulle relazioni tra le composizioni dell'attivo e del passivo patrimoniali e sull'esame dei flussi di cassa. Si tratta di valutare l'efficienza delle scelte in ambito finanziario e la capacità dell'impresa di sostenere tale struttura di finanziamento. Se è pur vero che il focus del giudizio di affidabilità dell'impresa da sovvenzionare sta nell'individuazione del limite massimo d'indebitamento sostenibile autonomamente grazie ai flussi generati internamente, non è possibile limitarsi al mero calcolo di tali indicatori. Il calcolo del tempo di payback e l'analisi di sensitività sui flussi di cassa atti a coprire tale nuovo finanziamento integrano e coordinano l'osservazione della dinamica ottimale che dovrebbe realizzare l'impresa per restituire e remunerare adeguatamente la banca finanziatrice.

Pur nella sua difficoltà di sviluppo e di recupero delle informazioni da parte di analisti esterni quali la banca, il rendiconto finanziario¹⁸⁹ consente, non sono di apprezzare le dinamiche relazionali celate dietro all'immagine statica fornita dagli schemi di bilancio, ma permette anche di prevedere quali sono le aree di tensione finanziaria. Trattandosi di una valutazione svolta in un contesto predittivo, l'analista sarà chiamato a valutare diversi scenari, mantenendo un profilo di realistica, prudenza e contenendo le ipotesi eccessivamente ottimistiche e pessimistiche. Tali scenari mireranno a vagliare l'effetto positivo ed anche le influenze negative di eventuali ostacoli e agevolazioni connesse al possibile sviluppo futuro del contesto macroeconomico. Andranno integrati, inoltre, gli effetti ciclici specifici del business considerato, le scelte strategiche adottate dai competitors ed eventuali modifiche nelle scelte aziendali o nell'organizzazione dell'impresa stessa. Sarà proprio questo sviluppo dinamico della valutazione che permetterà di cogliere se l'impresa è in grado o meno di realizzare una simile gestione nell'orizzonte temporale considerato. La semplice elaborazione informatica di tale modello sarà indice certo di funzionamento solo in un contesto ideale, la difficoltà dell'analisi sta difatti nel valutare se, nella realtà in cui è inserita l'impresa è rea-

¹⁸⁹ In relazione all'utilità di tale strumento si vedano: LENOCI F., *La valenza informativa del rendiconto finanziario*, in *Analisi Finanziaria*, fasc. n. 49, 2003 pagg. 41-61; BOZZOLAN S., NACCARATO F., *Struttura del rendiconto finanziario e quozienti segnaletici nell'analisi del rischio di credito*, in *Analisi Finanziaria*, fasc. n. 52, 2003, pagg. 43-64. In quest'ultima opera i due autori, dopo aver sottolineato l'indispensabilità del rendiconto finanziario per permettere alla banca di prevedere e gestire l'andamento del credito erogato, senza limitarsi al semplice prendere atto delle gravi tensioni finanziarie in atto o in procinto di svilupparsi. Tale strumento consente di valutare la "capacità di produrre risorse liquide collegate alla gestione operativa oppure ordinaria e quindi valutare se l'azienda è in grado di liquidare i debiti e restituire il finanziamento nei termini e secondo le modalità concordate" (come riportato a pag. 43). A fronte, tuttavia della difficoltà di un suo sviluppo da parte di analisti esterni si suggerisce l'opportunità di inserire alcuni indicatori da esso tratti nei modelli di rating e nei modelli di previsione dell'insolvenza più utilizzati.

listicamente probabile che tale modello-simulazione si manifesti, anche tenendo conto delle specificità nell'organizzazione interna e della capacità imprenditoriale. Ogni tipologia di business andrà inoltre valutata considerandone le specificità, le facilitazioni e gli ostacoli che la caratterizzano ed influenzano l'andamento gestionale di tutte le imprese competitors. Inoltre, si segnala che le informazioni desunte dalla Centrale Rischi sul livello d'indebitamento complessivo verso il sistema bancario, l'analisi del pregresso comportamento del cliente nei confronti della stessa banca andranno integrati in questa valutazione sistemica al fine di poter prevedere più realisticamente lo sviluppo di tensioni di liquidità.

Si sottolinea inoltre l'imprescindibile necessità di svincolarsi da un minuzioso e prettamente contabile esame dei diversi indicatori e delle relazioni per area d'interesse, ciò che è richiesto ai fini di un giudizio di affidabilità aziendale è l'analisi sui fattori di rischio, pertanto, il riepilogo dei diversi argomenti d'indagine fin qui esposto è fine solamente ad una maggiore chiarezza espositiva, ma non rispecchia esattamente l'ottica di valutazione che andrà adottata. "Nell'impostazione per fattori di rischio le fonti informative interagiscono subito sinergicamente tra loro, essendo il processo istruttorio finalizzato all'apprezzamento dell'esposizione dell'impresa ai diversi fattori di rischio aggregati per tipologia"¹⁹⁰. Nell'osservazione statica, nello sviluppo del suo trend lungo tutto l'asse temporale e nella rappresentazione dinamica della gestione aziendale si dovranno ricercare i punti deboli dell'impresa e le sue leve di sviluppo, al fine d'individuare i rischi di cui l'analista bancario dovrà necessariamente tener conto nell'espressione del suo giudizio.

Risulta chiaro che un'analisi similmente approfondita, nonostante l'ausilio informatico a disposizione, richiede da parte della banca un notevole dispiego in termini di tempo, di personale ed ovviamente implica il sostenimento di costi elevati. Talvolta, a fronte di importi minimali o di prestiti erogati ad imprese minori, un analogo impegno appare chiaramente eccessivo. La sostenibilità economica sarà perciò il punto focale del trade – off tra l'approfondimento dell'attività d'analisi e la redditività ottenibile attraverso questo finanziamento¹⁹¹.

Un altro elemento da considerare a favore dell'adozione di tale approccio garantista è la scarsa disponibilità di informazioni complete ed approfondite sull'impresa da finanziare. Soprattutto qualora questa rientri tra le PMI è facile che possa godere dei vantaggi istituiti dall'art. 2435 bis c.c.. A fronte di un bilancio presentato in forma abbreviata le informazioni a disposizione dell'analista esterno sono minimali, soprattutto in relazione al grado di rischio assunto ed alla composizione dettagliata della posizione finanziaria dell'impresa.

¹⁹⁰ DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, op. cit., pag. 145.

¹⁹¹ BRUNELLA B., *I prestiti*, op. cit., pagg. 130-135.

Seguendo un orientamento cautelativo in questi casi in cui l'analisi risulti eccessivamente dispendiosa la banca velocizzerà e sorvolerà lungo tutta la fase di raccolta, verifica ed analisi dei dati, senza effettuare particolari approfondimenti, contando piuttosto su un approccio asset based, ovvero facendo leva sulla presenza di un alto valore degli asset posti a garanzia del rientro del prestito. In tal modo il cash flow aziendale o del progetto da finanziare passa in secondo piano; ciò non riporta grandi problematiche, purché il giudizio di merito desumibile dalla relazione di fido sia effettivamente positivo e si dimostri tale anche durante tutto l'orizzonte del finanziamento. Qualora ciò non fosse, anche a fronte di elevate garanzie (reali o personali che siano), le entrate ricavabili, a storno del prestito a suo tempo erogato, andranno depurate dei costi relativi a solleciti di pagamento, rinegoziazioni e delle spese sostenute per il recupero forzato tramite fidejussioni, avalli, diritti di prelazione su beni posti a garanzia.

Se la richiesta da parte della banca di garantire tale sovvenzione può portare con sé l'implicito deterrente a contrarre nuovi debiti (e, qualora l'avversione al rischio di questo management aziendale sia minima, l'esigua probabilità che altri istituti eroghino ulteriori finanziamenti), un sistematico ricorso a tale strumento pone la banca in un *modus operandi* eccessivamente prudentiale. Siffatta politica, oltre a contenere lo sviluppo delle erogazioni, va incontro al duplice rischio di limitare i progetti di sviluppo da parte di aziende in realtà sane, sebbene poco inclini alla divulgazione di dati relativi al loro andamento ed ai loro programmi futuri, frenando quindi anche lo sviluppo dell'intera economia nazionale; dal lato opposto rischia di favorire il finanziamento di soggetti che, sebbene abbiano ottenuto un fragile giudizio di merito o addirittura la valutazione abbia riportato esiti negativi, diano la disponibilità di ampie garanzie a tutela del rischio assunto dalla banca. Tali garanzie, qualora riguardino beni materiali con pegno o ipoteca, vanno attentamente valutati e stimati, sia nel loro attuale valore di mercato, sia nella stima del futuro probabile valore di realizzo, considerando anche il grado di prelazione ottenuto dalla banca stessa. Diviene perciò necessario ricordare che l'apposizione di qualsivoglia garanzia, pur tutelando l'istituto di credito sulla copertura da possibili perdite, al netto dei costi ulteriori per il recupero del valore prestato, non va a diminuire il rischio di controparte. Ulteriormente, con la prassi di esternalizzazione dei rischi assunti in una logica *originate to distribute* il profilo di rischio non è suddiviso tra i vari operatori coinvolti, viene semmai amplificato, come dimostrato ampiamente da quest'ultima crisi.

a. Una prima valutazione sull'affidabilità e sulla capacità di previsione di tale analisi

A prescindere dalla tipologia di cliente soggetto della verifica di affidabilità, una valutazione completamente poggiata sull'analisi di bilancio di tipo tradizionale non si pone quale garanzia per il

futuro. Ciò che mette al riparo gli istituti di credito dal manifestarsi dell'inadempimento o dell'insolvenza da parte del cliente finanziato è l'accertamento che quegli stessi elementi che fino ad ora hanno assicurato l'affidabilità e la solvibilità dell'impresa cliente si mantengano nel tempo, si rafforzino e, ipotesi auspicata, che l'impresa da finanziare preveda un credibile sviluppo di nuove leve da cui trarre ulteriori disponibilità finanziarie. Si noti pertanto l'indispensabilità dell'analisi tradizionale quale base di partenza nell'analisi del merito di credito, pur rimanendo tuttavia un elemento non sufficiente quale garanzia di solvibilità per un orizzonte prospettico. Solamente affiancando l'analisi dei soli schemi di bilancio (di per sé fondata su dati storici) alle previsioni sull'andamento futuro è possibile delineare un quadro di partenza per le valutazioni in termini di concessione del credito che adotti un orizzonte temporale abbastanza ampio e congruente con la durata del finanziamento in oggetto.

Un ulteriore avvertimento sulla validità di tali strumenti riguarda il loro limite d'utilizzo: i prospetti di bilancio, quanto gli indicatori da essi desunti non sono valori che affermano e prevedono scientificamente il trend di un'impresa. La loro valutazione va rapportata agli avvenimenti di rilievo accaduti durante gli esercizi in esame, alle caratteristiche principali del business in analisi; imprescindibili sono inoltre il confronto con la concorrenza, la verifica di affinità e la congruenza lungo l'asse temporale.

Mentre con i modelli di rating ed i modelli di previsione delle insolvenze l'obiettivo raggiunto è la classificazione delle varie imprese finanziate in relazione al grado di rischio, gli indicatori di bilancio vanno ad approfondire nel dettaglio la situazione della singola impresa¹⁹². Le due ottiche sono perciò diverse, anche se tra loro interconnesse; solamente la visione unificata fornita da questi due differenti strumenti permette una reale ed approfondita analisi sul merito di credito. Mentre l'analisi degli schemi di bilancio e degli indici si presenta quale verifica (con occhio critico e prudentiale) della storia e delle previsioni future sviluppate dall'imprenditore e dal management aziendale, le successive analisi statistiche assumono un'ottica prettamente bancaria ed un profilo di cautela che deve necessariamente rettificare le previsioni aziendali generalmente eccessivamente positive.

¹⁹² BIFFIS P. (a cura di), *Analisi del merito di credito*, op. cit., pagg. 23-24.

2.5 Impiego in prestiti a clienti e ricerca di finanziamento: due punti di vista contrapposti per l'analisi del merito di credito

Il tema dell'analisi del merito di credito delle imprese è stato oggetto di profondi cambiamenti. Prima di procedere con l'analisi delle novità riguardanti il rapporto banca-impresa si ritiene opportuno analizzare il merito di credito tenendo distinte le due ottiche: impresa da una parte e istituti di credito dall'altra.

Analisi del merito di credito secondo l'impresa

Le imprese industriali, e soprattutto le PMI, che attualmente operano nel mercato finanziario versano in situazione di difficoltà e risulta maggiormente difficile la concessione di credito. Per poter rendere più forte il rapporto tra banca e impresa occorre verificare la sostenibilità dei finanziamenti dal punto di vista patrimoniale, economico e finanziario: a tal fine è utile l'utilizzo della leva finanziaria (rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri) che mette in stretta relazione due indici di bilancio fondamentali, ovvero il ROE e il ROI. Si cerca di ottimizzare la giusta proporzione del rapporto in esame per stabilire un buon equilibrio finanziario dell'impresa e per porre i soci nella condizione di ottenere un'adeguata remunerazione del loro capitale investito. Dal punto di vista economico il ROE è fortemente influenzato dal peso degli oneri finanziari sul grado di indebitamento il quale, a sua volta, comporta una diminuzione del ROI. Se il ROI scende, come conseguenza più basso sarà anche il ROE¹⁹³. Quando si fissa l'obiettivo del ROI, attraverso l'utilizzo della leva finanziaria, è possibile individuare il mix ottimale tra mezzi di terzi e mezzi propri in grado di mettere in risalto il massimo rendimento di questi ultimi.

