

Camera di Commercio Industria Agricoltura e Artigianato di Milano  
Facoltà di Economia- Università degli Studi di Milano Bicocca

# **Il futuro del settore finanziario: il ruolo di Milano e della Lombardia**

A cura di: Paola Bongini, Emilio Colombo, Arturo Patarnello, Patrizio Tirelli

Milano, settembre 2004

*Il presente lavoro è stato curato da A. Patarnello.  
Paola Bongini è autrice del capitolo 1 e dei paragrafi 5.1 e 5.2 nel capitolo 5.  
Emilio Colombo e Patrizio Tirelli sono autori del capitolo 4 e delle appendici ad esso riferite.  
Arturo Patarnello è autore dei capitoli 2,3 e del paragrafo 5.3 nel capitolo 5.*

# **INDICE**

## **Premessa**

### **1. Processi di concentrazione e trasformazioni della struttura dell'intermediazione**

#### **1.1. La struttura del mercato bancario locale**

#### **1.2 Lo sviluppo delle reti distributive e la copertura del territorio**

### **2. Gli effetti del consolidamento sui mercati locali del credito: alcune indicazioni per il caso lombardo**

### **3. L'evoluzione del mercato del credito in Lombardia**

#### **3.1 Il credito alle imprese**

#### **3.2 Costo e qualità del credito**

### **4. Struttura finanziaria e comportamenti delle piccole e medie imprese nell'area lombarda: un'indagine campionaria**

#### **4.1 Dimensione, performance e distribuzione settoriale**

#### **4.2 La posizione finanziaria delle imprese**

#### **4.3 Evoluzione degli indicatori per il totale delle imprese**

#### **4.4 Evoluzione degli indicatori: imprese prive di debito bancario**

#### **4.5 Analisi econometria sul campione di imprese manifatturiere**

##### **4.5.1 La composizione del campione**

##### **4.5.2 Caratteristiche dell'indagine econometrica**

##### **4.5.3 Risultati**

### **5. Le politiche creditizie degli intermediari dell'area: modelli organizzativi e politiche di offerta**

#### **5.1 Le caratteristiche del campione di banche del territorio**

#### **5.2 Le tendenze della diversificazione e il ruolo dell'intermediazione creditizia**

#### **5.3 Le politiche del credito: mercati, scelte distributive e processi di selezione**

## **Bibliografia**

## **Appendici**

## Premessa

Il rapporto, frutto di una collaborazione tra la Facoltà di Economia di Milano Bicocca e la Camera di Commercio di Milano, intende mettere a fuoco alcune delle trasformazioni che di recente hanno interessato il settore dell'intermediazione nel mercato regionale, valutando in particolare effetti e prospettive sul finanziamento e sulle relazioni con la piccola e media impresa del territorio.

Il lavoro è suddiviso in cinque sezioni.

La prima sezione esamina i profili di struttura del mercato bancario lombardo, evidenziando l'evoluzione nel numero di intermediari a seguito dei processi di consolidamento e le trasformazioni intervenuti nel sistema nonché lo sviluppo delle reti distributive, sia tradizionali (sportelli) che non convenzionali innovative (negozi finanziari, reti telematiche). La sezione si evidenzia anche gli effetti sulla dinamica delle quote di mercato dei prestiti che sembrano suggerire un relativo indebolimento del presidio dei mercati locali quanto meno da parte dei maggiori gruppi nazionali.

I mutamenti nella struttura dell'offerta vengono di seguito interpretati sulla base di una sintetica rassegna dei risultati di recente prodotti in letteratura su questo tema (sezione due), che segnalano, sebbene in modo non del tutto univoco, una relazione diretta tra l'aumento delle dimensioni degli intermediari, conseguente a processi di concentrazione, e la riduzione della quota di prestiti indirizzati alle imprese minori. Sono in effetti potenzialmente in grado di mitigare tale effetto alcuni connotati tipici del mercato del credito lombardo, quali l'elevata concorrenza da parte delle banche minori e il ricorso a modelli di aggregazione di tipo "federato" che mirano a preservare i caratteri di prossimità con gli operatori del territorio.

Nella terza sezione vengono quindi esaminati i ritmi di sviluppo dei flussi di credito nel mercato regionale, al fine di valutare, su base aggregata in quale misura si sia assistito a una ricomposizione dello stock di credito bancario per settori e branche economiche e di ricavare, tra l'altro, indicazioni in ordine a possibili ricomposizioni per classi di importo del credito nei portafogli bancari, che possano approssimare la diversa rilevanza dell'attività di finanziamento nei confronti delle imprese delle diverse categorie dimensionali.

Il ruolo del credito bancario e più in generale la rilevanza dell'assistenza finanziaria degli intermediari a supporto delle politiche di sviluppo delle imprese locali viene di seguito indagato (sezione quattro) nella prospettiva della domanda: l'analisi della posizione finanziaria di un campione significativo di imprese milanesi si propone (o consente?) di evidenziare i vincoli posti dalla struttura finanziaria sulle politiche di sviluppo delle imprese minori nonché i fattori critici che condizionano lo sviluppo di relazioni finanziarie con il sistema degli intermediari dell'area.

Le evidenze emerse nelle prime parti dello studio, hanno suggerito alcuni approfondimenti, in particolare su aspetti dell'organizzazione e delle politiche del credito di un gruppo di intermediari con forte radicamento nell'area regionale. I processi di aggregazione, unitamente alla revisione in corso dell'assetto regolamentare sull'adeguatezza patrimoniale (Basilea 2), hanno fatto da catalizzatore per importanti processi di riorganizzazione aziendale finalizzati, tra gli altri, a migliorare la combinazione tra rendimento e rischio dei portafogli di attività in relazione alle nuove dimensioni operative raggiunte; nell'ambito di tali interventi si colloca di frequente anche una razionalizzazione delle politiche di offerta del credito e dei servizi finanziari alle imprese. Le ricadute di tali processi sui modelli di relazione con le piccole e medie imprese del territorio devono essere apprezzate con particolare attenzione. Significativamente, le politiche aziendali, sebbene perseguite attraverso soluzioni organizzative differenziate, appaiono in non pochi casi esplicitamente finalizzate a potenziare il presidio nei segmenti della piccola e media impresa e ad arricchire selettivamente l'offerta nei confronti di relazioni ritenute promettenti per il potenziale di domanda di servizi espresso dall'impresa e per le sue prospettive di sviluppo nel medio periodo.

## 1. Processi di concentrazione e trasformazioni della struttura dell'intermediazione

Tra la fine degli anni '90 e la prima parte degli anni 2000 la struttura del mercato del credito in Lombardia è stata influenzata dalle trasformazioni che hanno caratterizzato i flussi di intermediazione e la domanda di servizi finanziari. La sua evoluzione è stata influenzata dal ruolo della piazza milanese che agisce tradizionalmente come polo di attrazione delle politiche di crescita degli intermediari.

I processi di concentrazione del settore hanno visto in molti casi operare come soggetti attivi banche e gruppi bancari localizzati nell'area regionale e non hanno prodotto a livello locale sensibili effetti sul numero di operatori; nel complesso le banche con sede nella regione sono aumentate, anche se tale fenomeno è solo marginalmente ascrivibile alla costituzione di nuovi intermediari, e, specificamente, di banche a vocazione locale, come indica la sostanziale stabilità del numero di banche di credito cooperativo. Il numero di intermediari specializzati nell'attività di mercato mobiliare e nell'offerta di servizi di gestione del risparmio mostra solo una leggera flessione, come risultato della diminuzione delle società di intermediazione mobiliare e del forte aumento di SGR (società di gestione del risparmio) e SICAV, in seguito soprattutto ai rilevanti interventi di riorganizzazione nell'ambito delle strutture di gruppo, che hanno comportato il trasferimento alle società di gestione del risparmio di ampie quote dell'attività di *asset management* e di gestione di portafogli (si veda la Tabella 1.1).

Resta costante in termini numerici nel territorio regionale la presenza di filiali di banche estere, tipicamente specializzate nell'intermediazione creditizia all'ingrosso e nell'offerta di servizi alle maggiori imprese. E' noto tuttavia che per molti gruppi esteri la presenza sul mercato domestico ha privilegiato anche insediamenti in piazze diverse da quella milanese e si è sviluppata negli ultimi anni in aree di attività a valore aggiunto, prevalentemente servizi di gestione del risparmio e servizi di finanza di impresa. Molto spesso la concorrenza agli operatori domestici è stata condotta in forme diverse, attraverso società prodotte specializzate nell'intermediazione di mercato o strutture dedicate ai servizi di *investment* e di *merchant banking*.

Le tendenze della categoria degli intermediari finanziari non bancari appaiono contrastanti; va tuttavia segnalata la crescita del numero di società finanziarie iscritte all'elenco speciale presso la Banca d'Italia (cosiddette ex art. 107 del Testo Unico), sottoposte per le caratteristiche dell'attività a forme di supervisione analoghe a quelle delle banche; dal punto di vista operativo la categoria raccoglie un insieme eterogeneo di operatori, specializzati, tra l'altro, in attività di leasing e di factoring e nel settore dei prestiti personali. Gli intermediari localizzati in Lombardia rappresentano nel periodo in esame una quota crescente sul totale nazionale.

Emerge, in sintesi, un quadro dell'intermediazione certamente più articolato rispetto al passato e nel quale l'offerta di credito e di servizi al settore produttivo e ai segmenti della media impresa costituisce per gli operatori attivi nel mercato locale solo una delle possibili aree di operatività. In particolare, l'evoluzione dei mercati di borsa e il potenziale di domanda di servizi di gestione del risparmio indotto dallo sviluppo dell'*exchange industry* hanno rappresentato una forte attrattiva per gli intermediari e hanno sollecitato una diversificazione della struttura dell'offerta a favore di linee di attività diverse dall'intermediazione creditizia; tale tendenza ha certamente influenzato le scelte di localizzazione nel territorio regionale e in special modo nella piazza milanese. E' del resto significativo che nell'area regionale fosse insediato a fine 2003 circa il 30% degli intermediari bancari nazionali, comprendendo anche le banche di credito cooperativo ma complessivamente il 65% delle società di intermediazione mobiliare e oltre i tre quarti delle Sgr e Sicav.

**Tabella 1.1 Struttura del sistema finanziario lombardo (numero di unità; % su totale nazionale)**

	<b>2000</b>	<b>%</b>	<b>2001</b>	<b>%</b>	<b>2002</b>	<b>%</b>	<b>2003</b>	<b>%</b>
Banche	226	26,9	243	29,3	246	30,2	244	31
<i>con sede nella regione:</i>	164		175		181		180	
<i>banche spa (1)</i>	57	24	68	27	75	30	78	32
<i>banche popolari</i>	10	25	11	25	10	25	8	21
<i>banche di credito cooperativo</i>	50	10	48	10	48	10	48	11
<i>filiali di banche estere</i>	47	81	48	80	48	80	46	75
SIM	139	81,3	145	89,5	110	69,6	87	65,9
Sgr e SICAV	73	72,3	96	72,7	109	76,8	115	75,2
Società finanziarie ex art 106 TU	291	21,4	288	20,9	277	19	281	18,8
<i>di cui iscritte ex art.107 TU</i>	100	47,4	115	43,7	143	45,3	159	44,3

(1) Compresi istituti centrali di categoria e di rifinanziamento

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale del Governatore e "Note sull'andamento dell'economia della Lombardia", vari anni

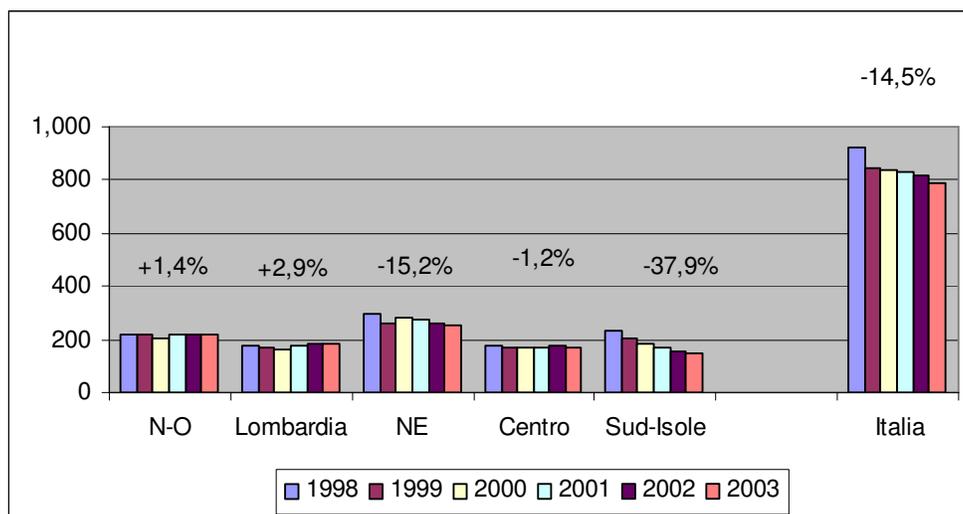
### **1.1. La struttura del mercato bancario locale**

In una fase contraddistinta da un intenso processo di consolidamento del sistema bancario nazionale l'impatto sulle banche nell'area lombarda è stato sostanzialmente limitato. La crescita del numero di banche è stata tra il 1998 e il 2003 quasi doppia rispetto all'andamento nella macro-area del Nord Ovest e, soprattutto, in controtendenza rispetto all'evoluzione nazionale, con un aumento del 2,9% a fronte di una flessione del 14,5% (Figura 1.1).

Questa tendenza riflette due specificità del movimento di concentrazione non prive di effetti sul mercato locale:

- da un lato è il risultato di forti divari di competitività delle strutture bancarie nelle varie aree del territorio nazionale, spiegabile non soltanto con la maggiore dimensione delle banche operanti nel Nord del paese, ma spesso anche con l'esistenza di elevati differenziali di *performance*: differenze strutturali hanno perciò consentito soprattutto alle banche con sede nel territorio regionale di operare in veste di soggetti attivi delle operazioni di acquisizione e hanno così impresso ai processi di crescita esterna del sistema bancario una chiara direttrice geografica;
- dall'altro, gli sporadici fenomeni di nuove costituzioni hanno trovato, anche se con esiti alterni, quasi esclusivamente nelle regioni settentrionali risorse imprenditoriali e finanziarie adeguate e positive prospettive di mercato quali presupposti per l'ingresso nel mercato bancario.

**Figura 1.1 Evoluzione del numero di banche: 1998-2003**



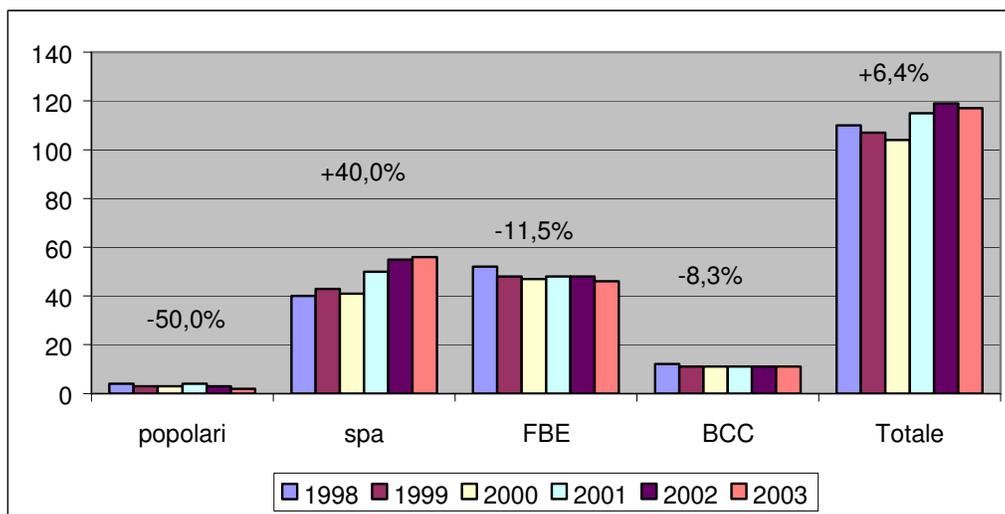
Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico

La crescita prima ricordata è ascrivibile unicamente alla categoria delle banche in forma di S.p.A., con un aumento nel periodo di circa il 40% nella sola provincia milanese; al contrario, il numero di banche popolari e di banche di credito cooperativo diminuisce in modo molto più marcato di quanto registrato a livello nazionale per tali gruppi di banche (Figura 1.2). Una tendenza analoga caratterizza il territorio regionale nel confronto con il mercato nazionale.

L'aumento del numero di nuove banche in forma di S.p.A., tuttavia, è solo marginalmente il risultato di effettive nuove costituzioni; più spesso si tratta di intermediari finanziari già operanti con differenti specializzazioni (leasing e factoring, credito personali, servizi di mercato) che hanno acquisito lo *status* di banca. Il fenomeno delle trasformazioni ha avuto manifestazione diffusa nell'esperienza italiana sin dalla metà degli anni '90 ed è proseguito nella prima parte degli anni 2000; a fronte di un assetto prudenziale sostanzialmente omogeneo per le diverse tipologie di intermediari, le motivazioni a favore della trasformazione risiedono prevalentemente, come è noto, in miglioramenti di immagine e in un sensibile ampliamento dello spettro di operatività, in particolare sul versante del *funding*, in virtù della possibilità di accedere al finanziamento nel mercato interbancario <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Si veda a questo proposito De Angeli S.,(a cura), Le trasformazioni in banche di società finanziarie, F. Angeli, Milano, 1999.

**Figura 1.2 Evoluzione del numero di banche per categoria istituzionale (provincia di Milano)**



Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico

Indagini recenti hanno rilevato che, in una fase di concentrazione del settore, il fenomeno delle nuove costituzioni è giustificato prevalentemente dall'esistenza di un potenziale di sviluppo dell'intermediazione creditizia tradizionale, sintetizzabile con l'ampiezza del differenziale tra tassi attivi e passivi<sup>2</sup>. Secondo tali analisi, tra il 1990 e la prima metà del 2002 sono state costituite 11 *de novo bank* nella provincia Milano-Lodi e 15 in tutta Lombardia. In realtà il periodo più intenso per le costituzioni è circoscritto alla parte centrale degli anni '90, mentre dal 1998 in avanti si registrano quasi esclusivamente trasformazioni in banche di intermediari non bancari<sup>3</sup>.

Se ne può dedurre che l'intensificarsi dei processi di aggregazione tra banche e le forme utilizzate, in prevalenza quella di gruppo federale, volte a conservare temporaneamente le specificità locali delle precedenti strutture aziendali, abbiano progressivamente limitato gli spazi di mercato e le motivazioni economiche per nuovi ingressi. Viceversa, nello stesso periodo, l'acquisizione della qualifica di banca da parte di intermediari per lo più operanti nell'ambito dell'intermediazione mobiliare appare giustificata oltre che da valutazioni relative ai vantaggi di mercato prima ricordati, anche dalle opportunità offerte dal nuovo *status* di banche di ampliare il ventaglio di servizi offerti alla clientela.

### **1.2 Lo sviluppo delle reti distributive e la copertura del territorio**

Per gli intermediari bancari con una consolidata presenza nel mercato locale la continua espansione del numero di sportelli sembra rispondere in prevalenza all'obiettivo di saturare l'offerta di servizi finanziari, soprattutto servizi indirizzati alla clientela al dettaglio (Tabella 1.2). Tale circostanza emerge sia dal costante aumento del numero di sportelli tradizionali e di comuni bancarizzati nell'area regionale, sia dalla sempre più capillare diffusione dei canali automatizzati (ATM e POS) che si è associata negli ultimi anni allo sviluppo di nuove funzionalità e all'adozione di politiche di mercato volte a massimizzare l'utilizzo delle carte di pagamento presso i terminali.

<sup>2</sup> Bofondi M., Gobbi G, (2004), *Bad Loans and Entry into Local Credit Markets*, in Banca d'Italia "Temi di discussione", n. 509, July

<sup>3</sup> Si veda Banca d'Italia, Bollettini di vigilanza, vari numeri

**Tabella 1.2 Struttura della rete distributiva in Lombardia (numero di unità)**

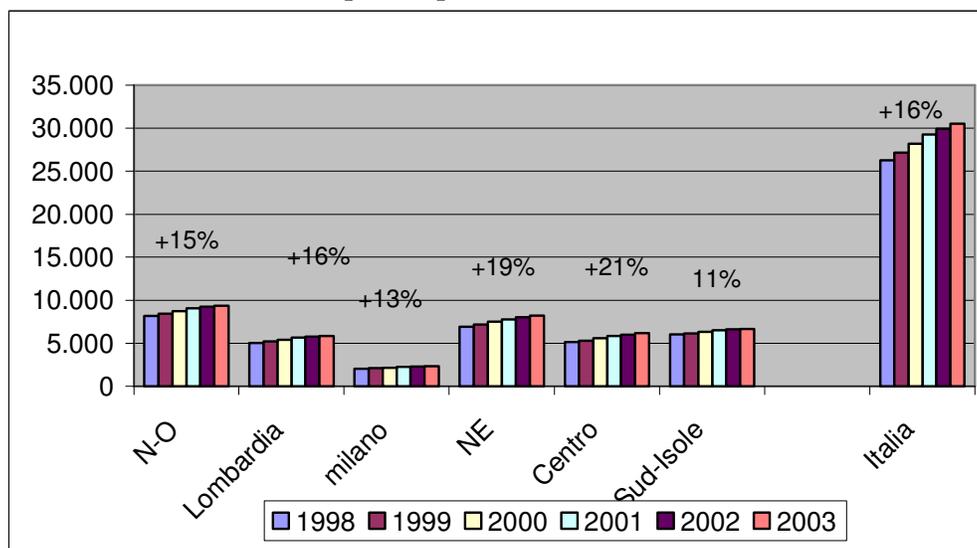
	2000	2001	2002	2003
Comuni serviti da banche	1.139	1.145	1.148	1.149
Sportelli operativi	5.435	5.654	5.772	5.841
ATM	6.447	6.942	7.675	7.313
POS	110.725	130.023	148.830	152.641

Fonte: Banca d'Italia, Note sull'andamento dell'economia della Lombardia, 2003

Nel periodo in esame l'evoluzione della rete distributiva tradizionale ha fatto registrare in Lombardia incrementi sostanzialmente analoghi rispetto al resto del Paese; la crescita leggermente più contenuta osservata nell'area provinciale riflette presumibilmente gli interventi di razionalizzazione richiesti dalla sovrapposizione delle reti di banche coinvolte in processi di aggregazione e già radicate sul territorio (si veda la Figura 1.3).

Il rafforzamento della rete distributiva è stato ovviamente perseguito sfruttando anche il potenziale dei canali innovativi (*telephone banking, home banking, negozi finanziari*); tra questi sensibile è stato l'aumento dei negozi finanziari, passati in Lombardia da 284 unità nel 2001 a 333 unità nel 2003, e per il 40% localizzati nella provincia di Milano. Significativa è anche la percentuale di banche operanti nella regione che offre servizi al dettaglio attraverso canali telefonici e telematici, in particolare operazioni di pagamento e servizi di negoziazione di titoli e fondi: secondo un'indagine condotta all'inizio del 2000 dalla filiale milanese della Banca d'Italia presso gli intermediari con sede nella regione l'offerta di servizi di pagamento e di servizi di *trading* via rete riguardava circa l'80% delle banche, rappresentative di oltre il 90% dei fondi intermediati dal campione esaminato<sup>4</sup>.