La sostenibilità economica di un finanziamento viene in essere quando l'impresa riesce a produrre un EBIT¹⁹⁴ (*Earnings Before Interest and Taxes*) tale da riuscire a coprire gli oneri finanziari. Al fine di poter raggiungere un buon livello di sostenibilità, è necessario che l'EBIT sia maggiore al costo dei mezzi finanziari sostenuti per la sua stessa realizzazione.

¹⁹³ Quando a causa della diminuzione del ROI, scende anche il ROE, questo assume un valore negativo se, "fermo restando il costo dell'indebitamento, espresso da tasso d'interesse, all'aumentare del capitale di terzi, il valore degli oneri finanziari, espresso in percentuale, sarà superiore al valore del ROI. Allo stesso risultato si giunge se, mantenendo fermo il ROI, si aumenta il costo dell'indebitamento. Tutto ciò è dovuto all'effetto della leva finanziaria". Così BOTTANI P., *Analisi della sostenibilità dell'indebitamento finanziario nelle piccole e medie imprese*, in *Analisi finanziaria*, fasc. n. 23, 2008, pagg. 29-32; CANTONI E., *Fabbisogno finanziario e crescita sostenibile: un modello a supporto della pianificazione*, in *Amministrazione & Finanza*, fasc. n. 9, 2010, pagg. 50-56.

¹⁹⁴ Il risultato operativo netto viene calcolato sottraendo dai ricavi di vendita il totale dei costi variabili, fissi, del personale e gli ammortamenti. E' quindi l'utile derivante dalla gestione caratteristica.

Dal punto di vista finanziario, la sostenibilità per un'azienda è definita dal gap tra il valore del cash flow della gestione caratteristica ed il totale delle rate di rimborso dei finanziamenti. Nei casi in cui un'impresa goda di un'alta redditività, pur con un basso livello di patrimonializzazione, la sostenibilità in parola può diventare il mezzo differenziale per la valutazione del concessione del credito richiesto perché la banca è interessata particolarmente proprio alla capacità dell'impresa di essere solvente verso le rate da rimborsare che, a sua volta, deve tenere sotto controllo il rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri in modo da non correre un eccessivo rischio di generare un alto livello di indebitamento.

Analisi del merito di credito secondo il mercato finanziario

Immaginando che dal punto di vista dell'offerta, il mercato di capitali fosse rappresentato solo dai grandi operatori che effettuino scelte di finanziamento perfettamente autodirette, si può agevolmente giungere alla conclusione che la valutazione sul merito di credito sarebbe perfettamente in armonia con tali scelte. In questo modo ogni operatore effettuerebbe scelte precise, magari diverse da quelle di un altro soggetto, e legate a valutazioni oggettive rispetto ai propri obiettivi; non sarebbe possibile cambiare le decisioni del concorrente. Vi sarebbero valutazioni diverse, ma statiche e la realtà del mercato è di gran lunga molto diversa. Tuttavia, accanto agli investitori istituzionali, si trovano i risparmiatori che effettuano scelte eterodirette direttamente dai primi che prevalgono sul mercato.

Le valutazioni autodirette, per quanto oggettive (ovvero basate su dati di bilanci ed indici finanziari), sono fortemente influenzate dalla forza contrattuale in capo agli investitori istituzionali.

I volumi di risparmio eterodiretti sono superiori agli investimenti finanziari autodiretti specie in un mercato di capitali di grandi dimensioni e differenziato, in quanto rappresentano il mercato stesso e non essendo in grado di dare una valutazione autonoma, permette allo strumento finanziario di avere “una qualificazione di per sé, avulsa, spesse volte, dalla capacità di credito dell'emittente. Questa diviene nei fatti funzione delle capacità di assorbimento che il mercato eterodiretto presenta dei vari strumenti finanziari”¹⁹⁵. In questo modo questi ultimi vengono visti come un prodotto senza un valore oggettivo: la stessa azienda che chiede la concessione di credito diventa un prodotto astratto dal settore di operatività, ed il finanziatore è sempre meno interessato al funzionamento finanziario interno del sistema aziendale e sempre più rivolto alla valutazione delle capacità di credito che il mercato le attribuisce nel medio lungo periodo.

¹⁹⁵ PROVENZANO G., *Mercato finanziario ed innovazione finanziaria. Riflessi sulle condizioni di equilibrio finanziario di azienda*, Giappichelli Editore, Torino, 1988, pag. 110.

Con l'accordo di Basilea 2, si è voluto concedere la possibilità di introdurre metodi per la valutazione del merito di credito al fine di giungere al calcolo dei requisiti patrimoniali. Essi si sostanzieranno su un mix di variabili tale da poter costruire uno strumento di giudizio per l'analisi in oggetto: il *rating*¹⁹⁶. Quest'ultimo consente di valutare l'effettiva capacità di credito muovendo dalle strategie adottate dalla banca e dagli obiettivi di redditività da perseguire. In quest'ottica il Comitato di Basilea ha concesso la facoltà, ad ogni intermediario finanziario, di costruirsi il proprio sistema di rating incentivandolo di conseguenza, mentre diffiderebbe dalle agenzie esterne di rating perché grazie al sistema interno le banche continuano a svolgere una delle loro principali funzioni. Sulla base di tale sistema, gli enti creditizi saranno in grado di definire la propria politica di *pricing* nella concessione di fidi.

Inoltre, la regolamentazione di Basilea 2, non solo ha modificato formalmente le modalità concrete di prevenzione e di riduzione del rischio assunto dalle banche, ma ha anche dispiegato i suoi effetti principalmente sull'implicita idea di fondo di voler un profondo rinnovamento nella relazione tra banca ed azienda. Il focus sui valori di "cooperazione, trasparenza, chiarezza, completezza di informazione reciproca da parte di entrambi i soggetti coinvolti", "significa, concretamente, organizzare la controparte all'interno dei propri confini, considerarlo parte di sé, attivando una relazione paritaria, simmetrica, trasparente, corretta e chiara"¹⁹⁷. Si noti che ciò implica un radicale ripensamento del modo di porsi di entrambi i soggetti nei confronti della controparte.

Da parte delle banche, si tratta di minimizzare l'opacità informativa sui metodi di valutazione del merito di credito e di sviluppare i modelli di rating interni valorizzando tutte le informazioni, quali e quantitative, a sua disposizione al fine non solamente di ridurre le corrispondenti richieste patrimoniali ma soprattutto di essere in grado d'offrire alle imprese un prezzo e delle condizioni di finanziamento effettivamente strutturate su misura, senza perdere terreno in termini competitivi.

Alle imprese viene invece richiesto di ripensare interamente il ruolo assegnato alla funzione finanziaria specialmente nei suoi risvolti di pianificazione prospettica in ottica strategica e finanziaria. Solo grazie ad una maggiore conoscenza dei propri obiettivi, dei propri punti di forza e debolezza e delle proprie prospettive reddituali e finanziarie l'azienda può recuperare rispetto agli elementi sfavorevoli della nuova impostazione normativa. Concretamente si tratta di rivedere il processo comunicativo nei confronti degli intermediari finanziari, senza pretendere di ottenere il credito a fronte di una vaga strategia ancora in fase di teorizzazione, quanto piuttosto correlarne la

¹⁹⁶ MAIOLO S., *La valutazione del merito di credito per le PMI: due metodologie a confronto*, in *Rivista Bancaria*, Minerva Bancaria, fasc. n. 4/5, anno LIX, 2003, pagg. 45-64.

¹⁹⁷ VINCENZINI M., PORRETTA P., *Basilea 2: occasione storica per superare lo schema di "doppio legame" tra banche e PMI*, op. cit., pagg. 36 e ss.

presentazione con delle proiezioni complete non solo sotto il profilo contabile ma arricchite dal quadro informativo che permetta alla banca di monitorare tutte le relazioni con l'ambiente sia interno che esterno all'impresa.

Basilea 2 pone quindi l'accento su un rapporto banca – impresa basato un orizzonte temporale di lungo periodo, sulla conoscenza e fiducia reciproca degli operatori, abbandonando una visione miope focalizzata sugli interessi personali di ognuna delle due parti coinvolte, ma armonizzando gli sforzi affinché sistema bancario e tessuto imprenditoriale siano uno la forza dell'altro.

Infine, le banche dei paesi sviluppati devono affrontare le sfide derivanti dalla crisi economica e dal processo di ri-regolamentazione con la conseguenza che il management deve concentrarsi su obiettivi di capitale, rischio liquidità e redditività¹⁹⁸. Le linee guida per far fronte a tali confronti possono essere schematizzate come segue:

- business mix: le nuove regole circa i nuovi requisiti patrimoniali e di liquidità evidenziano diverse implicazioni per le diverse aree di operatività. Basilea 3 chiede alle banche di analizzare in modo minuzioso le specifiche reddituali di ogni singola area d'attività;
- asset-liability management: il nuovo accordo di Basilea 3 prevede un alto tasso di integrazione e coordinamento con riguardo alle scelte degli impieghi del capitale e della liquidità in quanto ogni decisione che si riferisca alle poste di bilancio attive e passive provoca, a causa dei requisiti patrimoniali e di liquidità, determinate conseguenze sul fabbisogno patrimoniale, sulla stessa liquidità e sul funding a medio-lungo termine;
- capital management: vi è la necessità di aumentare gli sforzi al fine di ricollocare il capitale in modo che questo sia adeguatamente remunerato;
- risk management: le banche dovrebbero implementare i propri sistemi di misurazione del rischio, e più in particolare, dovrebbero inserire queste misure nei processi decisionali.

¹⁹⁸ Secondo SIRONI A., *L'industria bancaria europea fra crisi economica e ri-regolamentazione: quali strategie per il futuro?*, in *Economia & Management*, fasc. n. 5, 2011, pagg. 3-8, tali obiettivi sebbene tra loro concatenati, sono anche apparentemente in conflitto perché se aumenta la redditività, aumenta anche il rischio che, a sua volta, comporta una crescita anche del patrimonio per i requisiti regolamentari.

CAPITOLO 3. Cenni sui metodi statistici di misurazione della probabilità d'insolvenza

3.1 Cenni generali e sintetici sullo sviluppo dei metodi di valutazione

In questo capitolo si affronteranno, senza alcuna presunzione di completezza, i principali modelli di previsione delle insolvenze. Il percorso in seguito illustrato si sviluppa a partire dalla comprensione delle cause dell'insolvenze per delinearne l'effettiva manifestazione secondo le principali dottrine, fino ad analizzare le influenze della normativa di Basilea in relazione alle modalità di tutela dal rischio di credito e di stima della probabilità di default. Anche in seguito a questo rinnovo nel focus della gestione bancaria i modelli di previsione d'insolvenza, a cui si farà solo un breve cenno, hanno subito uno slancio nelle loro applicazioni pratiche quali strumenti matematico – statistici a supporto delle decisioni di affidamento.

L'art. 5 della Legge Fallimentare afferma che “l'imprenditore che si trova in stato d'insolvenza è dichiarato fallito. Lo stato di insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esterni, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare le proprie obbligazioni”¹⁹⁹. Con la norma in esame viene individuata una condizione oggettiva dell'imprenditore che, come conseguenza, sfocia nell'impossibilità di onerare con i normali mezzi di pagamento le obbligazioni contratte²⁰⁰. Secondo una consolidata giurisprudenza²⁰¹, lo stato di insolvenza viene in essere quando un'impresa non è più in grado di adempiere ai propri obblighi. L'impossibilità di cui si parla non è un fatto soggettivo, bensì oggettivo perché riguarda la situazione patrimoniale e dunque non si tratta di un atto volontario del debitore²⁰². La dichiarazione di fallimento è indipendente

¹⁹⁹ Art. 5 R.D. del 16 marzo 1942, n. 267 e successive modificazioni.

²⁰⁰ Accanto al concetto di insolvenza, si trova quello di “crisi”, termine che identifica la sfera fallimentare, ma che tuttavia, ha una matrice aziendalistica perché indica una specifica ed oggettiva situazione d'impresa osservata dal punto di vista economico e del diritto d'impresa. Così, DI MARZIO F., *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Giuffrè editore, Milano, 2011, pag. 17.

Secondo NIGRO A., *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, in BESSONE M., *Trattato di diritto Privato*, Vol. XXV, Giappichelli Editore, Torino, 2012, pagg. 3-5, con il termine “crisi” si evidenzia un disvalore anche se non necessariamente porta con sé connotati negativi, ma si inserisce in un contesto aziendale dinamico che spesso crea l'occasione per la società per innovazioni, anche radicali, o mutamenti per adattarsi all'ambiente esterno.

²⁰¹ Vedi, tra le altre, Corte di Cassazione, Sez. I Civile, sent. 15 marzo 1994, n. 2470; Tribunale di Milano, 9 ottobre 1972; Corte di Cassazione, Sez. I Civile, sent. 19 luglio 2000, n. 9464.

²⁰² Il presupposto dell'oggettività deve essere ben evidenziato perché l'inadempimento regolare è un indice molto semplice da individuare. Non è indice di insolvenza il singolo caso di obbligazione non onerata con mezzi normali.

dall'eventuale colpa dell'imprenditore che si trova in uno stato di crisi irreversibile²⁰³ a causa di fattori esterni legati all'ambiente ed a cause interne che sono dovute, ad esempio, a scelte sbagliate del management. Quando un'impresa diventa insolvente, l'intero complesso dell'organismo aziendale viene stravolto di talché qualsiasi tentativo di risanare il mal funzionamento del sistema diventa tardivo, ovvero vi sono scarse probabilità di riuscire a correggere l'oramai compromesso andamento aziendale. La mancata capacità per l'imprenditore di far fronte regolarmente alle proprie scadenze, diventa per l'ordinamento giuridico italiano il presupposto per l'inizio di una procedura concorsuale: è un dato adeguatamente volto a segnalare il pericolo per la *par condicio creditorum*²⁰⁴, e viene dato, dal mercato finanziario, un giudizio negativo circa la solvibilità anche, e soprattutto, nel lungo periodo.