**Figura 1.3 Evoluzione del numero di sportelli per aree territoriali**



Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico

<sup>4</sup> Si veda Banca d'Italia, "Note sull'Andamento dell'economia della Lombardia", 2001.

Ulteriori analisi segnalano negli ultimi anni da un lato l'aumento del numero di clienti privati che utilizzano modalità di accesso telematico o in remoto ai servizi bancari, e, contestualmente, una diminuzione delle imprese che fanno ricorso a servizi di *corporate banking*, in misura più pronunciata nella regione che non nella media nazionale (si veda la Tabella 1.3). Nella sola provincia di Milano la copertura attraverso forme di *remote banking* via rete interessa comunque nel 2003 circa il 12% delle famiglie raggiunte dal servizio a livello nazionale e poco meno dell'11% delle imprese. Tale dato dovrebbe riflettere, più di quanto non avvenga per i servizi ai privati, un'operatività effettiva nell'ambito di servizi per le imprese strettamente collegati al rapporto di credito, quali la gestione di incassi e pagamenti e l'attività di *cash management*.

**Tabella 1.3 Servizi telematici alla clientela: numero di clienti**

Aree geografiche	2002			2003		
	Home e corporate banking		Phone banking	Home e corporate banking		Phone banking
	servizi alle famiglie	servizi alle imprese		servizi alle famiglie	servizi alle imprese	
Lombardia	843.258	221.543	1.151.202	960.062	163.304	1.437.054
Provincia di Milano	397.988	106.599	588.566	491.469	84.157	827.422
Italia	3.920.242	924.791	4.942.689	4.100.779	772.869	5.732.296

Fonte: Banca d'Italia, Note sull'Andamento dell'economia della Lombardia", 2003

Gli indicatori di bancarizzazione tradizionali, sintetizzati dal rapporto "abitanti per sportello" si evolvono in modo simile per la Lombardia e per la provincia di Milano rispetto al resto dell'Italia ed evidenziano progressi in termini di maggiore disponibilità dei punti d'accesso ai servizi bancari sul territorio (cfr. Tabella 1.4).

Un indicatore interessante nella prospettiva del rapporto con le imprese è costituito dal rapporto "PIL/sportelli" che confronta le caratteristiche di bancarizzazione con un aggregato espressivo delle dimensioni dell'attività economica nell'area, in questo caso disponibile solo a livello regionale e aggiornato al 2002.

**Tabella 1.4 Indicatori di bancarizzazione**

Aree geografiche	abitanti per sportello			PIL per sportello		
	1998	2001	var %	1998	2002	Var %
Italia nord ovest	1.844	1.679	-9%	42.731,9	43.539,1	1.89%
Lombardia	1.792	1.596	-11%	43.836,6	44.083,0	0.56%
Provincia Milano	1.828	1.647	-10%	n.d.	n.d.	n.d.
Italia nord est	1.527	1.380	-10%	34.578,8	35.007,4	1.24%
Italia centrale	2.159	1.910	-12%	43.406,8	43.791,3	0.89%
Sud e Isole	3.459	3.189	-8%	43.262,1	46.734,3	8.03%
<b>Totale Italia</b>	<b>2.194</b>	<b>1.983</b>	<b>-10%</b>	<b>40.862,9</b>	<b>42.052,9</b>	<b>2.91%</b>

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico; Istat, Conti regionali

I valori per l'area lombarda mostrano differenze rispetto al resto d'Italia: alla rete territoriale possono essere riferiti volumi di attività significativamente superiori rispetto ad altre aree. I tassi di crescita del rapporto in Lombardia risultano tuttavia più contenuti rispetto alla media nazionale e alle singole macroaree, in particolare rispetto all'area del Nord-Ovest. L'andamento è il risultato anche dell'incremento del numero di sportelli nella regione e sembra confermare linee di sviluppo delle reti territoriali in parte indipendenti dai ritmi produttivi del territorio regionale.

Da questa prospettiva la rete lombarda mostra caratteristiche e linee di sviluppo fortemente orientate ai segmenti al dettaglio e volte a massimizzare i vantaggi legati alla elevata copertura del territorio. Ad una prima valutazione l'articolazione dei canali distributivi è stata dedicata a sfruttare il potenziale di domanda ancora presente nel mercato dei privati, nei cui confronti appare conveniente l'utilizzo di combinazioni di canali tradizionali e non convenzionali.

L'evoluzione strutturale prima descritta richiede tuttavia una qualificazione ulteriore attraverso l'analisi delle scelte distributive e organizzative operate dalle banche del territorio. E' diffusa infatti la tendenza ad indirizzare l'erogazione di servizi alle imprese verso canali differenziati, non rilevati compiutamente dalle statistiche relative agli sportelli: le soluzioni organizzative possono differenziarsi a livello aziendale, come nel caso della creazione di filiali specializzate o di meccanismi relazionali basati su figure di *client manager*, piuttosto che nell'ambito del gruppo, con l'utilizzo dei canali distributivi rappresentati dalle società prodotte.

I movimenti delle quote di mercato nella prima parte degli anni 2000 sono un effetto dei mutamenti della struttura dell'offerta e forniscono un'indicazione delle condizioni di maggiore concorrenza che hanno caratterizzato il mercato regionale (si veda la Tabella 1.5). Su base aggregata si è assistito a una redistribuzione delle quote di mercato a favore da un lato del gruppo delle banche popolari e delle banche di credito cooperativo, dall'altro verso le filiali di banche estere. Le banche popolari e le banche di credito cooperativo mostrano un forte radicamento nei piccoli comuni della regione ma le prime guadagnano quote nel mercato dei prestiti anche nei centri maggiori.

Il processo avvantaggia nel complesso le banche di medie dimensioni più presenti nel territorio presumibilmente a danno dei maggiori gruppi e ciò può essere interpretato come un effetto indiretto dei processi di consolidamento poiché le esigenze di riorganizzazione interna ai maggiori gruppi bancari, generate dalle operazioni di aggregazione, ne possono avere transitoriamente indebolito la capacità di presidio dei mercati locali. Secondo i dati diffusi dalla Banca d'Italia la quota sul mercato lombardo dei prestiti ascrivibile a banche con sede nella regione è comunque particolarmente elevata e si avvicina ai due terzi del credito erogato a clientela residente<sup>5</sup>.

Nelle piazze principali la concorrenza delle filiali di banche estere nei confronti delle banche di maggiori dimensioni è comunque significativa, presumibilmente anche a motivo della capacità di proporre alle imprese forme di assistenza finanziaria qualitativamente sviluppati.

---

<sup>5</sup> Cfr. Banca d'Italia, Note sull'andamento dell'economia della Lombardia, 2002

**Tabella 1.5 Quote di mercato delle banche in Lombardia per categorie istituzionali di banche**

	Prestiti			Depositi		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
<b>comuni con meno di 10.000 abitanti</b>						
banche spa	66,3	66,3	64,7	71,6	71,5	69,6
banche popolari	13,8	13,8	14,1	12,7	12,9	13,4
banche di credito cooperativo	18,4	18,5	19,6	15,5	15,3	16,7
filiali di banche estere	1,4	1,3	1,5	0,2	0,3	0,3
<b>comuni da 10.000 a 100.000 abitanti</b>						
banche spa	78,1	78,2	77,5	78,5	77,9	76,8
banche popolari	15,2	15,4	15,3	15,4	15,8	16,4
banche di credito cooperativo	5,9	5,8	6,3	6,1	6,3	6,8
filiali di banche estere	0,8	0,7	0,9	0,0	0,0	0,0
<b>comuni con oltre 100.000 abitanti</b>						
banche spa	69,7	66,9	66,0	83,3	78,2	72,7
banche popolari	5,0	5,2	6,4	9,1	9,4	9,1
banche di credito cooperativo	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
filiali di banche estere	14,0	16,9	17,1	3,7	8,6	13,5
Altre banche	11,1	10,8	10,2	3,7	3,6	4,4
<b>Totale Lombardia</b>						
banche spa	70,9	69,0	67,7	79,3	76,7	72,8
banche popolari	7,7	8,1	9,0	11,6	11,9	11,8
banche di credito cooperativo	2,9	3,2	3,4	5,2	5,1	5,3
filiali di banche estere	10,5	12,1	12,2	1,9	4,5	7,2
Altre banche	8,1	7,6	7,7	1,9	1,9	2,8

Fonte : Banca d'Italia, Note sull'andamento dell'economia della Lombardia, 2003

## 2. Gli effetti del consolidamento sui mercati locali del credito: alcune indicazioni per il caso lombardo

Con l'intensificarsi dei processi di consolidamento del settore bancario in tutti i principali mercati nazionali molte analisi hanno associato al conseguente aumento delle dimensioni degli intermediari l'ipotesi di riduzioni strutturali della quota di prestiti indirizzati alle imprese minori. Alla base di questa ipotesi vi è la motivazione che la crescita dimensionale favorisce un processo di diversificazione degli attivi e può attenuare la propensione al rapporto di credito con le piccole imprese per valutazioni di rischio e per gli elevati costi della gestione delle relazioni. Sono spesso segnalate in questo caso specifiche difficoltà nello standardizzare e nel trasferire alla nuova struttura aziendale informazioni non strutturate relative ai prenditori minori.

In letteratura si è però richiamata l'eventualità che gli effetti sul rapporto con le imprese possano differire a seconda delle forme assunte dai processi di concentrazione. Evidenze riferite ai processi di concentrazione realizzati nel mercato statunitense negli anni '90 indicano che la struttura aziendale risultante dal processo di concentrazione tende a ricercare una composizione del portafoglio per classi di prenditori omogenea rispetto a quella precedente all'aggregazione e che in questa prospettiva, nel caso di crescita esterna, la quota di credito alle imprese minori si modifica in modo inversamente correlato alla dimensione.

Il fenomeno può avere intensità differente qualora prevalga la convenienza a mantenere taluni vantaggi di specializzazione delle banche acquisite nella gestione del rapporto con le imprese minori, o piuttosto la nuova banca preferisca sfruttare i vantaggi della crescita dimensionale per modificare la composizione del proprio portafoglio a favore di prestiti di importo più elevato<sup>6</sup>.

Talune analisi suggeriscono invece possibili riduzioni della quota di prestiti alle piccole imprese soprattutto nell'ipotesi di aggregazioni attraverso fusioni, a seguito di interventi di riassetto dei portafogli finalizzati ad elevarne la qualità; ne conseguirebbe in questo caso un rallentamento generalizzato dell'offerta di credito, spesso più accentuato per le imprese di minori dimensioni, per la volontà di ricondurre gradualmente le condizioni di rendimento e rischio del portafoglio prestiti ai nuovi obiettivi aziendali. Le operazioni di fusione possono in altri termini comportare revisioni radicali dei modelli di valutazione del credito e una maggiore accuratezza dei processi di selezione<sup>7</sup>.

In sintesi, la maggior parte dei risultati, riferiti sia ai mercati statunitensi che, più di recente, al caso italiano, non mostra evidenze chiare circa la possibilità che i processi di consolidamento riducano *tout court* la disponibilità di credito a favore delle piccole e medie imprese<sup>8</sup>.

Da un lato, è ragionevole attendersi che al crescere delle dimensioni l'intermediario possa registrare una riduzione della quota di crediti verso le piccole imprese per valutazioni di convenienza relativa che rendono più oneroso il monitoraggio e controllo verso questa categoria di prenditori al crescere delle dimensioni. D'altro canto i processi di consolidamento possono produrre effetti positivi sulle relazioni concorrenziali se la crescita comporta l'entrata in nuovi mercati locali attraverso politiche di acquisizione; oltre all'effetto positivo di ridurre le segmentazioni, l'ingresso si associa infatti a un aumento delle dimensioni operative che offre l'opportunità di diversificare i portafogli in modo da compensare la maggiore rischiosità e la possibile perdita di informazioni nei confronti dei prenditori locali: ne risulta di fatto migliorata la capacità di selezione del nuovo intermediario anche a vantaggio delle imprese locali più promettenti<sup>9</sup>.

In mercati locali interessati da processi di aggregazione, inoltre, la stabilità della quota di credito destinata alle imprese minori dipende anche dalla possibilità degli intermediari già presenti, non coinvolti in processi di aggregazione, di sostituirsi alle grandi banche nell'offerta di finanziamenti per la loro capacità di mantenere vantaggi di costo nella gestione della relazione; gli effetti sulle

---

<sup>6</sup> In tal senso si indirizzano i risultati prodotti in Peek e Rosengren (1997)

<sup>7</sup> Si veda Bonaccorsi di Patti e Gobbi (2001), *cit.*

<sup>8</sup> Si rimanda a tale proposito a Strahan e Weston (1998).

<sup>9</sup> Si veda ancora Bonaccorsi di Patti e Gobbi (2001)

imprese del territorio possono essere ridotti anche dall'eventualità che banche di nuova costituzione occupino gli spazi di mercato abbandonati dagli intermediari oggetto di un processo di crescita.

Analisi recenti riferite all'esperienza italiana segnalano che la contrazione dei finanziamenti a favore della piccola impresa può inoltre essere attenuata o annullata:

- a) se le aggregazioni seguono modelli di tipo federativo tendenti a preservare almeno temporaneamente identità e strategie di mercato delle banche acquisite, in particolare se queste ultime privilegiano modelli relazionali di gestione del credito; ciò evita la perdita del potenziale informativo nei confronti delle piccole imprese e nel contempo influenza positivamente la capacità di credito e la diversificazione dell'offerta del gruppo bancario;
- b) se la storia creditizia dell'impresa e la qualità delle sue relazioni bancarie consentono di limitare i possibili effetti di restrizione grazie a relazioni bancarie multiple, che agiscono da ammortizzatore di un'eventuale razionamento operato dalla banca interessata dall'operazione di concentrazione.

La capacità del debitore di segnalare la propria qualità al mercato in questo caso consentirebbe di ottenere ricadute positive dalle modifiche strutturali dell'offerta e in particolare maggiore disponibilità di credito da parte degli intermediari oggetto di aggregazioni, poiché la migliore diversificazione conseguibile al crescere delle dimensioni permetterebbe di mitigare la rischiosità della relazione<sup>10</sup>.

Trasferendo tali valutazioni al caso del mercato locale lombardo gli effetti delle aggregazioni che hanno coinvolto molti intermediari dell'area possono risultare mitigati per le imprese del territorio e comunque positivamente influenzati da alcuni elementi:

- a) una potenziale elevata concorrenza da parte delle banche minori, comunque vivaci nel segmento delle imprese individuali e delle piccole imprese;
- b) la scelta, compiuta nella seconda metà degli anni '90 da molti intermediari, di basare inizialmente i processi di crescita su modelli di aggregazione di tipo "federale" che hanno mirato a preservare i caratteri di prossimità con gli operatori del territorio e a circoscrivere i costi di una possibile perdita di informazioni circa i debitori di minori dimensioni;
- c) la ricerca di criteri di selezione delle controparti più efficienti, in parte sollecitate dal nuovo assetto regolamentare (Basilea 2), che diffusamente si sta accompagnando a strategie di riqualificazione dell'offerta di assistenza specificamente mirate a premiare alcune fasce di medie e piccole imprese dell'area.

---

<sup>10</sup> Indicazioni di questo tenore si ricavano in Bonaccorsi di Patti e Gobbi (2003)

### 3. L'evoluzione del mercato del credito in Lombardia

Nel periodo in esame il mercato regionale del credito ha registrato uno sviluppo sostenuto, in particolare nell'ultima parte degli anni '90. L'attività di finanziamento al settore produttivo è peraltro concentrata nell'area della provincia milanese, grazie anche alla ampia articolazione dell'offerta per dimensioni delle banche e per tipologia di intermediari. Il quadro concorrenziale è stato caratterizzato da una continua riduzione del costo del credito che in termini reali ha raggiunto alla fine del decennio il suo punto di minimo.

Le politiche creditizie hanno tuttavia privilegiato fino a tutto il 2000 le imprese di maggiori dimensioni, anche attraverso il credito erogato alle finanziarie di gruppo. La dinamica del credito bancario è stata inoltre sostenuta, anche in una fase di peggioramento della congiuntura, dalla domanda generata da operazioni di finanza straordinaria (acquisizioni e ristrutturazioni aziendali), segmento di attività che sembra connotare l'intermediazione nel mercato regionale. Solo a partire dal 2001 e in modo più deciso negli anni successivi, si è assistito a un rallentamento dei tassi di espansione del credito, influenzato dal peggioramento del quadro congiunturale, che ha interessato tutti i comparti produttivi e si è accompagnato ad una maggiore selettività delle procedure di affidamento degli intermediari dell'area e a strategie di diversificazione dei portafogli per forme tecniche e importi dei fidi.

La fase più recente è caratterizzata da una leggera crescita del finanziamento alle imprese di minori dimensioni e alle imprese individuali e da una tendenza generalizzata a preferire strutture tecniche a medio termine o garantite, in specie con il peggiorare del quadro congiunturale: tale atteggiamento riflette da un lato una revisione delle politiche di affidamento a sostegno all'attività produttiva e di operazioni di espansione, dall'altro la volontà di rendere più efficiente il monitoraggio delle posizioni attraverso forme tecniche in grado di assicurare un controllo più accurato della destinazione del credito.

La concorrenza nel mercato regionale è tradizionalmente favorita dalla qualità media dei prenditori, che nel periodo in esame si è confermata tendenzialmente più elevata rispetto ad altre aree del mercato nazionale. Solo negli ultimi anni si assiste a un peggioramento degli indicatori di anomalia, rappresentati dall'ingresso in sofferenza di nuove posizioni e da un aumento dei crediti incagliati. La qualità dei portafogli è inoltre favorita da una gestione attiva delle posizioni in contenzioso, che diffusamente ha comportato per le banche dell'area la cessione di crediti dubbi e il ricorso ad operazioni di titolarizzazione di quote dei portafogli in sofferenza.

Dal punto di vista della domanda importante è il ruolo svolto da operatori *di standing* elevato (in particolare società finanziarie e holding industriali) con elevata forza contrattuale e in grado di coordinare efficacemente modalità di utilizzo e combinazioni tecniche del ricorso al credito a beneficio delle società del gruppo; tale circostanza contribuisce ad elevare il grado di concorrenza nel mercato locale.

Nella prospettiva dell'offerta l'articolazione delle tipologie di intermediari si riflette nella disponibilità di forme di finanziamento alternative al credito bancario anche per la media impresa, fornite attraverso il canale delle società specializzate (società di leasing e di factoring), appartenenti o meno a gruppi bancari; diffuso tra le banche della regione risulta l'intervento nel settore *merchant banking* e nell'offerta di capitale di rischio, in risposta anche alla concorrenza portata in queste linee di attività dalle succursali di banche estere; storicamente questi operatori hanno infatti sviluppato specifiche competenze sulla piazza milanese sia nell'area dell'*asset management* sia nell'offerta di servizi a valore aggiunto alle imprese (in particolare, operazioni di finanza strutturata e finanza di progetto; offerta di servizi di cash management e di copertura dei rischi)<sup>11</sup>

L'offerta di capitale di rischio e gli interventi di *venture capital* riguardano tuttavia solo marginalmente le imprese di minori dimensioni, poco propense ad accettare nella compagine *partners* finanziari; solo di recente si è registrata una propensione delle banche del territorio ad

---

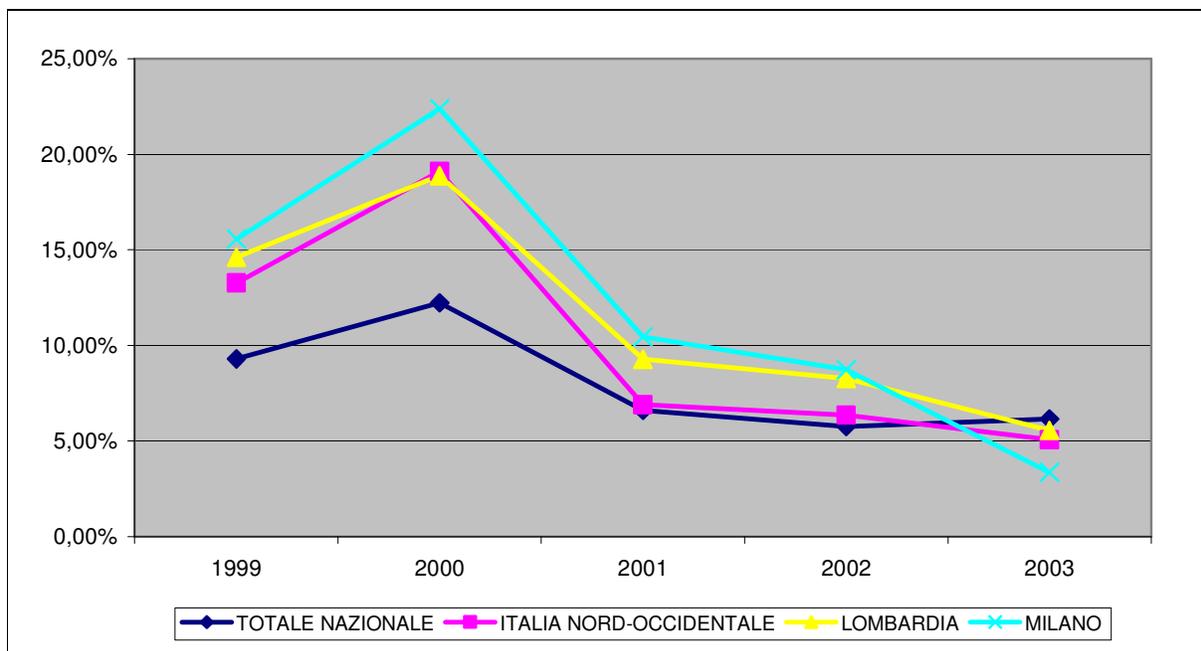
<sup>11</sup> Si veda Banca d'Italia, "Note sull'andamento economico della regione Lombardia", 2000.

intervenire anche nelle prime fasi di sviluppo delle imprese attraverso la partecipazioni ad incubatori operanti nell'area milanese.

### 3.1 Il credito alle imprese

Per l'intero periodo 1998-2002 i tassi di variazione del credito alla clientela ordinaria nei mercati della Lombardia e della provincia di Milano si mantengono stabilmente su valori superiori al dato nazionale. I flussi di credito nella regione hanno un andamento decrescente a partire dal 2000 in linea con le tendenze a livello nazionale, a seguito del rallentamento dell'economia; nell'ultimo anno, tuttavia, la flessione prosegue per la Lombardia e in particolare per il mercato provinciale, mentre si registra su base nazionale una leggera ripresa dei finanziamenti (si veda la Figura 3.1).