Finanziariamente, lo stato di insolvenza emerge qualora una società si trovi in condizioni di illiquidità e nell'incapacità di ottenere il credito necessario per onorare le obbligazioni contratte. In quest'ottica, l'ente creditizio, il gruppo al quale l'azienda eventualmente appartiene, i clienti e i fornitori con maggiore potere contrattuale, possono evidenziare e far risaltare lo stato di crisi.

Il processo di insolvenza termina con la dichiarazione di fallimento, strumento attraverso il quale l'impresa subisce le conseguenze di uno stato di crisi irreversibile e viene posta nelle condizioni di seguire le linee guida al fine di tutelare gli interessi dei terzi.

Le ragioni che conducono all'insolvenza economica e finanziaria insistono nel rapporto temporale che interessano le cause e la manifestazione dell'insolvenza e nel grado di prevedibilità delle stesse cause²⁰⁵. Accanto alla cause interne che posso portare al dissesto, si trovano le cause ester-

La stessa presenza di un bilancio che chiuda in perdita per un singolo periodo d'imposta non significa che l'impresa rischi il fallimento. Il regolare adempimento deve essere monitorato lungo tutta la durata della vita aziendale in quanto le prospettive future dell'impresa potrebbero anche essere positive. Permettere ai terzi, compreso il tribunale, di effettuare continui screening sulla situazione patrimoniale dell'impresa, potrebbe indurre l'imprenditore in semplice difficoltà a sentirsi minacciato ed ad agire in modo convulso con l'unico risultato di peggiorare la situazione fino, magari, a giungere alla crisi vera e propria.

²⁰³ Il concetto di irreversibilità risiede nel fatto che il semplice squilibrio patrimoniale non è causa d'insolvenza. Perché vi sia la decozione è necessario che l'impossibilità per l'imprenditore di far fronte alle proprie obbligazioni con i normali mezzi di pagamento, sia duratura nel tempo e che la manifestazione dell'insolvenza si sia già esteriorizzata.

²⁰⁴ In tal senso, vedi STANGHELLINI L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, Milano, 2007, pag. 125.

²⁰⁵ Secondo quanto ritenuto da ROSSI C., *Indicatori di bilancio, modelli di classificazione e previsione delle insolvenze aziendali*, Istituto universitario di Bergamo Dipartimento di Economia Aziendale, Giuffrè, Milano, 1988, pagg. 5-6, le inefficienze strutturali del management sono uno dei principali motivi del dissesto: una direzione rigida tende a limitare la capacità dell'impresa di adeguarsi ai cambiamenti che inevitabilmente interessano il settore d'attività e di reperire in modo corretto i dati necessari per il perseguimento di un buon funzionamento. Un management focalizzato solo su alcune discipline è un altro chiaro indice di una cattiva gestione; questo può dipendere da una forte demotivazione o da una scarsa professionalità ed attitudine alle attività dell'impresa. Un manager motivato e con una buona qualifica professionale determina un valore aggiunto per l'azienda perché pone tutti gli organi aziendali nelle condizioni di svolgere i propri compiti tenendo ben fermi gli obiettivi di crescita e maturità. Viceversa una posizione di potere del management potrebbe introdurre nell'organico aziendale persone controllabili ma che difficilmen-

ne legate ai cambiamenti ambientali: un sistema aziendale inefficiente tende ad aumentare notevolmente la probabilità di insolvenza. Un management antiquato e non preposto alla rispondenza degli stimoli esterni è, infatti, maggiormente esposto al rischio di insolvenza. I mutamenti ambientali che in misura più forte possono determinare il dissesto di un'impresa incidono soprattutto sulle condizioni di vita e di sviluppo delle stesse imprese ed insistono nelle variazioni qualitative, economiche e spaziali dei processi produttivi. Un alto grado di innovazione tecnologica può far uscire dal mercato le imprese incapaci di adeguarsi ai cambiamenti. Infine, altre cause di insolvenza sono identificabili negli errori gestionali del gruppo dirigente che potrebbero rivelarsi fatali per le imprese:

- un incremento troppo repentino ed esagerato del fatturato che comporta l'aumento dei prestiti bancari, ma non anche del tasso di liquidità, del capitale proprio e del profitto, porrebbe l'impresa, in breve tempo, a trovarsi nell'incapacità di ripagare gli oneri finanziari ed i fornitori;
- il raggiungimento di un progetto troppo ambizioso che non sia in grado di coprire il fabbisogno in caso di fallimento;
- un grado di indebitamento bancario troppo elevato, in presenza di un gruppo di finanziatori ristretto e di un'alta proporzione di mezzi di terzi, determina l'insolvenza finanziaria ed, a volte, giuridica in quanto si diminuisce eccessivamente la possibilità di ulteriori fonti di finanziamento.

Le cause che portano al dissesto sono concatenate tra loro secondo il nesso causa-effetto in un processo a spirale cosicché diventa quasi impossibile trovare con precisione la causa scatenante il processo di crisi. Tanto le cause collegate ai cambiamenti dell'ambiente esterno, ai quali l'impresa potrebbe far fatica ad adattarsi, quanto quelle che determinano errori di strategia e di gestione nel sistema aziendale, da sole difficilmente possono essere le determinanti della crisi, in quanto un fattore di crisi non significa necessariamente anche causa stessa della crisi. Probabilmente gli effetti dei cambiamenti dei fattori, si rifletteranno sul bilancio d'esercizio, ma esso, da solo, non

te saranno indirizzate a tutelare il benessere societario. Anche il sistema informativo gioca un ruolo importante nella gestione aziendale perché se questo non funziona e se le informazioni che servono al manager nelle scelte imprenditoriali non sono chiare e non permettono il monitoraggio della situazione di redditività e di equilibrio finanziario all'interno delle singole aree di operatività, il rischio di giungere all'insolvenza potrebbe manifestarsi in misura maggiore: controllo budgetario, contabilità dei costi e pianificazione dei flussi di cassa sono molto importanti per il manager perché mediante le informazioni ricavate dagli stessi, è in grado di monitorare il funzionamento dell'impresa e di tenere sotto controllo tutti i processi necessari alla ricezione dei segnali dei cambiamenti in corso.

sempre è un indizio della crisi. È quindi necessario che l'analisi si svolga tenendo ben presente tutte le variabili e tutti i profili ed i segnali di dare evidenza a queste alterazioni²⁰⁶.

Prima di addentrarci in quali potrebbero essere i modelli di previsione delle insolvenze atti a prevedere le condizioni di salute dell'impresa nel medio-lungo periodo, è opportuno dare la definizione di insolvenza secondo l'Accordo di Basilea 2: in quest'ottica, il concetto di insolvenza può essere visto secondo due prospettive diverse: una che può essere allineata con la tradizionale definizione di "insolvenza", e una più orientata verso il concetto di mero "inadempimento". Secondo la Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, il concetto di default fa riferimento alle sofferenze, agli incagli, ai crediti scaduti e/o sconfinanti ed ai crediti ristrutturati²⁰⁷. Nel concetto di Basilea 2, invece, viene ricompreso anche il mero ritardo di pagamento: in questo modo viene fornita una definizione dai connotati oggettivi perché è più semplice osservare i singoli pagamenti omessi, al posto di dare delle valutazioni sulla struttura insolvente del debitore da parte delle banche di paesi diversi. D'altro canto una definizione così allargata, fa in modo che anche la probabilità di default aumenti; ma se è vero che si alzano i tassi di default rispetto a quelli di sofferenza, altrettanto non lo si può dire per le perdite in caso default (*loss given default*) che si abbassano rispetto a quelle in caso di sofferenza, in quanto i debitori potrebbero essere semplicemente inadempienti e quindi permetteranno alti tassi di recupero sui crediti in default. Dal punto di vista aziendale, una definizione in tal senso comporta l'esigenza di prestare molta attenzione alle condizioni di liquidità dell'impresa. Si può prendere ad esempio una determinata classe di rating (BBB): il tasso di default può essere calcolato come il "rapporto tra il numero dei soggetti retati BBB al 1° gennaio di un dato anno che sono andati in default nell'anno e il numero di soggetti BBB al 1° gennaio di quell'anno"²⁰⁸:

$$\text{Dr } \frac{\text{BBB}}{200X} = \frac{\text{numero dei default BBB}}{\text{debitori BBB } 200X}$$

²⁰⁶ ECCHIA S., *Il rischio di credito. Metodologie avanzate di previsione delle insolvenze*, Giappichelli Editore, Torino, 1996, pagg. 124-140.

²⁰⁷ BANCA D'ITALIA, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Secondo BRUNELLA B., *I prestiti*, in MOTTURA P., PACI S., *Banca economia e gestione*, Egea, Milano, 2009, pag. 155, con il termine "partite incagliate" si "intendono le esposizioni nei confronti di soggetti in temporanea situazione di obiettiva difficoltà, che possa essere prevedibilmente superata in un congruo periodo di tempo. Sono invece definite *sofferenze* i crediti al valore nominale nei confronti di soggetti in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili.

Il ritardo del debitore oltre i 180 giorni per i crediti al dettaglio e la soglia di rilevanza pari al 5% dell'esposizione sono fattori che indicano i crediti scaduti e/o sconfinanti.

²⁰⁸ DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca - impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, op. cit., pag. 57.

La *loss given default* rappresenta invece la perdita che il creditore deve sopportare quando si verifica il default stesso anche in considerazione della mancata possibilità di recuperare in toto o in parte il credito, giudiziarmente o in via stragiudiziale. Qui si tratta delle singole linee di credito e non del debitore in quanto tale, come invece è per il tasso di default. Per ognuna di esse occorre osservare:

- ammontare dei valori recuperati (V_r);
- spese sostenute (S_s);
- i tempi in cui i valori sono disponibili e le spese sostenute (t);
- valore finanziario del tempo (i);
- esposizione al momento del default (EAD).

La formula della perdita di default è data dalla seguente relazione:

$$LGD = 1 - \frac{\sum_{i=1}^n V_{r_i} / (1+i)^t - \sum_{i=1}^n S_{s_i} / (1+i)^t}{EAD}$$

Secondo l'impostazione di Basilea 2, come sopra detto, la LGD è più bassa perché deve bilanciare il valore dei tassi di default rispetto ai tassi di sofferenza.

Nel processo di selezione del rating da dare alle PMI²⁰⁹, è diventata molto importante la tecnica di *credit scoring*, soprattutto in seguito all'Accordo sui requisiti del capitale di Basilea 2, che richiedono una disponibilità di osservazioni storiche molto ampia. I modelli di previsione delle insolvenze sono molto importanti per la valutazione del merito di credito.

Un modello di rating a base statistica viene definito "in forma ridotta" in quanto non va ad indicare le ragioni del default, ma osserva la somiglianza della situazione di un'impresa da valutare con quelle simili entrate in crisi nel passato. Il modello riflette la seguente formula²¹⁰:

²⁰⁹ Fino a quando una PMI non rientra nei segmenti "speciali", vi è una forte probabilità che le venga assegnato un rating su base statistica: per determinare lo *score* delle imprese più piccole si usano determinanti quali il bilancio e i rapporti tra l'impresa e il sistema bancario.

²¹⁰ La formula ricalca l'originario lavoro di Altman del 1968 di cui si dirà in seguito. In questa sede: X_1 indica il rapporto capitale circolante e attività totali;

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$$

in cui Z è lo score, ovvero il punteggio che si ottiene e che viene attribuito al debitore in funzione ai cinque valori che assumono le variabili specifiche. Se si confronta il valore Z dell'impresa da valutare con un valore Z di rottura scelto si può condurre un'analisi sullo stato di salute dell'azienda andando a verificare se è più o meno vicina alla soglia di default. Se lo *score* è superiore a quello del valore prescelto, l'impresa dovrà essere affidata. Ovviamente, i modelli non sono perfetti ed è per questo che vengono applicati a dati storici per vedere quanto si sono avvicinati o allontanati dalla reale condizione dell'impresa; dunque, si possono verificare le seguenti ipotesi che conducono a quattro diversi risultati:

- a. può succedere che lo Z assegnato all'impresa da valutare è tale che essa venga etichettata come destinata al default e la stessa può in effetti andare in crisi oppure godere di un buon funzionamento;
- b. viceversa, può accadere che lo Z assegnato decreti un'impresa come in bonis ed essa può essere in effetti in buone condizioni ovvero può essere andata in default.

Quanto più si riesce ad evitare di sbagliare il risultato dello *score*, tanto più il modello risulta migliore: diventa quindi fondamentale la corretta individuazione del processo di stima e dell'assegnazione dei pesi e degli indicatori da affidare al modello in modo da ridurre al minimo gli errori. Quindi, se i livelli di *score* sono molto elevati, le imprese avranno una qualità maggiore e si faticerà a trovare imprese in bonis mescolate a quelle in default. Se aumenta lo *score*, diminuisce il tasso di default osservato sul campionamento.

I modelli di previsione delle insolvenze fondano la loro logica previsionale sulle relazioni statistiche di *ratios* e con essi si tenta di offrire informazioni maggiori rispetto alla tradizionale analisi di bilancio. Tuttavia le cause della crisi e i segnali d'allarme della stessa sono fuorvianti per l'analista se non è in grado di integrarle con analisi più specifiche e più ampie; esse però non devono mai essere sostituite dai modelli perché altrimenti si altererebbe la valutazione del merito di credito, giungendo ad una valutazione eccessivamente automatizzata.