**Figura 3.1 Tasso di variazione degli impieghi alla clientela**

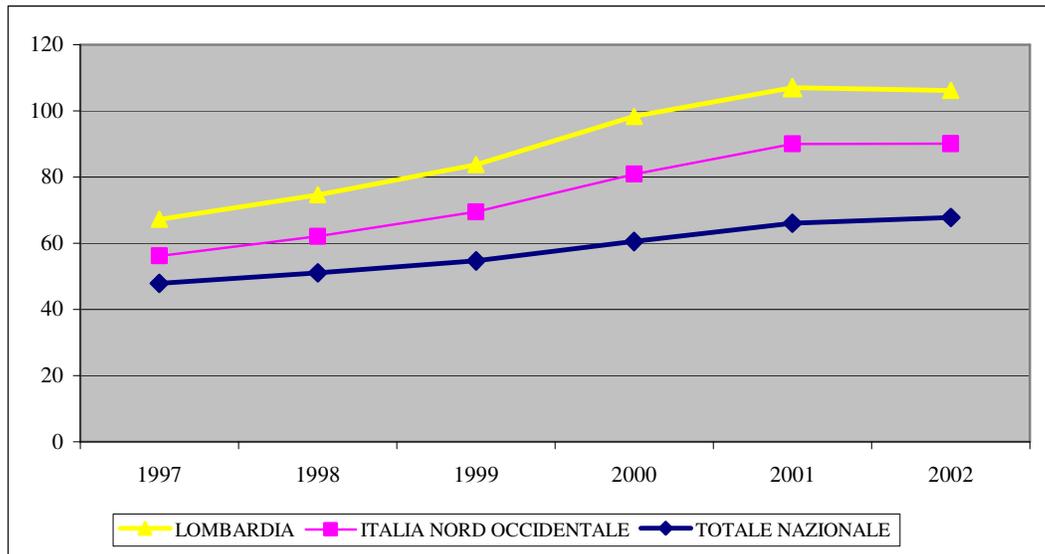


Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico

L'andamento del rapporto credito bancario/PIL è strutturalmente superiore al valore medio nazionale ed è del tutto allineato per il mercato regionale rispetto all'area del Nord Ovest, la cui dinamica è fortemente influenzata dalla quota di credito relativa alla sola Lombardia; dopo una crescita sostenuta fino a tutto il 2000, che ha portato l'indicatore a raggiungere valori superiori all'unità, si assiste nella fase più recente ad un rallentamento che sconta la fase flettente dell'economia e che è comparativamente più accentuato rispetto all'andamento dei valori per l'intero mercato nazionale (Figura 3.2)

E' ragionevole ipotizzare che tale evoluzione sia ancora indicativa del ruolo degli intermediari dell'area nel canalizzare il credito al settore produttivo, ma che d'altro canto proprio per questo motivo risenta in modo più evidente della razionalizzazione delle politiche creditizie conseguente agli importanti processi di aggregazione realizzati nel periodo.

**Figura 3.2 Credito bancario in rapporto al PIL: Lombardia e Italia**



Fonte: Banca d'Italia e Istat

La composizione del credito per settori di attività economica non si discosta significativamente dal quadro nazionale; tanto in ambito regionale che nel mercato provinciale, tuttavia, l'incidenza degli impieghi alle imprese finanziarie e assicurative sul totale, già particolarmente elevata (rispettivamente 23,7% e 34,1% nel 1998) aumenta ulteriormente nel periodo rispetto ai valori medi nazionali. L'entità dei finanziamenti indirizzati a società finanziarie e ad altri intermediari non bancari evidenzia per l'area lombarda l'operare di circuiti di intermediazione multipla e la presenza di una struttura di offerta articolata per tipologie di istituzioni e per forme di finanziamento.

La quota dei finanziamenti alle imprese sul totale del portafoglio crediti risulta a livello regionale, all'inizio del periodo analizzato, superiore ai valori medi nazionali; l'incidenza dei prestiti alle imprese ha tuttavia registrato una contrazione significativa in termini relativi, passando nel periodo dal 50,5% al 47,7% nell'area provinciale e dal 56,5% al 51,4% nel territorio regionale, a fronte di una sostanziale stabilità del valore su base nazionale.

Queste linee di tendenza non sembrano ascrivibili a significative revisioni delle politiche di affidamento e si collocano comunque in un contesto in cui il credito ai prenditori di minori dimensioni resta marginale rispetto ai volumi di finanziamenti complessivi; è anzi un tratto distintivo del mercato del credito locale la debole vocazione il peso ridotto dei segmenti al dettaglio: a fine 2003 le famiglie consumatrici contribuiscono per quasi il 22% alla composizione del portafoglio del sistema bancario nazionale a fronte di un valore inferiore al 13% nella provincia di Milano; l'incidenza dei finanziamenti alle famiglie produttrici<sup>12</sup> è tradizionalmente marginale e pari a 1,5% a livello provinciale e al 3,8% su base regionale, al termine di una fase che ha visto la quota di questi finanziamenti contrarsi anche in modo più marcato rispetto al dato nazionale (si veda la Tabella 3.1).

<sup>12</sup> La dizione è coincidente con quella delle "imprese individuali" e comprende le imprese individuali e le società semplici o di fatto con non più di 5 addetti.

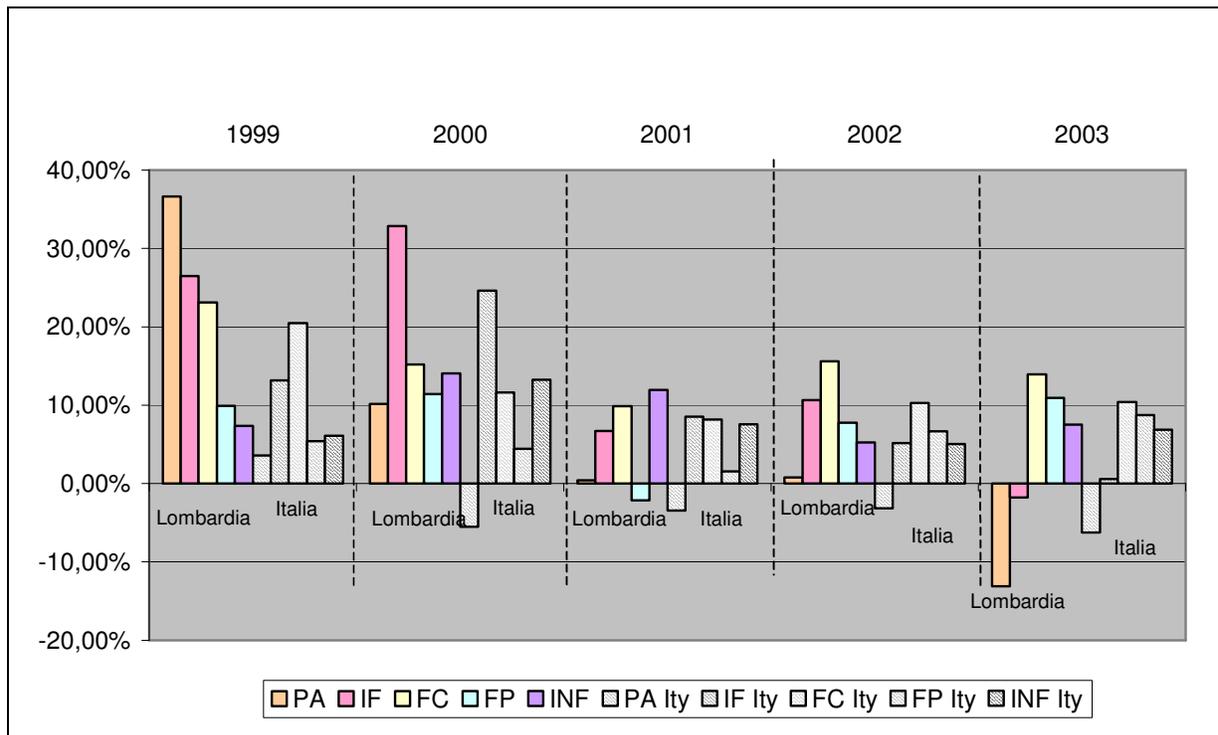
**Tabella 3.1 Composizione dei prestiti alla clientela: Lombardia e provincia di Milano**

ANNI	TOTALE CLIENTELA ORDINARIA RESIDENTE	AMM. PUBBLICHE	IMPRESE FINANZ. E ASSICURATIVE	FAMIGLIE CONSUMATRICI	FAMIGLIE PRODUTTRICI	IMPRESE NON FINANZIARIE
<b>TOTALE NAZIONALE</b>						
1998	100%	8.0%	12.5%	18.2%	7.4%	53.9%
1999	100%	7.6%	13.0%	20.0%	7.1%	52.3%
2000	100%	6.4%	14.4%	19.9%	6.6%	52.6%
2001	100%	5.8%	14.7%	20.2%	6.3%	53.0%
2002	100%	5.3%	14.6%	21.1%	6.4%	52.6%
2003	100%	4.7%	13.8%	21.9%	6.5%	53.0%
<b>LOMBARDIA</b>						
1998	100%	1.8%	23.7%	13.5%	4.5%	56.5%
1999	100%	2.1%	26.2%	14.5%	4.3%	52.9%
2000	100%	2.0%	29.2%	14.0%	4.0%	50.7%
2001	100%	1.8%	28.6%	14.1%	3.6%	51.9%
2002	100%	1.7%	29.2%	15.1%	3.6%	50.4%
2003	100%	1.4%	27.2%	16.3%	3.8%	51.4%
<b>PROVINCIA DI MILANO</b>						
1998	100%	2.2%	34.1%	11.0%	2.0%	50.6%
1999	100%	2.8%	36.6%	11.4%	1.8%	47.4%
2000	100%	2.5%	40.1%	10.4%	1.6%	45.4%
2001	100%	2.3%	38.2%	10.5%	1.4%	47.6%
2002	100%	2.1%	39.0%	11.6%	1.4%	45.9%
2003	100%	1.7%	36.3%	12.8%	1.5%	47.7%

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico

La crescita dei finanziamenti alle imprese non finanziarie (società finanziarie e assicurative) risulta in Lombardia nel complesso stabilmente più elevata rispetto al resto dell'Italia; l'elevata quota del credito indirizzato a tali operatori, come si è ricordato, costituisce un connotato del mercato lombardo e ha influenzato in modo determinante le dinamiche dell'aggregato più di quanto non avvenga a livello nazionale. La decelerazione dei prestiti che ha interessato l'area lombarda e milanese è di fatto ascrivibile in primo luogo alla contrazione del credito a tale categoria di controparti (si veda la Figura 3.3).

**Figura 3.3 Tasso di variazione degli impieghi per settori di attività economica**



PA = pubblica amministrazione; IF = società finanziarie e assicurative  
 FC = famiglie consumatrici; FP = famiglie produttrici; INF = imprese non finanziarie

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico

La dinamica del credito al settore delle imprese non finanziarie, unitamente alla entità dei prestiti destinati a finanziarie di gruppo nell'ambito del finanziamento alle imprese rappresentano specificità del mercato del credito locale; rafforzano la tesi secondo cui, in specie nel segmento delle imprese di medie e grandi dimensioni, il credito costituisca ormai nella prassi operativa degli intermediari dell'area un prodotto strumentale all'offerta di servizi di valore aggiunto (finanza straordinaria, ristrutturazioni).

Se si limita l'analisi al credito alle imprese non finanziarie la composizione dei finanziamenti per branche di attività economica appare sostanzialmente immutata nel periodo 1999-2003, sia con riferimento alla posizione relativa delle diverse branche per credito assorbito sia in termini di concentrazione: le prime cinque branche incidono per poco meno del 60% sul totale del credito (cfr. Tabella 3.2).

**Tabella 3.2 Credito erogato alle prime dieci branche di attività economica (1999 e 2003)**

BRANCHE	Quota a fine 1999	BRANCHE	Quota a fine 2003
<b>TOTALE BRANCHE</b>	<b>100%</b>	<b>TOTALE BRANCHE</b>	<b>100%</b>
SERVIZI DEL COMMERCIO, RECUPERI E RIPARAZIONI	18.67%	ALTRI SERVIZI DESTINABILI ALLA VENDITA	24.37%
ALTRI SERVIZI DESTINABILI ALLA VENDITA	18.15%	SERVIZI DEL COMMERCIO, RECUPERI E RIPARAZIONI	15.68%
EDILIZIA ED OPERE PUBBLICHE	9.48%	EDILIZIA ED OPERE PUBBLICHE	9.53%
PRODOTTI IN METALLO ESCLUSI LE MACCHINE E I MEZZI DI TRASPORTO	6.11%	PRODOTTI IN METALLO ESCLUSI LE MACCHINE E I MEZZI DI TRASPORTO	4.99%
PRODOTTI TESSILI, CALZATURE, ABBIGLIAMENTO	6.10%	PRODOTTI TESSILI, CALZATURE, ABBIGLIAMENTO	4.39%
<b>quota delle prime 5 branche</b>	<b>58,51%</b>	<b>quota delle prime 5 branche</b>	<b>58,97%</b>
MACCHINE AGRICOLE E INDUSTRIALI	5.02%	PRODOTTI ENERGETICI	4.26%
PRODOTTI CHIMICI	4.10%	MINERALI E METALLI	4.21%
MINERALI E METALLI	3.80%	MACCHINE AGRICOLE E INDUSTRIALI	3.79%
MATERIALE E FORNITURE ELETTRICHE	3.75%	PRODOTTI CHIMICI	3.65%
PRODOTTI ALIMENTARI E DEL TABACCO	3.37%	PRODOTTI ALIMENTARI E DEL TABACCO	3.14%

Fonte: Banca d'Italia, Note sull'andamento dell'economia della Lombardia, 1999 e 2003.

Le trasformazioni strutturali del mercato locale del credito vanno apprezzate anche per gli effetti prodotti sul credito alle diverse classi dimensionali di imprese; tale prospettiva di analisi dei dati consente di valutare più in dettaglio le eventuali ricadute sulla disponibilità di credito a favore delle imprese minori all'aumentare delle dimensioni degli intermediari e dei gruppi bancari.

Se si utilizza come tradizionale indicatore della dimensione dei prenditori la classe di grandezza del credito accordato, l'evoluzione osservata per il mercato regionale presenta alcune significative differenze rispetto alla situazione nazionale: nella prima parte degli anni 2000, infatti, mentre la crescita media resta in larga parte equilibrata per le diverse classi dimensionali sull'intero territorio nazionale, i tassi di crescita del credito accordato risultano in Lombardia sensibilmente più elevati per le classi dimensionali di fido estreme.

Il dato diverge soprattutto per i fidi di importo superiore ai 25 milioni di euro la cui crescita riflette presumibilmente il già ricordato ruolo svolto nell'assorbimento di credito dal settore delle imprese finanziarie oltre che la consistente domanda di finanziamenti a supporto di operazioni di finanza strutturata, che, almeno fino al 2002, si è indirizzata agli intermediari dell'area.

La crescita del credito nelle classi dimensionali inferiori, simile a quella osservata su base nazionale, è giustificata anche dal forte sviluppo dei finanziamenti al dettaglio nel segmento dei mutui casa e dal deciso orientamento impresso dagli intermediari al settore dei crediti personali.

E' significativo che, in coerenza con le dinamiche del credito nel periodo, gli incrementi nelle classi di fido intermedie, cui può essere associata l'attività di prestito alla media impresa, i tassi di crescita nel mercato regionale siano sensibilmente più bassi rispetto ai valori nazionali (cfr. Tabella 3.3).

**Tabella 3.3 Evoluzione dei crediti per cassa in Lombardia: classi di grandezza del fido accordato**

Classi di fido	>= 25.000.000 EURO	DA 5.000.000 A 25.000.000 EURO	DA 2.500.000 A 5.000.000 EURO	DA 500.000 A 2.500.000 EURO	DA 250.000 A 500.000 EURO	DA 125.000 A 250.000 EURO	DA 75.000 A 125.000 EURO
2000	206.921	51.680	20.438	39.554	11.554	10.049	10.257
2001	229.922	53.203	21.801	41.423	12.187	10.954	11.631
2002	249.363	56.930	23.213	43.586	12.829	12.768	14.759
2003	256.599	58.115	23.512	43.905	12.986	13.279	15.348
var % periodo	24,01%	12,45%	15,04%	11,00%	12,39%	32,14%	49,63%
var% in Italia	15,90%	15,68%	15,16%	16,62%	15,21%	31,24%	45,51%

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico

### 3.2 Costo e qualità del credito

Gli effetti dell'evoluzione del settore bancario sono visibili anche attraverso l'andamento del costo del credito nel mercato regionale, che, com'è noto, per l'intero periodo in esame ha risentito della favorevole congiuntura dei tassi di mercato. La diffusa presenza di prenditori di elevato *standing*, unitamente alle caratteristiche strutturali di minore rischiosità dei debitori, si riflette in livelli dei tassi attivi stabilmente più bassi in Lombardia rispetto alla media nazionale per tutte le classi dimensionali di credito accordato.

L'andamento flettente dei tassi è allineato alla media nazionale per le classi di fido più elevate, mentre relativamente più marcata è l'entità delle riduzioni dei tassi attivi a vantaggio pressoché di tutte le altre classi dimensionali per l'operare di maggiori pressioni concorrenziali nell'area. L'ampiezza della riduzione registrata per la classe di fidi più bassa (fidi inferiori a 125.000 euro) indica tuttavia ancora una volta che la leva del prezzo è stata intensamente utilizzata anche nei confronti dei segmenti genuinamente al dettaglio (privati, in particolare) dove peraltro la standardizzazione del rapporto di clientela e delle caratteristiche tecniche dei finanziamenti rende più importante la leva competitiva del prezzo; riduzioni più contenute per le classi di fido intermedie, comunque sempre superiori al dato medio nazionale, suggeriscono la presenza di maggiori segmentazioni nei mercati della media impresa che i processi di aggregazione potrebbero in alcuni casi avere enfatizzato e che possono avere attenuato gli effetti della concorrenza di prezzo nella fase congiunturale in esame (si veda la Tabella 3.4).

**Tabella 3.4 Tassi attivi per classi di grandezza del fido: 2000-2003 (\*)**  
**(Lombardia e in Italia – valori di fine anno)**

Classi di fido	>= 25.000.000 EURO	DA 2.500.000 A 25.000.000 EURO	DA 500.000 A 2.500.000 EURO	DA 250.000 A 500.000 EURO	DA 125.000 A 250.000 EURO	< 125.000 EURO	TOTALE EURO
<b>TASSI ATTIVI LOMBARDIA</b>							
<b>2000</b>	5,20	6,75	8,32	9,31	9,79	9,95	6,07
<b>2001</b>	4,60	6,24	7,79	8,84	9,33	8,90	5,48
<b>2002</b>	3,96	5,80	7,40	8,59	9,12	9,11	5,06
<b>2003</b>	3,70	5,74	7,42	8,64	9,33	9,45	4,87
<b>TASSI ATTIVI ITALIA</b>							
<b>2000</b>	5,37	7,00	8,57	9,66	10,18	10,43	6,69
<b>2001</b>	4,77	6,55	8,11	9,18	9,78	9,77	6,11
<b>2002</b>	4,22	6,19	7,96	9,20	9,86	10,06	5,84
<b>2003</b>	3,88	6,09	7,96	9,23	9,97	10,40	5,69
<b>var % Lombardia 2000-2003</b>	-28,85%	-14,96%	-10,82%	-7,20%	-4,70%	-5,03%	-19,77%
<b>var % Italia 2000-2003</b>	-27,75%	-13,00%	-4,45%	-7,12%	-2,06%	-0,29%	-14,95%

(\*) Per il 2003 rilevazioni a fine marzo

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico

Le condizioni di maggiore concorrenza nel mercato regionale sono state agevolate anche da una qualità dei prenditori tendenzialmente più elevata rispetto ad altre aree territoriali; gli indicatori di qualità dei prestiti appaiono in continuo miglioramento, nonostante la difficile fase congiunturale, e accentuano i divari del mercato lombardo e la sua attrattiva rispetto al resto del mercato nazionale.

La diminuita incidenza delle posizioni in contenzioso è in parte effetto dell'incremento dei prestiti erogati nell'area; questa circostanza ha consentito una sostanziale stabilità del rapporto sofferenze/impieghi su valori inferiori alla media nazionale (tra il 2,3% e il 2,5% nel triennio 2001-2003), nonostante una crescita anche significativa negli ultimi due anni dello *stock* di crediti in sofferenza (si veda la Tabella 3.5).

L'incremento delle sofferenze ha riguardato principalmente le società non finanziarie e le imprese individuali; particolarmente negativa è risultata nell'ultimo biennio l'evoluzione delle posizioni in sofferenza per le imprese industriali, in coincidenza con il consolidarsi della negativa congiuntura del settore. Gli andamenti sono invece alterni per la quota di credito bancario indirizzata alle famiglie.

**Tabella 3.5 Sofferenze per settore di attività economica: Lombardia (Valori percentuali)**

Anni	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
		finanziarie partecipazione	Società non finanziarie	di cui:			Consumatrici	Imprese individuali		
				industria	costruzioni	servizi				
<b>Variazioni delle sofferenze</b>										
<b>1999</b>										
<b>2000</b>	-5,2	n.d.	-46,5	-10,5	-0,4	-18,6	-14,2	0,8	n.d.	-10,1
<b>2001</b>	-43,0	-11,7	-11,1	-11,8	-9,9	-18,7	-10,8	-14,2	-12,0	-13,2
<b>2002</b>	-8,9	9,3	-4,3	9,9	10,8	0,7	5,3	49,9	1,0	15,5
<b>2003</b>	-7,3	11,4	-16,0	12,6	18,8	2,0	12,0	-9,6	15,6	6,5
<b>Rapporto sofferenze/prestiti complessivi</b>										
<b>1999</b>	0,5	n.d.	3	5,1	3,5	9,8	5,8	4,5	n.d.	3,7
<b>2000</b>	0,4	n.d.	1	4	3,1	7,2	4,2	3,9	n.d.	2,8
<b>2001</b>	0,2	2,7	1,1	2,9	2,4	5,4	2,9	3,1	7,5	2,3
<b>2002</b>	0,2	2,9	0,9	3,1	2,6	6,1	3,0	4,0	7,0	2,5
<b>2003</b>	0,1	3,0	0,9	3,3	3,1	5,4	3,0	3,2	7,3	2,5