I modelli statistici di previsione del rischio di fallimento si basano sul concetto di disporre un determinato elemento nel suo insieme di appartenenza data una popolazione di riferimento ripartita in due classi distinte in relazione al grado di insolvenza. Tale operazione non viene svolta pren-

X_2 indica il rapporto profitti non distribuiti e attività totali;
 X_3 indica il rapporto reddito al lordo degli interessi passivi e delle imposte e attività totali;
 X_4 indica il rapporto valore di mercato delle azioni e valore contabile delle passività;
 X_5 indica il rapporto vendite e attività totali.

dendo in considerazione i reali elementi distintivi dell'elemento ma facendo esclusivamente ricorso alle informazioni ad esso riconducibili. Ovvero, tali metodologie statistiche, permettono di distinguere, all'interno di un campione di imprese equamente distinto tra società fallite e sane, in quale dei due gruppi l'azienda in analisi può essere classificata basandosi solamente su alcune sue caratteristiche – variabili discriminanti.

L'obiettivo di queste strutture previsionali consta nel dare visibilità ai primi segnali indicatori della probabile insolvenza futura. La differenza rispetto alla tradizionale analisi svolta da un soggetto tramite valutazioni di tipo *judgmental*, oltre che nella soggettività dell'individuazione o meno di tali primi sintomi, risiede proprio nella debolezza della loro manifestazione. Si possono pertanto individuare i punti di forza di tali metodologie sotto tre profili: anticipazione di segnali minimi di disequilibrio, velocità d'analisi e margini d'errore molto contenuti.

La prima concreta applicazione di questa logica di classificazione statistica si deve a Fisher²¹¹. Questa teoria, che prende il nome di analisi discriminante lineare, appartiene alla macroclasse delle procedure multivariate ed è tutt'ora uno dei principali schemi utilizzati. L'analisi discriminante lineare ha come obiettivo principale quello di raggruppare, in predeterminate classi divergenti l'una dalle altre, i diversi soggetti. A tal proposito è quindi condizione fondamentale di partenza che i dati di riferimento siano già suddivisi in classi divise in base al grado di insolvenza. L'applicazione di questo modello si svolge in diversi passaggi:

- si considera una popolazione di riferimento per la quale si conoscono le posizioni nelle diverse classi di insolvenza di ciascun individuo,
- vengono individuate, per ogni soggetto, le peculiarità distintive per l'attribuzione alle varie classi di riferimento,
- si realizza la funzione discriminante di queste specificità al fine di individuare il gruppo di appartenenza. Questa relazione, infatti, è in grado di ridurre la percentuale di errore massimizzando le diversità tra i gruppi e rendendo meno evidenti quelle tra un gruppo e l'altro. In questo modo è possibile ripartire ogni soggetto, anche non facente parte del campione iniziale, essendo note le sue peculiarità distintive.

²¹¹ FISHER R.A., *The use of multiple measurements in taxonomic problems*, Annals of Eugenics, vol. 7, 1936, pagg 179-188. L'autore, nel 1936, se ne servì in campo botanico per identificare, a partire dalla sola dimensione, due distinte tipologie di fiore appartenenti entrambe alla famiglia degli iris. Il modello di Fisher viene considerato da molti come lo sviluppo dell'approccio univariato che analizzeremo più avanti.

Nel caso dell'insolvenza di un'impresa, la numerosità di queste relazioni matematiche corrisponde ad una sola funzione discriminante²¹². Un'ulteriore analisi del modello ci consente di determinare, qualora prendessimo in considerazione un soggetto (quindi un'impresa) non facente parte del campione originale, la probabilità che questo si discosti dalla media delle aziende insolventi su cui è basato il modello. In questo modo si attua una verifica comparativa rispetto al benchmark - l'universo di imprese insolventi presenti nel campione di riferimento, che ci consente di confrontare e quantificare la qualità creditizia della nuova impresa. Qualora si volesse ordinare una serie di elementi in due gruppi, la formula:

$$Z = C_1 X_1 + C_2 X_2 + \dots + C_n X_n$$

ne indica la relazione tra Z, punteggio discriminante, e X_i , caratteristiche di base delle diverse imprese, ponderate per i coefficienti C_i .

La situazione più sfavorevole di risoluzione di questo modello è quella che corrisponde alla perfetta coincidenza delle due concentrazioni. Essa, infatti, corrisponde alla totale inutilità delle caratteristiche di base di ciascun soggetto preso in considerazione al fine di catalogare le diverse imprese. Viceversa un margine di errore minimo, è il conseguimento di due concentrazioni completamente distanti tra loro.

È importante analizzare la gamma di errori in cui si può incorrere:

- errore del I° tipo, giudicare non in default un'impresa insolvente. Questo comporta l'erogazione di credito ad una azienda in stato di decozione, quindi, alla derivante privazione del capitale e degli interessi. Da ciò si evince che questa è la tipologia più grave di errore.

- errore del II° tipo, ritenere in default un'impresa sana. Questo implica una privazione di profitto che si sarebbe raggiunto concedendo il credito ad un'impresa non in default.

Per questo motivo il valore soglia è, come molto spesso accade, ampliato al fine di ridurre la probabilità di errore del I° tipo a discapito dell'altro. Tale scelta però potrebbe essere anche influenzata da un'altro fattore, cioè dal desiderio che il costo di ciascun errore si eguagli:

$$P_{I^\circ} * C_{I^\circ} = P_{II^\circ} * C_{II^\circ}$$

(con P_{I° e P_{II° = probabilità di errore del primo e del secondo tipo)

C_{I° e C_{II° = media dei costi relativi agli errori del primo e del secondo tipo)

²¹² La quantità delle funzioni tiene conto del numero di gruppi (k) e corrisponde a (k-1) funzioni discriminanti per quella popolazione.

Qualora il costo medio relativo agli errori del primo tipo sia maggiore di quelli relativi agli errori del secondo tipo ($C_{I^o} > C_{II^o}$), bisognerà stabilire il valore soglia tenendo conto che la probabilità dell'errore di primo tipo sia minore di quella del secondo tipo ($P_{I^o} < P_{II^o}$).

Si deve quindi a Fisher l'esordio, in campo economico, dell'adozione delle tecniche statistiche per la suddivisione dei prestiti soddisfacenti o meno. Questo lavoro non è che l'inizio del filone relativo all'applicazione dei metodi statistici nella classificazione dei prestiti e nella previsione del loro buon fine.

In quei difficili anni di crisi economico, politica e non solo, dovuti al dilagare degli effetti della seconda guerra mondiale, si avvertiva un forte impulso nella ricerca economica-statistica. Tale passo in avanti è stato necessario per sopperire al sempre più esiguo numero di soggetti a cui veniva delegata la responsabilità di decisione in relazione alla concessione dell'affidamento. Alcuni provvedimenti si sono resi necessari per fronteggiare la sempre più crescente domanda di analisti specializzati nel seguire queste nuove procedure d'analisi imposte dall'alto tramite direttive, così da snellire i tempi di risposta alle richieste di finanziamento. Pertanto, è possibile affermare che è proprio nell'ambito del credito al consumo che si sono affermati gli originari modelli di previsione del rischio di fallimento conseguendo così una maggior accuratezza delle previsioni e l'ampliamento del mercato.

E' importante sottolineare anche la ricerca di Beaver del 1966²¹³. Egli ha preso come riferimento l'approccio univariato che considera diversi indici, senza combinarli tra loro ma, semplicemente analizzando quelli che meglio rappresentano la situazione aziendale. Nella sua ricerca sono state esaminate 158 imprese²¹⁴ al fine di analizzarne l'attitudine di previsione. Ne ha studiato un ristretto numero di indici e ne ha calcolato le distribuzioni per ognuno dei due campioni di riferimento. In questo modo è riuscito a trovare la linea di demarcazione tra le due tipologie di imprese. L'indice che meglio rappresentava la florida situazione aziendale era il rapporto Cash Flow²¹⁵/Debiti totali. I risultati erano chiari: grazie ai suoi studi, egli è riuscito ad identificare le imprese nell'anno antecedente la dichiarazione d'insolvenza, con una precisione dell'87% ma tale perfezionismo diminuiva significativamente al 78% se si considerava un intervallo temporale antecedente l'insol-

²¹³ BEAVER W. H., *Financial ratios as predictors of failure*, in Journal of accounting research, vol.4 Empirical research in accounting, 1966, pagg. 71-127; ROSSI C., *Indicatori di bilancio, modelli di classificazione e previsione delle insolvenze aziendali*, Giuffrè editore, Milano, 1988, pagg. 55 e ss..

²¹⁴ Il campione di riferimento comprendeva 79 aziende sane ed un'altrettante numero di imprese anomale. Con quest'ultimo termine Beaver considerava le aziende fallite, quelle in cui l'insolvenza si era già manifestata e quelle invece in cui i primi segnali di illiquidità si manifestavano attraverso scoperti di conto corrente e morosità nei pagamenti dei dividendi ai possessori di azioni privilegiate.

²¹⁵ Anziché la classica definizione oggi utilizzata per il Cash Flow, Beaver considerava solamente utile netto e costi monetari.

venza di cinque anni. Beaver ha individuato gli indici legati alla liquidità e al circolante come quelli con più bassa capacità di interpretazione mentre gli indici riferiti alla struttura finanziaria e quelli legati alla capacità di rinnovare i flussi di cassa come quelli previsionali più precisi.

Degli studi di Beaver si apprezza soprattutto il rigore scientifico e l'approfondimento dell'analisi, pur inficiata dall'“impossibilità di considerare l'interdipendenza esistente tra i diversi indici di riferimento”²¹⁶. La debolezza di tale teoria risiede nel fatto che gli indici venivano presi distintamente e non combinandoli tra loro per ottenere un'unica misura quantitativa tale da esplicitare la situazione di salute dell'azienda come invece si vede nei modelli multivariati.

Era il 1968, quando Altman E. I. pubblicò il suo lavoro sulla previsione del rischio di insolvenza delle imprese tramite l'utilizzo dei metodi statistici. Questa tesi ha preso il nome di modello Z-score. Il modello di previsione dell'insolvenza pubblicato da Altman²¹⁷ si sviluppa attraverso l'applicazione dell'analisi discriminante lineare a due, ugualmente numerosi, universi di imprese sane o in fallimento. Questo modello si prefigge l'obiettivo di individuare, tramite l'ausilio di 5 indicatori economico – finanziari, a quale gruppo d'impresе appartenga ogni società analizzata. I dati necessari per la sua applicazione sono estremamente esigui e facilmente reperibili dagli schemi di bilancio. Nonostante l'esiguo *range* di informazioni di partenza questo modello si distingue per i suoi elevati livelli di affidabilità dei risultati, nonostante non possa definirsi a tutti gli effetti un modello atto specificamente ad effettuare delle previsioni. Difatti la sua strutturazione esprime solo la certezza in merito alla similitudine dell'azienda considerata con uno dei due campioni della popolazione di riferimento. Il modello tuttavia, si limita ad individuare alcuni indicatori con un simile andamento nel caso di crisi o meno, si può quindi affermarne l'utilità nell'ambito di un accostamento tra diverse imprese, più che una vera e propria abilità di prevedere l'insolvenza.

Questo modello è stato strutturato su un campione formato da quasi 70 aziende operative nel settore manifatturiero. Nella popolazione di riferimento metà degli elementi era stata dichiarata fallita nel ventennio successivo al 1945. Per la stima della probabilità d'insolvenza di queste società quotate Altman ha utilizzato la seguente formula:

$$Z = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

²¹⁶ CORONELLA S., *Potenzialità e limiti dei modelli predittivi delle crisi aziendali*, in *Contabilità finanza e controllo*, fasc. n. 1, 2011, pag. 37.

²¹⁷ ALTMAN E. I., *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, in *Journal of Finance*, vol. 23, fasc. n. 4, 1968, pagg. 589-609. , SOTTORIVA C., *Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali*, Giuffrè editore, Milano, 2012, pagg. 202-208.

Le ipotesi di base di tale modello prevedono un andamento delle 5 variabili discriminanti individuate assimilabile a quello di una distribuzione normale multivariata; inoltre si presume che entrambi gli universi di imprese ricompresi nel campione abbiano uguali matrici varianze-covarianze.

L'importanza di questo modello risiede tanto nella semplicità di computo quanto nella rilevanza degli indicatori prescelti quali variabili discriminanti nell'effettivo ruolo di distinzione dei due cluster di aziende. Le variabili maggiormente espressive secondo Altman abbracciano: il profilo di liquidità e di solidità della struttura patrimoniale, la redditività aziendale e l'efficienza nella gestione dell'impresa. Si noti che questi sono anche gli ambiti, che nei capitoli precedenti, sono stati riconosciuti quali elementi da monitorare al fine di valutare la sostenibilità di un finanziamento.

La prima variabile (X_1) riguarda la liquidità aziendale e viene misurata attraverso il rapporto tra capitale circolante e totale attività, la variabile (X_2) è invece costituita dalle grandezze riserve da utili sull'attivo totale. Tale indicatore rappresenta sia la redditività aziendale, sia la capacità di autofinanziamento, ed indirettamente il grado di utilizzo della leva finanziaria. (X_3) riguarda gli utili non distribuiti sul totale delle attività. Mentre il rapporto tra il valore di mercato delle azioni e l'importo dei debiti complessivi (X_4) va a monitorare nelle società quotate il margine di riduzione del valore dell'attivo rispetto all'entità dei debiti insiti nel passivo patrimoniale ponendosi quindi quale indicatore privilegiato nell'individuazione dell'insolvenza, la variabile (X_5) costruita dai ricavi generati dalle vendite rapportati al totale attivo e considerata nell'ottica d'insieme, svolge l'apporto maggiormente predittivo, risultando indispensabile nella verifica di validità ed efficacia della teoria.