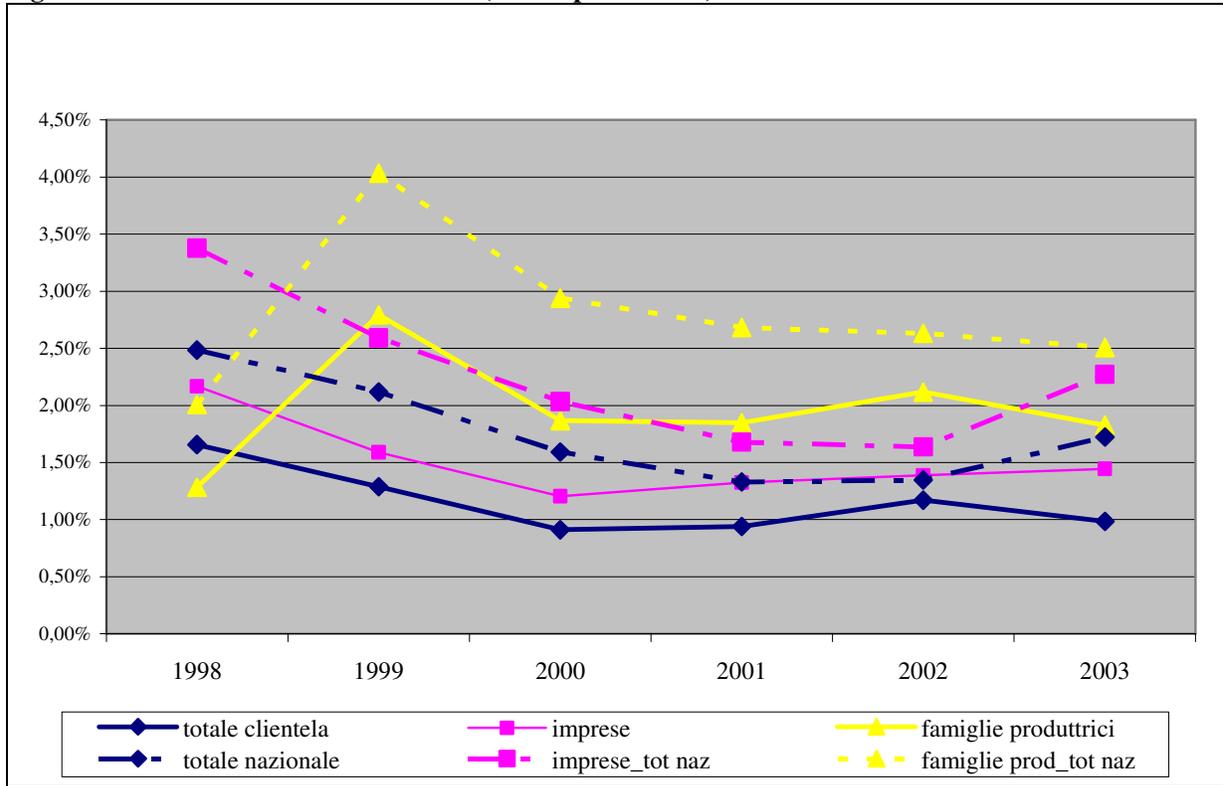
Fonte : Banca d'Italia, Note sull'andamento dell'economia della Lombardia (2003)

Se analizzati a livello del mercato, dimensioni e segno dei tassi di variazione non consentono di ricavare indicazioni univoche riguardo ai comportamenti delle banche dell'area, sebbene siano senza dubbio anche il risultato di una maggiore attenzione alle politiche di gestione del rischio in ambito aziendale.

Le scelte inerenti il trattamento delle posizioni in sofferenza scaturiscono infatti spesso da differenti soluzioni organizzative adottate nell'ambito delle politiche di gruppo, non di rado riconducibili alle ristrutturazioni richieste dai processi di aggregazione: rientrano in questo caso nella sfera delle decisioni organizzative tanto l'adozione di differenti procedure nella fase di revisione del credito quanto la scelta di esternalizzare la gestione delle posizioni in sofferenza e la loro eventuale cessione a società terze; all'interno dei margini di autonomia consentiti dalle norme di vigilanza, inoltre, la gestione dei crediti in sofferenza può essere diversamente motivata dalle condizioni patrimoniali e dalle *performances* economiche dei singoli intermediari.

La minore rischiosità del mercato lombardo è confermata dal profilo dei tassi di decadimento del credito, che risultano dal rapporto tra flussi di nuove sofferenze e consistenza dei crediti vivi; l'indicatore sintetizza in modo più accurato l'evolversi della qualità dei portafogli; mostra valori costantemente più contenuti rispetto al dato medio per l'intero sistema bancario sia per l'aggregato dei prestiti bancari sia con riguardo alle due classi delle imprese e delle famiglie produttrici (si veda la Figura 3.4). L'andamento dei valori riferito al mercato regionale è inoltre più stabile negli ultimi anni.

**Figura 3.4 Tassi annuali di decadimento (Valori percentuali)**



Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico

## 4. Struttura finanziaria e comportamenti delle piccole e medie imprese nell'area lombarda: un'indagine campionaria

In questa parte del rapporto ci si propone di effettuare un'analisi della domanda di credito da parte delle imprese milanesi. L'obiettivo del modulo consiste nell'evidenziare i fattori critici che favoriscono ed eventualmente ostacolano lo sviluppo dei servizi finanziari alle piccole e medie imprese.

L'analisi eseguita verte su due livelli:

- 1) Una analisi descrittiva delle imprese milanesi, condotta con l'obiettivo di comprendere la distribuzione per macro settore delle imprese e le loro caratteristiche (dimensione e posizione finanziaria) al fine di inquadrare le caratteristiche e le peculiarità della situazione milanese.
- 2) Una analisi econometrica sulla posizione finanziaria delle imprese milanesi e italiane e sull'esistenza di possibili imperfezioni nei mercati finanziari.

L'analisi descrittiva (condotta nei paragrafi da 4.1 a 4.4) riguarda tutte le imprese localizzate nella provincia di Milano e registrate presso la camera di commercio, contraddistinte da un fatturato pari ad almeno un milione di euro nel 2001. Nell'analisi descrittiva si sono utilizzati dati di bilancio tratti dalla banca dati Aida, relativi a oltre 32000 imprese per gli anni che vanno dal 1996 al 2001. Per motivi illustrati in seguito, l'analisi econometrica verterà sulle sole imprese manifatturiere.

I risultati portano a sottolineare la fragilità finanziaria delle imprese milanesi: il debito a breve costituisce una quota molto elevata del debito totale. In media più del 90% del debito è a breve termine con quote maggiori per le piccole imprese e leggermente inferiori (87%) per le grandi imprese. Se l'attenzione viene concentrata sul debito bancario emerge un quadro ancora più preoccupante. Innanzi tutto più della metà delle imprese non ha alcuna forma di debito bancario (Imprese prive di debito bancario sono presenti in tutti i settori produttivi in misura molto significativa). Inoltre il debito bancario mostra una elevatissima persistenza: la probabilità che una impresa ottenga debito bancario partendo da una situazione di assenza di debito bancario è minima. In altri termini esiste una classe di imprese che riesce ad accedere al credito bancario in via esclusiva, mentre le altre imprese sembrano essere escluse dal mercato.

L'analisi econometrica, condotta nel paragrafo 4.5, è volta a verificare l'esistenza di imperfezioni nel mercato del credito, in particolare l'esistenza di fenomeni di razionamento. Abbiamo scelto di concentrare l'indagine sulle imprese appartenenti al settore manifatturiero. Questa scelta si fonda su diverse considerazioni. In primo luogo le imprese manifatturiere sono molto più omogenee nelle loro caratteristiche e nella loro struttura produttiva; in secondo l'investimento viene misurato facendo riferimento alle attività tangibili che risultano poco presenti negli altri settori; in terzo luogo, data la struttura dell'attivo, le imprese manifatturiere sono relativamente meglio equipaggiate per soddisfare il sistema delle garanzie a cui viene condizionata l'erogazione di credito bancario. Pertanto l'eventuale presenza di fenomeni di razionamento delle imprese manifatturiere dovrebbe, *a fortiori*, segnalare la presenza del medesimo fenomeno, in misura probabilmente più rilevante, nel resto dell'economia. In sintesi, i nostri risultati suggeriscono che esiste evidenza di una relazione positiva tra struttura finanziaria delle imprese e scelte di investimento, confermando così l'ipotesi di imperfezioni nel mercato del credito.

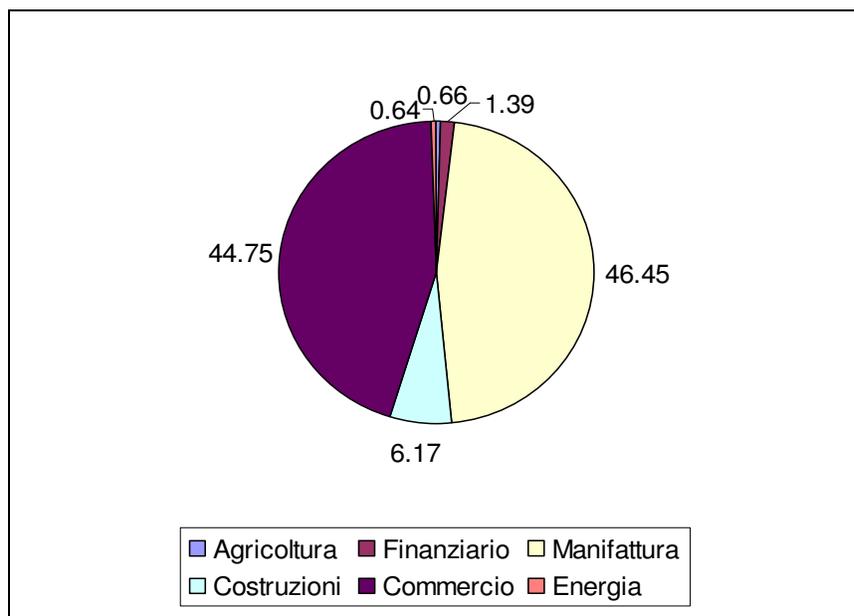
### 4.1 Dimensione, performance e distribuzione settoriale

*Con riferimento alla forma giuridica le società monitorate assumono prevalentemente di S.r.l. e S.p.A. (rispettivamente 73 % e 22%), le altre tipologie risultano marginali.*

Relativamente al **settore di produzione** il data set comprende imprese appartenenti a molteplici settori che per semplicità sono stati ricondotti a 6 differenti classi: Agricoltura, Manifattura, Costruzioni, Energia, Commercio, Finanza.

La distribuzione settoriale risulta di conseguenza così composta (si veda figura 4.1):

**Figura 4.1** Composizione settoriale del campione di imprese



Come prevedibile i settori del terziario (finanziario e commercio) costituiscono più del cinquanta per cento delle imprese di Milano e provincia. Per la sola città di Milano si raggiungerebbe addirittura una percentuale di 62% di imprese terziarie, ed una percentuale del 30% per le imprese manifatturiere.

In termini dimensionali le imprese di Milano e provincia hanno in media 77 dipendenti, rispetto a una media nazionale di circa 44. Il dato è molto variabile tra le forme giuridiche ed i settori produttivi. Le S.p.A. hanno una media di 162 addetti mentre le S.r.l. di 30, le imprese manifatturiere di 79 e quelle finanziarie di 106.

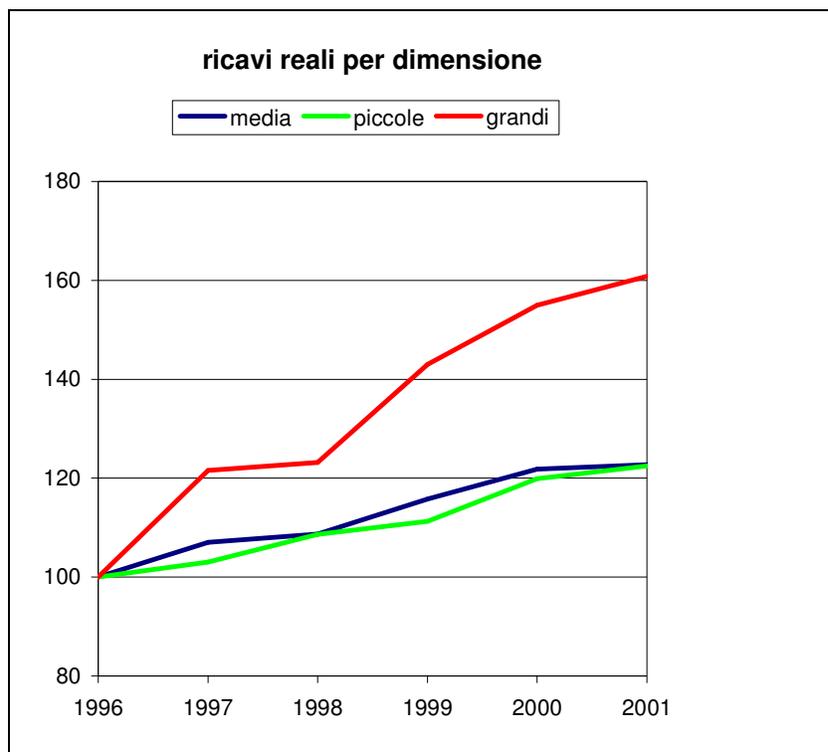
Nelle tabelle descrittive la divisione per dimensione seguirà la classificazione Istat: piccole (meno di 50 addetti) medie (tra 50 e 250 addetti) e grandi imprese (oltre 250 addetti).