L'elevata capacità previsionale di quest'analisi discriminante tramite indici di bilancio è valida solo considerando 12 mesi quale orizzonte temporale. Oltre un anno la capacità predittiva del modello scende dal 95% all'82%, in quanto, procedendo a ritroso nel tempo si indeboliscono i segnali della crisi. Nello specifico Altman definisce "*grey area*" l'intervallo compreso tra le medie dei due gruppi di imprese fallite e sane, riferendosi al fatto che qualora lo Z-score risultasse compreso tra i due valori appena designati, la classificazione diviene complicata. Nella formulazione del 1968 quest'area di non riconoscibilità era ricompresa tra i valori 1,81 e 2,99. Per importi di Z superiori a 2,99 si può definire l'impresa sana, mentre al di sotto di 1,81 vi è un'alta probabilità di fallimento per l'azienda entro i successivi 12 mesi.

Le critiche a questa tesi di Altman si basano nell'incapacità di previsione per tutte le aziende che presentano uno Z-score ricompreso all'interno della "*grey area*" e alla perdita di efficacia in orizzonti temporali più dilatati. Ciò nonostante tale modello gode di rilievo privilegiato, rispetto alle

altre modalità di calcolo proposte per la stima statistica della previsione d'insolvenza, in quanto lo stesso autore ha avuto cura, fin dall'inizio di continuare il suo studio, attraverso l'aggiornamento delle variabili considerate e dei coefficienti di ponderazione, adattandoli anche alla valutazione di imprese operative in specifici settori. Inoltre, la semplice formulazione ne permette l'utilizzo anche da parte di operatori privi di approfondite conoscenze in relazione alla costruzione di tali modelli di previsione ed alla gestione del rischio di insolvenza. Questo fattore è, di per sé, una caratteristica fondamentale per il suo utilizzo capillare non solo nelle banche ma anche in sede di valutazione di un'azienda.

Tra le diverse modifiche ed adeguamenti apportati alla struttura originale, rispettando il focus di quest'elaborato, si evidenziano le modifiche relative alla valutazione di imprese non quotate e l'adattamento alle imprese di tipo industriale per il quale viene esclusa completamente dal calcolo la quinta variabile.

Successivamente, nel 1993²¹⁸, il modello viene specificato sulla base della seguente formulazione per analizzare le società che non hanno scelto di ricorrere ai mercati quotati per il loro finanziamento:

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$$

Come si può notare la struttura del modello rimane invariata, le novità sono limitate ai coefficienti e alla variabile X_4 calcolata abbandonando l'ottica dei valori di mercato del capitale sociale azionario, in conseguenza della mancanza di quotazione, con i valori contabili del Patrimonio Netto. In questa enunciazione il punto di cut off tra i due cluster di aziende rimane invariato ad uno Z-score pari a 2,67, tuttavia l'area di difficile catalogazione rientra tra i valori di 1,23 e 2,90.

Tornando indietro nel tempo, all'evoluzione storica che stiamo analizzando, durante la seconda metà degli anni '70 si è verificato un conseguente rafforzamento dei modelli di previsione del rischio con l'accettazione degli *Equal Credit Opportunity Acts* negli USA. Queste leggi sostenevano l'impossibilità di astenersi dal concedere credito ad un soggetto per motivi divergenti da quelli statistici, sottolineando l'importanza della non discriminazione di razza, credo religioso o di altri connotati. Negli anni '80 le probabilità di insolvenza si sono diffuse alle questioni riguardanti i

²¹⁸ ALTMAN E. I., *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, 2nd ed., John Wiley, New York, 1993. ALTMAN E. I., DANNOVI A., FALINI A., *La previsione dell'insolvenza: l'applicazione dello Z score alle imprese in amministrazione straordinaria*, in *Bancaria*, fasc. 4, 2013, pagg 24-37 in cui lo stesso autore rivede il modello per un'applicazione alle imprese manifatturiere italiane in cui ex art. 27 D.Lgs 270/1999 vi siano "concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività aziendali". Per tale popolazione risulta maggiormente efficace il modello Z" score elaborato in origine per i paesi in via di sviluppo. Tuttavia un'adeguata inclusione del modello di tutte le specificità del contesto imprenditoriale italiano si auspica una nuova ed apposita rielaborazione di parametri e coefficienti.

prestiti personali e, successivamente verso la fine del secolo, anche ai mutui ipotecari e all'erogazione di credito alle SMEs. Nel corso di questo decennio in dottrina si sono sviluppati alcuni contributi focalizzati sull'aspetto teorico della previsione dell'insolvenza, piuttosto che sull'analisi empirica. La probabilità d'insolvenza in queste teorie viene calcolata partendo dall'assioma che si può definire insolvente un'impresa il cui valore di liquidazione è inferiore all'ammontare dei debiti, ovvero secondo Wilcox se in un arco temporale indefinito si azzerà il valore determinato dal capitale sociale e dalle sue variazioni. Nella formulazione di Scott si considerano invece anche gli effetti di investimenti e finanziamento azionario. Il driver per determinare la probabilità l'insolvenza dell'impresa è, pertanto, la soddisfazione per l'azionista²¹⁹.

Un altro filone di studi riguarda l'utilizzo, non più delle combinazioni lineari per discriminare due cluster di imprese, ma il modello di regressione²²⁰. La versione maggiormente utilizzata è il *Linear Probabilistic Model*, in cui sia le variabili che i relativi pesi vengono scoperti tramite la regressione lineare.

Il procedimento d'analisi attraverso questo modello si scompone in quattro fasi. La prima di esse riguarda la selezione delle imprese che entreranno nel campione di riferimento. Si distinguono come ($Y_i=1$) le imprese insolventi, mentre come ($Y_i=0$) quelle sane, prestando particolare attenzione alla numerosità campionaria delle imprese insolventi. Più saranno selezionate imprese in dissesto e maggiormente significativo sarà il risultato ottenuto dal modello. Partendo dalle imprese disponibili si delineano le variabili casuali, ovvero gli indicatori economico – finanziari, che maggiormente rappresentano le caratteristiche essenziali dell'andamento delle imprese in precedenza selezionate. La terza fase riguarda la definizione dei coefficienti di ponderazione delle variabili indipendenti (X_{ij} , ovvero gli indici identificati nella fase precedente) attraverso i quali si calcolerà la variabile binaria Y . Tale variabile può assumere valore nullo nel caso di ($Y_i=0$) impresa sana, mentre avrà invece valore unitario se l'impresa è in default ($Y_i=1$). Nell'ultima fase si calcola la probabilità d'insolvenza attraverso il seguente modello:

$$Y_i = F(\alpha + \beta X) = \sum_{j=1}^n \beta_j X_{ij} + \varepsilon_i$$

²¹⁹ ROSSI C., *Indicatori di bilancio, modelli di classificazione e previsione delle insolvenze aziendali*, Giuffrè editore, Milano, 1988, pagg. 31-34; CORONELLA S., *Potenzialità e limiti dei modelli predittivi delle crisi aziendali*, in *Contabilità finanza e controllo*, fasc. n. 1, 2011, pag. 32 questi modelli teorici dell'insolvenza “sono particolarmente sensibili alla valutazione preventiva dei parametri scelti come riferimento. Inoltre non consentono di prevedere con anticipo i sintomi della crisi, ma solo la fase terminale del processo, rappresentata dalla situazione di illiquidità che determina il fallimento”.

²²⁰ RESTI A., SIRONI A., *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Egea, Milano, 2008, pagg. 375 e ss..

Mentre α sta ad indicare il termine noto della retta di regressione, β_j misura l'incidenza del fattore j nell'individuare lo stato di insolvenza. Dopo aver costruito il modello per individuare lo stato d'insolvenza di una delle aziende ricomprese nel campione di riferimento, si andrà ad applicare la stessa formulazione per prevedere l'insolvenza in imprese estranee all'universo considerato.

Due sono le problematiche che si possono incontrare nell'applicazione di questo modello. La prima riguarda la natura eteroschedastica della propensione a co-variare da parte dei residui del modello, ottenendo stime distorte a causa dell'invalidità dell'ipotesi a base del modello di regressione lineare di omoschedasticità (ovvero di residui indipendenti rispetto alle variabili indipendenti). Altra problematica riguarda la possibilità che la probabilità d'insolvenza determinata attraverso il modello assuma valori esterni al range (0 ; 1), tale mancanza di garanzie in relazione all'intervallo di valori che tale stima può generare si può verificare sia prendendo in esame un'impresa interna al campione di riferimento, sia valutando un'impresa esterna.

A superamento delle difficoltà riscontrate in questo modello di regressione lineare si propongono i metodi logit / probit²²¹. La differenza di questi modelli rispetto al modello lineare di probabilità riguarda la forma delle distribuzioni della probabilità d'insolvenza, che si rifanno alle funzioni di densità di una distribuzione logistica nel primo caso, di una normale standardizzata nel modello probit.

Nei modelli di regressione, rispetto all'analisi discriminante non si considera un universo di imprese ripartito in due diversi stati (insolventi o sane), si ipotizza invece la presenza di un unico universo da cui si selezionano casualmente le diverse aziende, stimandone un tratto essenziale. Nello specifico la probabilità d'insolvenza, che assume la connotazione di una variabile latente continua, pur essendo rilevabile solo nelle sue manifestazioni estreme 0 ed 1.

Nell'analisi discriminante ci si pone l'obiettivo di classificare l'impresa, in base alle sue caratteristiche come appartenente ad uno dei due universi del campione; invece, attraverso i modelli di regressione ci si pone piuttosto nell'ottica di valutare l'impresa stessa ed il suo grado di salute. Ecco quindi che nel primo approccio le variabili svolgono un ruolo fondamentale nella formazione del giudizio sull'impresa e nella sua classificazione come elemento appartenente ad uno dei due cluster di imprese campionate, mentre nel modello di regressione l'individuazione delle variabili da utilizzare passa quasi in secondo piano.

²²¹ BARONTINI R., *La valutazione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze*, Il Mulino, Bologna, 2000, pagg. 36-38; TREVISAN S., *I modelli logit per lo studio della probabilità di default*, in *Analisi Finanziaria*, fasc. 66, 2007, pagg. 27-32, in particolare si sottolineano le problematiche relative alla fase di selezione delle variabili in quanto possibili cause di *overfitting*, ovvero di eccessiva bontà della previsione che si risolve nell'incapacità di adattarsi ad un contesto più generico. Un eccessivo utilizzo di variabili nel modello presenta inoltre anche una moltiplicazione del rischio di incorrere in errori di stima.

Accanto ai modelli suesposti, ne possono essere individuati alcuni di natura induttiva nei quali non vi è un approccio strutturale, ma in cui si cerca di rovesciare la logica e, partendo da un campionamento di dati, si vuole trovare una regolarità in modo da prevedere nel tempo il grado di default delle nuove imprese. I modelli che di seguito saranno esaminati riguardano: i Sistemi Esperti, gli Alberi Decisionali e le Reti Neurali Artificiali.

I sistemi esperti²²² si concentrano nell'area fidi in quanto i procedimenti della gestione crediti sono supportati da caratteri sostanzialmente standardizzati e, di conseguenza, facilmente integrabili all'interno del sistema informativo bancario. I sistemi in parola non sono limitati ad una mera diagnosi del rischio di insolvenza, ma diventano strumenti di sostegno alla stessa, assicurando notevoli vantaggi quali:

- la costruzione di una base di conoscenza molto utile alla banca per poter prendere la decisione se concedere o meno il finanziamento richiesto;
- le pratiche di credito vengono trattate in modo omogeneo;
- la possibilità per l'analista di impegnare poco tempo nell'espletamento delle pratiche, potendo così dedicare un'attenzione maggiore ai casi che richiedono un approfondimento più consistente;
- la creazione di un buon rapporto di integrazione tra la banca ed i clienti.

Per costruire un sistema esperto è necessario avere una buona insieme di informazioni, ovvero una buona base di conoscenza che, usualmente, viene costruita dall'“ingegnere della conoscenza” in grado di gestire le informazioni in modo da strutturarle attraverso un modello. Nella fattispecie in parola, gli esperti del modello sono gli analisti del credito della banca. Il sistema è dotato di un “motore inferenziale”, ovvero la componente simulatrice del processo di ragionamento con il quale si possono fare logiche deduzioni, e viene tenuto separato dalla base di conoscenza in modo che l'ingegnere possa dedicare tutta la sua attenzione alla corretta gestione delle informazioni. Infine vi è una memoria di lavoro che raccoglie tutti i dati relativi al problema a cui trovare una soluzione e sui quali si concatena il motore inferenziale che attua le relazioni tra la memoria di lavoro e la base di conoscenza.

La rappresentazione della conoscenza, in questo modello, avviene attraverso le regole di produzione e i *frames*. Le prime sono delle proposizioni utili al rispetto della seguente regola:

IF (premessa); THEN (conseguenza); CON PROBABILITA' = (p); CON UTILITA' = (u)

²²² SZEGÖ G. P., VARETTO F., *Il rischio creditizio*, Utet, Torino, 1999.

In questo modo l'approccio alla creazione della conoscenza è dinamico perché le regole possono essere modificate o aggiornate progressivamente; il motore inferenziale può selezionare le regole necessarie alla soluzione del problema attraverso la procedura di *forward chaining* (partendo dalle premesse) oppure di *backward chaining* (partendo dalle conseguenze). Il sistema funziona bene fino a che non si verifica un numero troppo elevato di regole perché, in tal caso, aumenta la probabilità di contrazioni o incoerenze all'interno della struttura.

Un approccio diverso potrebbe essere quello dei *frames*, ovvero una metodologia statica che si basa sull'elencazione delle caratteristiche chiave in grado di dare una classificazione chiara della questione da risolvere.

I sistemi esperti sono molto utilizzati nell'analisi del merito di credito, anche se presentano alcuni punti deboli in termini di tempo di implementazione e di professionalità richiesta agli analisti, in caso di problemi troppo complessi. Infine non hanno un buon *range* di precisione in quanto gestiscono la totalità delle fasi del rapporto creditizio e non si concentrano, invece, sulle peculiarità dello stesso.

I sistemi degli Alberi Decisionali cercano di risolvere le lacune dei sistemi esperti, andando a ridurre le distorsioni create nella fase di formalizzazione della conoscenza e classificando un gruppo di oggetti in base alle caratteristiche osservate sugli stessi. Questo è un modello che funziona in modo elementare: partendo dalla radice del problema, lo stesso viene sviscerato sulla base di test discriminatori i quali evidenzieranno alcuni risultati che, a loro volta, incanaleranno gli analisti verso la soluzione della questione. La semplicità degli Alberi Decisionali è anche il loro punto di debolezza: maggiori sono i problemi ed i noccioli della questione, maggiori sono i canali di risposta e, dunque, la capacità di classificare in maniera corretta i nuovi oggetti viene limitata. Sono state, a tal fine, elaborate nuove tecniche. Con la "potatura in avanti" si tenta di valutare l'efficacia di una nuova variabile oggetto di classificazione, evitando di esaminare le variabili non necessarie; mentre con la "potatura a ritroso" si cerca di risolvere il problema alla radice del sottoinsieme che contribuiscono marginalmente alla classificazione.

Nella gestione della valutazione del merito di credito, tali sistemi sono molto utili sia per l'individuazione dei fattori più significativi all'analisi, sia perché sono in grado di offrire una visione d'insieme più o meno ampia della reale situazione dell'impresa.

Le reti neurali artificiali²²³ sono strutturalmente composte da unità elaborative interconnesse le une alle altre ed in grado di compiere semplici elaborazioni. Ogni unità riceve un input (I) dall'esterno o da altre unità con un'intensità pari a w_{ji} , che è pari alla somma ponderata di tutti gli stimoli ricevuti secondo il seguente potenziale:

$$P_j = \sum_{i=1}^n w_{ji} * I_i$$

L'output in risposta O_j , dipende dalla funzione di trasferimento all'esterno del potenziale P_j . Le informazioni in entrata non producono gli stessi effetti sulle unità. È l'intensità la responsabile delle informazioni più significative ai fini della classificazione.

Non sempre, tuttavia, l'output viene generato dalla rete, e ciò accade quando la funzione che attiva la rete da una risposta "a salto" che va a definire una "soglia di eccitazione": qui l'output avviene solo se l'input supera la soglia S_j , come risulta dalla seguente formula:

$$P_j = \sum_{i=1}^n w_{ji} * I_i - S_j$$

Se da un lato vi sono molte funzioni di attivazione utili al fine di generare l'output, altrettanto non si può dire dell'esistenza di una regola tecnica in grado di identificare perfettamente, caso per caso, in cui utilizzarle. Dovendo, l'algoritmo di apprendimento, avere una funzione d'attivazione derivabile, la seguente formula spiega la funzione logistica maggiormente utile ai nostri scopi:

$$O_j = \frac{1}{1 + e^{-P_j}}$$

I valori generati dalla funzione di attivazione sono interni ad un intervallo, nella fattispecie compreso tra 0 e 1, dove gli estremi vengono raggiunti solo con pesi di grandi dimensioni.

La struttura della rete non è univoca perché sono le unità interconnesse a determinare gli stessi legami che intercorrono tra le stesse. Generalmente, la rete maggiormente utilizzata è la *fully connected neural network*, in connessione con ogni unità. Grazie alla grande flessibilità della rete, tali

²²³ BISOGNO M., *I modelli di previsione delle insolvenze. Profili teorici ed applicazioni empiriche in ambito giuridico*, FrancoAngeli, Milano, 2012, pagg. 85-90; BARONTINI R., *La valutazione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze*, Il Mulino, Bologna, 2000, pagg. 44-47.

modelli sono in grado di rovesciare continuamente il meccanismo in modo da raggiungere il risultato atteso e di correggere le eventuali inefficienze. Il problema viene sgretolato attraverso le seguenti fasi:

- definizione di un meccanismo di apprendimento;
- costruzione di un training set che rappresenti il problema;
- puntualizzazione di una risposta accettabile, ovvero di un grado di tolleranza;
- individuazione del processo di risoluzione;
- verifica del lavoro in modo di accertare la rispondenza della rete ad eventuali input diversi.

Nel momento in cui il modello supera la fase di verifica, termina anche la prima fase; in questo modo, il probabile errore commesso dalla rete viene ridotto entro un limite di tolleranza e non è più necessario operare delle rettifiche ai pesi.

Il modello è perfettamente in grado di adattarsi ai cambiamenti dell'ambiente esterno e di lavorare pur in presenza di dati incompleti. Un ulteriore vantaggio risiede nella velocità con cui viene eseguita la fase computazionale.

Lo svantaggio del problema risiede nel processo di apprendimento perché per arrivare alla formulazione finale ci vuole parecchio tempo e molti esempi per calibrare perfettamente il modello. Nell'ambito del merito di credito, tuttavia, questo modello gode di un buon grado di funzionalità grazie alla flessibilità delle reti che permette un buon adattamento ai cambiamenti.

Nel corso degli anni i modelli di previsione delle insolvenze si sono progressivamente evoluti. Parallelamente a ciò si sono ampliate anche le richieste d'informazioni di base, i costi sostenuti per la raccolta di dati ed informazioni qualitative al fine di costruire ed implementare database e software per questi modelli di previsione, le spese per il loro sviluppo interno (o di formazione in caso di sviluppo delegato ad altre banche o società di consulenza) e la complessità stessa dell'analisi svolta.

Vi sono alcune problematiche²²⁴, trasversali al metodo utilizzato, che inficiano l'effettiva diffusione quale strumento a supporto delle decisioni in termini di affidamento. Soprattutto in un contesto macroeconomico segnato profondamente dalla crisi finanziaria, le variabili adottate nei mo-

²²⁴ CORONELLA S., *Potenzialità e limiti dei modelli predittivi delle crisi aziendali*, in *Contabilità finanza e controllo*, fasc. n. 1, 2011, pag. 43.

delli ed i coefficienti di ponderazione ne risultano altamente influenzati. Ciò porta inevitabilmente, in assenza di adeguati aggiustamenti, a dei risultati d'analisi poco attendibili.

Ogni modello, come visto, adotta una specifica definizione di insolvenza, spesso astratta rispetto ai requisiti normativi e di vigilanza esposti all'inizio di questo capitolo. Si sottolinea per di più che tali modelli previsionali non considerano la possibilità che, durante l'arco temporale di previsione, possa mutare la situazione per effetto di interventi esterni. Siano essi eventi macroeconomici o soggetti che decidono di soccorrere l'impresa in difficoltà tramite nuova liquidità o ancora sopravvengano situazioni di insolvenza presso clienti, fornitori o *competitors* modificando le condizioni finanziarie, di approvvigionamento o di quote di mercato dell'impresa stessa, o ancora improvvisi impegni finanziari non previsti né pianificabili, sono tutte variabili non comprese nei modelli qui riassunti e solo vagamente considerate nelle strutturazioni che supportano anche una minima informativa di tipo qualitativo. Non si tiene conto nemmeno della possibilità di mutazioni a causa in eventi interni, quali la perdita di collaboratori preziosi a tal punto da compromettere alcune funzioni cruciali dell'impresa, un cambio di strategia, un rinnovo delle cariche con responsabilità amministrative e dirigenziali, eventi che possono portare notevoli squilibri ed incertezze anche sul fronte finanziario e reddituale. L'applicazione di tali metodologie di previsione è pertanto un'aspettativa stimata sulla base delle attuali condizioni in cui opera l'impresa. Possono essere quindi validi strumenti di confronto e supporto alle decisioni ma vanno affiancati all'analisi di tipo tradizionale soprattutto per quanto riguarda l'aspetto delle previsioni future.

Solo in alcuni rari casi, ad esempio nelle varie revisioni dello Z-score di Altman, si tengono conto delle specificità del mercato nazionale e del settore produttivo in cui opera l'impresa, elementi questi che influenzano notevolmente la gestione del business in ogni sua componente.

Indice delle figure:

Figura 1 – L'accesso ai finanziamenti per le SMEs italiane ed europee	5
Figura 2 - Sviluppi nell'accesso ai finanziamenti in Europa tra il 2007 ed il 2012	6
Figura 3 – Schema del processo integrato di pianificazione aziendale	27
Figura 4 - Dimensione del mercato del credito in Europa e negli U.S.A.	40
Figura 5 - Prestiti bancari per dimensione d'impresa (A) e di gruppo bancario in Italia (B e C)	41
Figura 6 - Indici di diffusione dell'offerta di credito alle imprese per determinante e modalità di restrizione	45

Indice delle tabelle:

Tabella 1 - Valori soglia nella definizione di SME	10
Tabella 2 – Ciclo di vita aziendale e fattori influenzanti la struttura finanziaria	35
Tabella 3 – Teorie ed implicazioni per le scelte di struttura finanziaria, riscontri empirici nel contesto italiano	37
Tabella 4 - Classi di rating nell'approccio standardizzato di Basilea II	76
Tabella 5 - Fasi di applicazione della normativa di Basilea 3	85

Bibliografia:

ALBERTAZZI U., ROPELE T., SENE G., SIGNORETTI F. M., *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, in *Questioni di economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 133, 2012.

ALTMAN E. I., *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*, in *The Journal of Finance*, vol 39, n. 4, 1984, pagg. 1067-1089.

ALTMAN E. I., *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, 2nd ed., John Wiley, New York, 1993..

ALTMAN E. I., DANOVÌ A., FALINI A., *La previsione dell'insolvenza: l'applicazione dello Z score alle imprese in amministrazione straordinaria*, in *Bancaria*, fasc. n. 4, 2013, pagg 24-37.

ALTMAN E. I., *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, in *Journal of Finance*, vol. 23, fasc. n. 4, 1968, pagg. 589-609.

AMADUZZI A., *Osservazioni intorno alla "dimensione aziendale"*, in AMADUZZI A., *Saggi vari su problemi aziendali*, Giappichelli, Torino, 1966.

ARTALE G., CRISCUOLO L., PANICO P., *Le attività, i soggetti, i collaboratori esterni*, in GALANTI E., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, CEDAM, 2008.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Bollettino mensile*, settembre 2013, pagg. 66.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 61*, luglio 2010.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 63*, gennaio 2011.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 68*, aprile 2012.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 69*, luglio 2012.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 70*, ottobre 2012.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 71*, gennaio 2013.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 72*, aprile 2013.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico n. 73*, luglio 2013.

BANCA D'ITALIA, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*.

BANCA D'ITALIA, *L'economia delle regioni italiane*, Economie regionali - analisi per macroaree, giugno 2012.

- BANCA D'ITALIA, *L'economia delle regioni italiane*, Economie regionali - analisi per macroaree, novembre 2012.
- BANCA D'ITALIA, *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Economie regionali - analisi per macroaree, luglio 2013.
- BANCA D'ITALIA, *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Economie regionali - analisi per macroaree, gennaio 2012.
- BANCA D'ITALIA, *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, Economie regionali - analisi per macroaree, luglio 2012.
- BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, novembre 2012.
- BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 5, aprile 2013.
- BANCA D'ITALIA, *relazione annuale CIX esercizio 1993*, Roma, maggio 1994.
- BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXIX esercizio 2012*, maggio 2013.
- BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVI esercizio 2009*, Roma, maggio 2010.
- BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVII esercizio 2010*, Roma, maggio 2011.
- BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale CXVIII esercizio 2011*, Roma, maggio 2012.
- BARONTINI R., *La valutazione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze*, Il Mulino, Bologna, 2000.
- BCBS, *Basel III: A global regulatory frame work for more resilient banks and banking systems*, versione originale dicembre 2010, revisione datata giugno 2011.
- BCBS, *Basel III: International Framework for liquidity risk, measurement, standards and monitoring*, dicembre 2010
- BEAVER W. H., *Financial ratios as predictors of failure*, in *Journal of accounting research*, vol.4 Empirical research in accounting, 1966, pagg. 71-127.
- BERTINETTI G., *Il cash flow e lo sviluppo sostenibile*; in *Contabilità finanza e controllo*, n. 10, 1996, pagg. 941-944.
- BIANCONI A., *Art. 32 Ricorso abusivo al credito*, in GALGANO F., ROVERSI – MONACO F. (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Cedam, Padova, 2009, vol. 52, pagg. 633 – 641.
- BIFFIS P. (a cura di), *Analisi del merito di credito*, Eif-E.Book, 2009.

- BIFULCO R., CELOTTO A., OLIVETTI M. (a cura di), *Commentario alla costituzione*, vol. I, Utet Giuridica, Milano, 2006.
- BIRINDELLI G., MODINA M., *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, Franco Angeli, Milano, 2010.
- BISOGNO M., *I modelli di previsione delle insolvenze. Profili teorici ed applicazioni empiriche in ambito giuridico*, FrancoAngeli, Milano, 2012.
- BONATO L., HAMAUI R., RATTI M., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, in *Politica Economica*, fasc. n.1 aprile, 1993, pagg. 49-99.
- BOTTANI P., *Analisi della sostenibilità dell'indebitamento finanziario nelle piccole e medie imprese*, in *Amministrazione e Finanza*, n. 23, 2008, pagg. 29-32.
- BOTTASSO A., *La relazione tra struttura finanziaria e decisioni reali delle imprese*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, vol. 57, n. 1 aprile, 1998 pagg. 109-155.
- BOZZOLAN S., NACCARATO F., *Struttura del rendiconto finanziario e quozienti segnaletici nell'analisi del rischio di credito*, in *Analisi Finanziaria*, fasc. n. 52, 2003, pagg. 43-64.
- BRUNELLA B., *I prestiti*, in MOTTURA P., PACI S. (a cura di), *Banca economia e gestione*, Egea, Milano, 2009, pag. 266-276.
- CANTONI E., *Fabbisogno finanziario e crescita sostenibile: un modello a supporto della pianificazione*, in *Amministrazione & Finanza*, fasc. n. 9, 2010, pagg. 50-56.
- CAPARVI R., *Il cash flow. Una nuova metodologia d'indagine nell'apprezzamento della capacità di credito delle aziende*, Colombo Corsi Editore, Pisa, 1972.
- CAPRIGLIONE F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, CEDAM, 2005.
- CASTIELLO D'ANTONIO A., *Ristrutturazione dei debiti e concessione abusiva di credito*, in *Bancaria*, fasc. n. 12, 2010, pagg. 76-86.
- CATTANEO M., *Le imprese di piccole e medie dimensioni*, Istituto editoriale cisalpino, Milano, 1963.
- CAVALIERI E., *I problemi relativi alla dimensione d'impresa*, in CAVALIERI E., RANALLI F. (a cura di CAVALIERI E.), *Economia aziendale*, vol. II, G. Giappichelli Editore, Torino, 1999.
- CECCACCI G., RIGATO C., CAMANZI P., *Basilea 2 per piccole e microimprese. Nuovi rapporti e nuove intese tra banche e imprese, anche in contabilità semplificata*, Edizioni FAG S.r.l., 2006.
- CELOTTO A., OLIVETTI M., BIFULCO R., (a cura di), *Commentario alla costituzione*, vol. I, Utet Giuridica, Milano, 2006.

CESARINI F., *Ripensare il ruolo delle banche: dal predominio della finanza a un difficile ritorno della valutazione del rischio*, in *Bancaria*, fasc. n. 11, 2009, pagg. 2-16.

COMANA M., CURCIO D., *Le banche regionali verso i nuovi standard di Basilea 3: le novità delle proposte di riforma e una valutazione dei possibili impatti*, in *Il Risparmio Review*, Rivista trimestrale dell'ACRI, Anno LVIII, fasc. n. 4 ottobre – dicembre 2010, pagg. 67-113.

Commissione delle Comunità Europee, Raccomandazione n. 2003/361/CE del 6 maggio 2003, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea L. n. 124 del 30 maggio 2003.

COMMISSIONE DELLE COMUNITA' EUROPEE, Allegato alla Raccomandazione n. 2003/361/CE del 6 maggio 2003.

COMMISSIONE EUROPEA, *SME Performance Review – SBA Fact Sheet for Italy*, 2010-11.

COMMISSIONE EUROPEA, *SME Performance Review – SBA Fact Sheet for Italy*, 2012.

COMMISSIONE EUROPEA, *SME Performance Review – SBA Fact Sheet*, 2012.

CORONELLA S., *Potenzialità e limiti dei modelli predittivi delle crisi aziendali*, in *Contabilità finanza e controllo*, fasc. n. 1, 2011, pagg. 32-45.

COSTA S., MARGANI P., *Credit crunch in Italy: evidence on new ISAE survey data*, Fourth Joint EU – OECD Workshop on Business and Consumer Opinion Surveys, Bruxelles, 12-13 Ottobre 2009 pubblicato in <http://www.oecd.org/std/clits/43854874.pdf>.

COSTI R., *Stabilità e concorrenza nell'intermediazione finanziaria*, in *Fondazione Centro Internazionale su diritto società e economia, Proprietà e controllo dell'impresa. Il modello italiano, stabilità o contendibilità?* Atti del convegno di studi Curmayeur 5 ottobre 2007, Giuffrè Editore, Milano, 2008.

CRISCUOLO L., PANICO P., ARTALE G., *Le attività, i soggetti, i collaboratori esterni*, in GALANTI E., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, CEDAM, 2008.

DALLOCCHIO M., SALVI A., *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 2004.

DANOVI A., FALINI A., ALTMAN E. I., *La previsione dell'insolvenza: l'applicazione dello Z score alle imprese in amministrazione straordinaria*, in *Bancaria*, fasc. n. 4, 2013, pagg. 24-37.

DE ANGELI S., *L'impatto di Basilea 2 sui rapporti banca-impresa*, in *Rivista Bancaria*, *Minerva Mancaria* (1945), fasc. n. 2/3, 2005, pagg. 59-68.

DE FALCO S. E., *Dimensione e competitività della media impresa*, in *Rassegna Economica: rivista internazionale di economia e territorio*, Napoli, vol. 71, fasc. n. 1, 2008, pagg. 75-103.

DE LAURENTIS G., *I riflessi sui processi di concessione e revisione dei crediti della nuova proposta di Basilea*, in *Bancaria*, fasc. n. 4, 2001, pagg. 44-58.

DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, Bancaria Editrice, Roma, 2011.

DE LUCA P., FERRI S., *Le scelte di finanziamento in ottica strategica. Equity, debito e strumenti ibridi*, Ipsoa – Gruppo Wolters Kluwer, Milano, 2009.

DE VECCHIS P., *Aziende ed istituti di credito I) Aziende ed istituti di credito italiani*, in PARADISI B. (direttore), *Enciclopedia Giuridica*, vol. IV, Istituto della Enciclopedia Italiana Fondata da Giovanni Treccani, 1988.

DEL POZZO A., *Controllo finanziario e rischio di default*, FrancoAngeli, Milano, 2009.

DEL PRETE S., *Le problematiche concernenti l'individuazione e l'attuazione della struttura finanziaria ottima d'impresa*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 4, 1999, pagg. 362-363.

DESIDERIO G., *L'attività bancaria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Tomo I, Cedam, Padova, 2005.

DI BATTISTA M. L., NIERI L., *Un'indagine sulle differenze nelle politiche del credito delle banche italiane nella recente crisi finanziaria*, in *Bancaria*, fasc. n. 3, 2011, pagg. 11-19.

DI BRINA L., *L'esercizio del credito: profili generali*, in URBANI A. (a cura di), *L'attività delle banche*, CEDAM, Milano, 2010.

DI GIULIO D., *I finanziamenti bancari durante la crisi: il tema del credit crunch*, in *Bancaria*, fasc. n. 3, 2010, pagg. 69-78.

DI LORENZO A., *La definizione delle piccole e medie imprese: un problema aperto*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, fasc. n. 4/5, 2009, pagg. 318-330.

DI MARZIO F., *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 2011.

DINI L., PENCARELLI A., *Teoria della struttura finanziaria e piccola impresa*, in *Piccola Impresa / Small Business*, n. 3, 1995, pagg. 47-81.

Dipartimento governativo “Small Business Administration Size Standard Office”, *Code of Federal Regulations*.

DIREZIONE GENERALE PER LE IMPRESE E PER L'INDUSTRIA, *La nuova definizione di PMI – guida dell'utente e modello di dichiarazione*, Commissione Europea, 2006.

- DOMENICHELLI O., *Un'analisi dei più recenti sviluppi della teoria del Pecking Order*, in *Rivista Piccola Impresa / Small Business*, n. 3. 2007, pagg. 37-53.
- ECCHIA S., *Il rischio di credito. Metodologie avanzate di previsione delle insolvenze*, Giappichelli Editore, Torino, 1996.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *The Euro Area Bank Lending Survey*, October 2012.
- FALINI A., ALTMAN E. I., DANOVÌ A., *La previsione dell'insolvenza: l'applicazione dello Z score alle imprese in amministrazione straordinaria*, in *Bancaria*, fasc. n. 4, 2013, pagg 24-37.
- FAUCEGLIA G., *I contratti bancari*, in BUONOCORE V., *Trattato di diritto commerciale*, sez. III, tomo 2, Giappichelli, Torino, 2005.
- FELISARI G., *Il credito alle imprese. Logica di valutazione e sistemi esperti*, FrancoAngeli, Milano, 1993.
- FERRANDINA A., *Il tasso di crescita sostenibile come strumento di analisi e di controllo*, in *Amministrazione e Finanza*, n. 3, 2010, pagg. 33-37.
- FERRI S., DE LUCA P., *Le scelte di finanziamento in ottica strategica. Equity, debito e strumenti ibridi*, op. cit., pagg. 16-17.
- FISHER R.A., *The use of multiple measurements in taxonomic problems*, *Annals of Eugenics*, vol. 7, 1936, pagg 179-188.
- FORESTIERI G., *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2009.
- FURESI A., MINOJA M., ZATTONI A., *Struttura patrimoniale – finanziaria e competitiva delle piccole e medie imprese. Un confronto a livello europeo*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 3, 1999 pagg. 253-263.
- GAGLIARDI G., PASQUALI G., *L' "Accordo di Basilea": ripercussioni sul rapporto tra banca ed impresa*, in *Analisi Finanziaria*, fasc. n. 53, 2004, pagg. 75-83.
- GALDIOLO M., *Applicazioni di analisi del rischio nella funzione creditizia*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 1, 2012, pagg. 5-33.
- GIANNOTTI G., *Evoluzione del rapporto tra banche e piccole imprese italiane: inquadramento teorico ed evidenze empiriche*, in *Studi e note di Economia*, n. 2, 2001, pagg. 129-163.
- GIARRATANA E., *Strategie finanziarie aziendali: determinazione dell'indebitamento sostenibile e logiche di break even finanziario*, in *A.F. Analisi Finanziaria*, fasc. n. 60, 2005, pagg. 25-39.
- GIOVANELLI D., *Strategie aziendali e rischio liquidità*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, n. 3, 2010, pag. 235-246.

- GITTO A., *L'evoluzione della funzione finanzia nelle PMI italiane*, Quaderni monografici Rirea n. 79 Allegato alla Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, fasc. n. 3-4, 2009, pagg. 6-31.
- GLICKMAN M., *Modigliani – Miller on capital structure: a post – keynesian critique.*, University of East London Department of Economics Working Paper, n° 8, dicembre 1996.
- GUELFY S., *Le politiche di copertura del fabbisogno*, in A. F. Analisi Finanziaria, n. 21, 1996, pagg. 4-26.
- HALLING M., YU L., ZECHNER J., *Leverage dynamics over the business cycle*, aprile, 2012, copia elettronica <http://ssrn.com/abstract=1762289>.
- HAMAUI R., RATTI M., BONATO L., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, in Politica Economica, fasc. n.1, 1993, pagg. 49-99.
- ISTAT, *Struttura e dimensione delle imprese*, giugno 2011.
- LELAND H. E., TOFT K. B., *Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads*, in The Journal of Finance, vol. LI, n° 3, luglio 1996, pagg. 987-1015.
- LENOCI F., *La valenza informativa del rendiconto finanziario*, in Analisi Finanziaria, fasc. n. 49, 2003 pagg. 41-61.
- LORENZON I., LUCCHETTA M., PELIZZON L., *Il credito bancario alle imprese: le dinamiche prima e durante la crisi*, in Bancaria, vol. 67, fasc. n. 2, 2011, pagg. 20-32.
- LUCCHETTA M., PELIZZON L., LORENZON I., *Il credito bancario alle imprese: le dinamiche prima e durante la crisi*, in Bancaria, vol. 67, fasc. n. 2, 2011, pagg. 20-32.
- LUSIGNANI G., ZICCHINO L., *Convergenza a Basilea 3: un tetto alla crescita del credito?*, in Bancaria, fasc. n. 3, 2011, pagg. 2-10.
- MAIOLO S., *La valutazione del merito di credito per le PMI: due metodologie a confronto*, in Rivista Bancaria, Minerva Bancaria, fasc. n. 4/5, anno LIX, 2003, pagg. 45-64.
- MARGANI P., COSTA S., *Credit crunch in Italy: evidence on new ISAE survey data*, Fourth Joint EU – OECD Workshop on Business and Consumer Opinion Surveys, Bruxelles, 12-13 Ottobre 2009 pubblicato in <http://www.oecd.org/std/clits/43854874.pdf>.
- MARINI C., *Il ricorso abusivo al credito*, in DE ANGELIS L., RONDINONE N., La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario. Commento alla L. 28 Dicembre 2005, n° 262 e ai provvedimenti attuativi, Giappichelli, Torino, 2008, pagg.661-672.

- MARINIELLO L. F., *Controlli interni ed esterni nelle PMI nella prospettiva di Basilea 2 e degli IFRS*, F. Angeli, Milano, 2009.
- MASERA F., MAZZONI G., *Basilea III. Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, Franco-Angeli, Milano, 2012.
- MASI P., TIDO A., *Aziende ed istituti di credito I) Aziende ed istituti di credito italiani (postilla di aggiornamento)*, in PARADISI B. (direttore), *Enciclopedia Giuridica*, op. cit., 1997.
- MASINELLI F., *L'importanza della pianificazione finanziaria come strumento di conoscenza*, in *Amministrazione e Finanza*, vol. 26, fasc. n. 8-9, 2011, pag. 84-89.
- MASSARI M., *La media impresa in Italia, caratteristiche economiche e finanziarie*, ISEDI, Milano, 1977.
- MAZZA G., PAGANELLI O., PELLICELLI G., TANCREDI BIANCHI V. C. (diretto da), *Trattato di economia d'azienda*, UTET, Torino, 2004.
- MAZZONI G., MASERA F., *Basilea III. Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, Franco-Angeli, Milano, 2012.
- MESSORI M., *Il potere delle banche: sistema finanziario e imprese*, Università Bocconi, Milano, 2007.
- MILANESI S., ROCCHINI S., *Il credit crunch: da Lehman Brothers alla crisi del debito sovrano*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 1, 2012, pag. 88-101.
- MILLER M. H., *Debt and taxes*, in *The Journal of Finance*, maggio 1977, pagg. 261-275.
- MILLER M. H., *The Modigliani-Miller pro position after thirty years*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol 2 fasc. n. 4, 1988.
- MINOJA M., FURESI A., ZATTONI A., *Struttura patrimoniale – finanziaria e competitiva delle piccole e medie imprese. Un confronto a livello europeo*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 3, 1999 pagg. 253-263.
- MIRRA L., POZZOLO A.F., *Ratings interni e offerta di credito*, in *Economia, Impresa e Mercati Finanziari*, Cacucci Editore, Bari, fasc. n. 1, 2007, pagg. 23-40.
- MODIGLIANI F., MILLER M. H., *Corporate income taxes and the cost of capital a correction*, in *American Economic Review*, vol. 53, fasc. n. 3, 1963, pagg. 433 e ss.
- MODIGLIANI F., MILLER M. H., *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investments*, in *American Economic Review*, vol. 48, fasc. n. 3, 1958, pagg. 261 e ss.
- MODINA M., BIRINDELLI G., *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, Franco Angeli, Milano, 2010.

- NICASTRO P., *Le innovazioni normative introdotte da Basilea 3*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 2, 2011, pagg. 155-160.
- NIERI L., DI BATTISTA M. L., *Un'indagine sulle differenze nelle politiche del credito delle banche italiane nella recente crisi finanziaria*, in *Bancaria*, fasc. n. 3, 2011, pagg. 11-19.
- NIGRO A., *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, in BESSONE M., *Trattato di diritto Privato, Vol. XXV*, Giappichelli, Torino, 2012.
- NIGRO A., *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in «crisi»*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2011, fasc. 3, parte I, pagg. 305-318.
- OLIVETTI M., BIFULCO R., CELOTTO A., (a cura di), *Commentario alla costituzione*, vol. I, Utet Giuridica, Milano, 2006.
- OSSERVATORIO BANKIMPRESE, *Osservatorio permanente sui rapporti Banche – Imprese, andamenti congiunturali*, ABI rapporto n. 31, febbraio 2012.
- OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE, *Rapporto Unicredit sulle Piccole Imprese: Le piccole imprese e il rilancio del sistema produttivo*, VI edizione 2009-2010.
- OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE, *Rapporto Unicredit sulle Piccole Imprese. Le aggregazioni di rete: modello vincente per la sostenibilità e lo sviluppo*, VIII edizione 2011-2012.
- OSSERVATORIO UNICREDIT PICCOLE IMPRESE, *Rapporto Unicredit sulle Piccole Imprese. La digitalizzazione delle imprese italiane: efficienza, innovazione e conquista di nuovi mercati*, IX edizione 2012-2013.
- PADOA SCHIOPPA T., *Regole e finanza*, Il Mulino, Bologna, 2004.
- PAGANELLI O., PELLICELLI G., TANCREDI BIANCHI V. C., MAZZA G. (diretto da), *Trattato di economia d'azienda*, UTET, Torino, 2004.
- PANICO P., ARTALE G., CRISCUOLO L., *Le attività, i soggetti, i collaboratori esterni*, in GALANTI E., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, CEDAM, 2008.
- PASQUALI G., GAGLIARDI G., *L' "Accordo di Basilea": ripercussioni sul rapporto tra banca ed impresa*, in *Analisi Finanziaria*, fasc. n. 53, 2004, pagg. 75-83.
- PAVARANI E., *Lo sviluppo della funzione finanziaria*, in PAVARANI E., TAGLIAVINI G., *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, McGraw-Hill, Milano, 2006
- PAVESI F. V., *Circolante, redditività e indebitamento. Esiste una correlazione diretta?*, in *Amministrazione e Finanza*, fasc. 5, 2011, pagg. 45-50.

- PELIZZON L., LORENZON I., LUCCHETTA M., *Il credito bancario alle imprese: le dinamiche prima e durante la crisi*, in *Bancaria*, vol. 67, fasc. 2, 2011, pagg. 20-32.
- PELLICELLI G., TANCREDI BIANCHI V. C., MAZZA G., PAGANELLI O. (diretto da), *Trattato di economia d'azienda*, UTET, Torino, 2004.
- PENCARELLI A., DINI L., *Teoria della struttura finanziaria e piccola impresa*, in *Piccola Impresa / Small Business*, n. 3, 1995, pagg. 47-81.
- PETRULLI M., *Basilea 2. Guida alle nuove regole per le piccole e medie imprese*, Halley Editrice, Macerata, 2007.
- PFÄFFERMAYR M., STÖCKL M., WINNER H., *Capital structure, Corporate taxation and Firm age*, Austrian Institute of Economic Research (WIFO) Working Papers, n° 424, aprile, 2012.
- PORRETTA P., VINCENZINI M., *Basilea 2: occasione storica per superare lo schema di "doppio legame" tra banche e PMI*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 1, 2005, pagg. 23-39.
- POZZOLO A.F., MIRRA L., *Ratings interni e offerta di credito*, in *Economia, Impresa e Mercati Finanziari*, Cacucci Editore, Bari, fasc. n. 1, 2007, pagg. 23-40.
- PROVENZANO G., *Mercato finanziario ed innovazione finanziaria. Riflessioni sulle condizioni di equilibrio finanziario di azienda*, Giappichelli Editore, Torino, 1988.
- RABITTI BEDOGNI C., *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria: commentario al D. Lgs. 24 Febbraio 1998*, Giuffrè Editore, Milano, 1998.
- RASTELLI S., *Quali limiti degli indici nell'analisi di bilancio?*, in *Amministrazione e Finanza*, fasc. n. 2, 2010 pagg. 73-81.
- RATTI M., BONATO L., HAMAUI R., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, in *Politica Economica*, n.1 aprile, 1993, pagg. 49-99.
- RESTI A., SIRONI A., *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Egea, Milano, 2008.
- RIVIEZZO C. (a cura di), *L'impresa in tempo di crisi*, Giuffrè Editore, Bologna, 2010.
- ROCCHINI S., MILANESI S., *Il credit crunch: da Lehman Brothers alla crisi del debito sovrano*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 1, 2012, pag. 88-101.
- ROPELE T., SENE G., SIGNORETTI F. M., ALBERTAZZI U., *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, in *Questioni di economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 133, 2012.

- ROSSI C., *Indicatori di bilancio, modelli di classificazione e previsione delle insolvenze aziendali*, Istituto universitario di Bergamo Dipartimento di Economia Aziendale, Giuffrè, Milano, 1988.
- RUOZI R., ZARA C., *Il futuro del credito alle imprese – come cambia il rapporto con le banche*, Egea, Milano, 2003.
- RUSSO A., *Small business in USA: tratti distintivi ed evolutivi*, in MARINIELLO L. F., *Controlli interni ed esterni nelle PMI nella prospettiva di Basilea 2 e degli IFRS*, FrancoAngeli, Milano, 2009
- SALOTTI V., *La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane e il rapporto con le banche: il triennio 1998-2000*, in *Banca, Impresa e Società*, fasc. n. 1, 2007, pag. 113-147.
- SALVI A., DALLOCCHIO M., *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 2004.
- SCIUTO M., *Organizzazione e merito di credito delle società a responsabilità limitata alla luce di "Basilea 2"*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, vol. LX, fasc. n. 6, 2007, pagg. 702-720.
- SENE G., SIGNORETTI F. M., ALBERTAZZI U., ROPELE T., *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, in *Questioni di economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 133, 2012.
- SIGNORETTI F. M., ALBERTAZZI U., ROPELE T., SENE G., *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, in *Questioni di economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 133, 2012.
- SIRONI A., *L'industria bancaria europea fra crisi economica e ri-regolamentazione: quali strategie per il futuro?*, in *Economia & Management*, fasc. n. 5, 2011, pagg. 3-8.
- SIRONI A., *Quali regole e quale banca dopo la crisi?*, in *Economia & Management*, fasc. n. 4, 2009, pagg. 3-12.
- SKONICZNY G., TISA F., TORRISI B., *La relazione tra dimensione d'impresa e concessione del credito*, in *Bancaria*, fasc. n. 2, 2011, pagg. 71-80.
- SOTTORIVA C., *Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali*, Giuffrè editore, Milano, 2012.
- STANGHELLINI L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, Milano, 2007.
- STEFANIN G., *Novità e sviluppi normativi in tema di vigilanza italiana e ibridi previsti da Basilea III*, *Strumenti finanziari e fiscalità*, fasc. n. 5, 2011, pagg. 13-22.
- STÖCKL M., WINNER H., PFAFFERMAYR M., *Capital structure, Corporate taxation and Firm age*, Austrian Institute of Economic Research (WIFO) Working Papers, n° 424, aprile, 2012.
- SZEGÖ G. P., VARETTO F., *Il rischio creditizio*, Utet, Torino, 1999.

- TANCREDI BIANCHI V. C., MAZZA G., PAGANELLI O., PELLICELLI G. (diretto da), *Trattato di economia d'azienda*, UTET, Torino, 2004.
- TIDO A., MASI P., *Aziende ed istituti di credito I) Aziende ed istituti di credito italiani (postilla di aggiornamento)*, in PARADISI B. (direttore), *Enciclopedia Giuridica*, op. cit., 1997.
- TISA F., TORRISI B., SKONICZNY G., *La relazione tra dimensione d'impresa e concessione del credito*, in *Bancaria*, fasc. n. 2, 2011, pagg. 71-80.
- TOFT K. B., LELAND H. E., *Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads*, in *The Journal of Finance*, vol. LI, fasc. n° 3, luglio 1996, pagg. 987-1015.
- TONIOLO G., *La pianificazione dei fabbisogni finanziari*, in *Contabilità finanza e controllo*, n. 8-9, 2011, pag. 698-708.
- TONIOLO G., *La pianificazione dei fabbisogni finanziari*, in *Contabilità finanza e controllo*, n. 11, 2010, pag. 890-896.
- TORRISI B., SKONICZNY G., TISA F., *La relazione tra dimensione d'impresa e concessione del credito*, in *Bancaria*, fasc. n. 2, 2011, pagg. 71-80.
- TREVISAN S., *I modelli logit per lo studio della probabilità di default*, in *Analisi Finanziaria*, fasc. n. 66, 2007, pagg 27-32.
- UFFICIO ANALISI ECONOMICHE, *ABI Financial Outlook: Rapporto di previsione 2012-14*, ABI Direzione Strategie e Mercati Finanziari, Dicembre 2012.
- UNICREDIT, *Osservatorio Piccole imprese*, ottava edizione 2011-12.
- VALLASCAS F., *I fattori esplicativi della struttura finanziaria delle pmi: analisi empirica*, in *Il risparmio Review*, vol. 52, fasc. n. 2, 2004, pagg. 149-197.
- VENANZI D., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: evidenza empirica e aspetti di metodo*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, vol. 15, fasc. n. 4, 1997, pag. 139-165.
- VINCENZINI M., PORRETTA P., *Basilea 2: occasione storica per superare lo schema di "doppio legame" tra banche e PMI*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 1, 2005, pagg. 23-39.
- VINZIA M. A., *Le scelte di struttura finanziaria*, in *Contabilità finanza e controllo*, vol. 33, fasc. n. 6, 2010, pagg. 510-516.
- VISCUSI A., *Profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Giuffrè editore, Milano, 2004.

WARNER J. N., *Bankruptcy costs: some evidence*, in *The Journal of Finance*, vol. 32, n. 2, 1977, pagg. 337-347.

WINNER H., PFAFFERMAYR M., STÖCKL M., *Capital structure, Corporate taxation and Firm age*, Austrian Institute of Economic Research (WIFO) Working Papers, n° 424, aprile, 2012.

YU L., ZECHNER J., HALLING M., *Leverage dynamics over the business cycle*, aprile, 2012, copia elettronica <http://ssrn.com/abstract=1762289>.

ZARA C., RUOZI R., *Il futuro del credito alle imprese – come cambia il rapporto con le banche*, Egea, Milano, 2003.

ZATTONI A., FURESI A., MINOJA M., *Struttura patrimoniale – finanziaria e competitiva delle piccole e medie imprese. Un confronto a livello europeo*, in *Banche e Banchieri*, fasc. n. 3, 1999, pagg. 253-263.

ZECHNER J., HALLING M., YU L., *Leverage dynamics over the business cycle*, aprile, 2012, copia elettronica <http://ssrn.com/abstract=1762289>.

ZICCHINO L., LUSIGNANI G., *Convergenza a Basilea 3: un tetto alla crescita del credito?*, in *Bancaria*, fasc. n. 3, 2011, pagg. 2-10.

Sitografia:

http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/index_en.htm#h2-2

<http://www.bancaditalia.it/>

<http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

http://www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements_it.pdf

<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>

<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

<http://www.ilcaso.it/>

<http://www.istat.it/it/archivio/struttura-e-competitivita%20delle>

<https://www.unicredit.it/it/chiamo/per-le-imprese/ricerche/per-le-piccole-imprese.html>

Sentenze:

Corte di Cassazione, sent. 13 Gennaio 1993 n. 343, in Foro Italiano, 1993.

Corte di Cassazione, sent. 14 Marzo 1999 n° 2284, in Foro Italiano, 1999.

Corte di Cassazione, sent. 28 marzo 2006 n. 7030, in Banca dati Leggi d'Italia.

Corte di Cassazione, Sez. I Civile, sent. 15 marzo 1994, n. 2470.

Corte di Cassazione, Sez. I Civile, sent. 19 luglio 2000, n. 9464.

Corte di Cassazione, Sez. I Civile, sent. 1 Giugno 2010, n. 13413, in www.ilcaso.it.

Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sent. 28 Marzo 2006 n. 7029, in banca dati Leggi d'Italia.

Tribunale di Milano, 9 ottobre 1972.