Data questa ripartizione, il dataset si compone per il 82% di imprese piccole, per il 14% di imprese medie e per il 4% di imprese grandi. Le grandi imprese, pur essendo numericamente poche, alterano il comportamento delle variabili finanziarie. Un esempio di ciò è dato dal comportamento della variabile ricavi che, se calcolata solo per le piccole imprese, si dimezza.

I ricavi medi hanno evidenziato un discreto andamento, mostrando dal 1996 al 2001 una crescita cumulata del 21% pur registrando un rallentamento negli ultimi anni in concomitanza con la difficile fase congiunturale. Scomponendo le imprese per dimensione, quelle grandi mostrano una performance decisamente migliore; non si rilevano apprezzabili differenze tra le piccole e medie imprese (si veda tabella 1). D'altro canto considerando altri indicatori di performance (ROI, ROE, ROS) possiamo notare come le imprese di piccola dimensione risultino in media più profittevoli rispetto alle medie e grandi imprese.

**Tabella 4.1 Evoluzione ricavi reali (1996-2001)**

Anno	Media	piccole	grandi
1996			
1997	7.01	3.02	21.59
1998	1.58	5.46	1.28
1999	6.52	2.38	16.13
2000	5.23	7.80	8.37
2001	0.72	2.15	3.76



L'andamento dei ricavi tra i diversi settori ha riscontrato una notevole variabilità. In generale nel periodo 1996-2001 i ricavi reali medi sono diminuiti del 18.4% nel settore agricolo, sono aumentati del 31.4% nel settore manifatturiero e del 26.4% nel settore dei servizi, mentre sono diminuiti del 9.6% nel settore finanziario.

#### **4.2 La posizione finanziaria delle imprese**

Un elemento di cruciale importanza è costituito dalla struttura delle passività delle imprese. Essa infatti permette di trarre indicazioni precise relativamente al grado di fragilità finanziaria a cui le imprese sono esposte e la facilità con cui le imprese stesse hanno accesso al mercato del debito. Questi fattori risultano a loro volta decisivi nel determinare le scelte di investimento delle imprese stesse.

Il debito a breve<sup>13</sup> costituisce una quota molto elevata del debito totale. In media più del 90% del debito è a breve termine con quote maggiori per le piccole imprese e leggermente inferiori (87%) per le grandi imprese. L'eccessiva esposizione verso passività a breve non è un fenomeno nuovo nel mercato italiano: numerosi studi infatti (si vedano tra gli altri Bonato e Faini (1990), Bontempi e Golinelli (1996) e Vermeulen (2002)) mostrano come questa costituisca una caratteristica strutturale delle imprese italiane. E' noto che un elevato rapporto debito a breve/debito a lungo costituisce un indicatore di fragilità finanziaria dato che non permette un corretto *matching* tra le attività (molte delle quali sono a lungo termine se l'impresa vuole investire) e le passività (che risultano totalmente a breve termine).

**Tabella 4.2 Evoluzione rapporto debito a breve debito totale (*market access*)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Debito bancario a breve / Debito bancario totale	81%	85%	82%	78%	81%	76%

Di fronte a una situazione congiunturale avversa oppure ad uno *shock* settoriale negativo le imprese possono vedersi negato il rinnovo del debito (che essendo a breve necessita di un continuo rinnovo) e trovarsi in improvvisa crisi di liquidità.

Se l'attenzione viene concentrata sul debito bancario emerge un quadro ancora più preoccupante:

- In primo luogo più della metà delle imprese non ha alcuna forma di debito bancario (l'analisi di questo fenomeno verrà maggiormente approfondita in seguito)
- In secondo luogo, ove presente, il debito bancario è prevalentemente a breve termine (in media più dell'85%)
- In terzo luogo il debito bancario mostra una elevatissima persistenza: la probabilità che una impresa ottenga debito bancario partendo da una situazione di assenza di debito bancario è minima. In altri termini esiste una classe di imprese (le cui caratteristiche verranno analizzate meglio in seguito) che riesce ad accedere al credito bancario in via esclusiva, mentre le altre imprese sembrano essere risultano escluse dal mercato.

Sembra dunque estremamente difficile per le imprese della provincia di Milano accedere al mercato finanziario in modo efficiente: la maggior parte di esse (prevalentemente le imprese di piccola dimensione) non ottiene finanziamenti da parte delle banche, inoltre, le (poche) imprese che riescono ad ottenere debito bancario, non lo ottengono in condizioni di equità dato che esso è prevalentemente debito a breve termine che le banche possono decidere di non rinnovare a fronte di *shock* negativi.

Al fine di valutare con maggiore attenzione la posizione finanziaria e reddituale delle imprese oggetto di indagine è opportuno considerare alcuni indicatori di fragilità finanziaria.

Gli **Indici di leverage** forniscono indicazioni relative all'esposizione dell'impresa a debito esterno. La letteratura utilizza diversi indici, a seconda dell'oggetto di analisi (si veda Rajan e Zingales 1995). Nell'analisi verranno utilizzati sia indicatori di stock che indicatori di flusso al fine di caratterizzare la posizione di leverage di una impresa nel modo più preciso possibile.

L'indicatore di stock utilizzato è il rapporto tra debito e attivo (**DA**), l'indicatore di flusso è il *coverage ratio* (**COV**) definito come il rapporto tra interessi passivi e profitti lordi; questo indicatore misura la pressione esercitata dal pagamento degli interessi sul *cash flow*.

<sup>13</sup> Definito come debito entro l'esercizio.

Gli **Indici di liquidità** forniscono informazione relativa alla struttura del debito e sulla capacità dell'impresa di soddisfare le sue obbligazioni a breve termine. In questo lavoro consideriamo due indicatori di liquidità: in primo luogo la struttura debitoria definita dal rapporto tra debito a breve e debito totale (**SDTD**), in secondo luogo l'inverso della *current ratio* (**CU**) definito dal rapporto tra le passività a breve e le attività a breve; quest'ultimo indicatore definisce la capacità dell'impresa di far fronte alle passività a breve termine.

A questi indicatori di fragilità finanziaria sono stati affiancati indicatori di profittabilità tra i quali sono stati considerati i più noti: il return on investment (**ROI**), il return on equità (**ROE**) ed il return on sales (**ROS**).

In questa prospettiva il ROE definisce una misura di profittabilità dei fondi interni e come tale può essere considerato non solo come indicatore di performance economica ma anche di performance finanziaria<sup>14</sup>.

Infine sono stati considerati alcuni indicatori definiti per caratterizzare con maggior precisione la situazione finanziaria delle imprese oggetto di analisi. Infatti l'analisi dei bilanci mostra che nel 2001 il **62.4% delle imprese non aveva alcun debito bancario**. Queste imprese sono mediamente di piccola dimensione (hanno una media di addetti pari a 34 unità contro la media di 77 dell'intero campione), tuttavia rappresentano il 27.4% dell'occupazione complessiva ed il 19.3% del fatturato. La rilevanza di questo dato impone una analisi maggiormente approfondita che utilizza il rapporto tra debito bancario e debito totale (**BDTD**) e il rapporto tra *trade debit* (**IAD**) e debito totale.

Riassumendo gli indicatori utilizzati sono i seguenti:

- BDTD: rapporto tra debito bancario e debito totale
- BDTD\_s: rapporto tra debito bancario a breve e debito totale a breve
- CU: rapporto tra le passività a breve e le attività a breve
- DA: rapporto tra debito e attivo
- IAD: rapporto tra debito commerciale e debito totale
- IAD\_s: rapporto tra debito commerciale a breve e debito totale a breve
- ROE: return on equity
- ROI: return on investment
- ROS: return on sales
- STDTD: rapporto tra debito a breve e debito totale.

### 4.3 Evoluzione degli indicatori per il totale delle imprese

Abbiamo sottolineato precedentemente come **più della metà delle imprese non utilizzi credito bancario**. La suddivisione tra imprese piccole medie e grandi evidenzia come questo fenomeno sia diffuso in particolare nelle piccole e medie imprese mentre le grandi imprese fanno un ricorso maggiore al debito bancario anche se il valore della media è piuttosto basso essendo intorno al 20%. E' da notare che pressoché tutte le imprese hanno una esposizione debitoria fortemente sbilanciata verso il breve termine. In particolare in media per le piccole imprese il debito a breve rappresenta il 91% del debito totale mentre questa percentuale scende al 87% per le grandi imprese. La struttura debitoria a breve termine non genera tuttavia un *mismatch* in termini di durata tra attività e passività: possiamo infatti notare che l'indicatore CU è sempre molto prossimo a 1, denotando un corretto *matching* tra durata di attività e passività. Inoltre la durata media espressa in giorni del debito è pari a 77 giorni mentre la durata dei crediti è pari a 63 giorni denotando un *mismatch*

<sup>14</sup> E' noto che i due indici sono vincolati dalla relazione:

$$ROE = ROI \times \left( \frac{1}{1 - DA} \right) \times \left( 1 - \frac{1}{COV} \right)$$

relativamente facile da gestire. Occorre infine considerare che il mancato accesso al debito bancario non sembra indurre le imprese a sostituire ad esso il credito commerciale: la quota di debito commerciale sul debito totale è infatti relativamente costante sia tra le diverse classi di imprese (piccole medie e grandi), sia tra i diversi settori (ad eccezione del settore dei servizi caratterizzato da una quota più elevata).

**Tabella 4.3 Indicatori finanziari (totale imprese)**

<b>Variabile</b>	<b>media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>min</b>	<b>p25</b>	<b>p50</b>	<b>p75</b>	<b>max</b>	<b>count</b>
BDTD	0.12	0.20	-0.11	0,00	0,00	0.18	1,00	21409
BDTD_s	0.11	0.19	-0.11	0,00	0,00	0.15	1,00	21409
CU	1.04	1.77	0,00	0.66	0.88	1.03	49.52	21409
DA	0.71	0.22	0,00	0.58	0.77	0.89	1,00	21409
IAD	0.24	0.30	-0.06	0,00	0.05	0.46	1,00	21409
IAD_s	0.26	0.31	-0.06	0,00	0.06	0.51	1,00	21409
ROE	11.19	32.45	-149.77	0.54	8.59	25.21	149.38	20227
ROI	6.19	7.77	-29.92	2.30	5.44	9.73	29.99	20383
ROS	4.53	7.69	-49.87	1.64	4,00	7.35	30,00	20008
SDTD	0.91	0.18	0,00	0.91	1,00	1,00	1,00	21409

**Tabella 4.4 Indicatori finanziari (piccole imprese)**

<b>Variabile</b>	<b>N. Oss.</b>	<b>Media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
CU	17515	1.06	1.89	0,00	49.51
SDTD	17515	0.91	0.18	0,00	1,00
DA	17515	0.72	0.22	0,00	1,00
IAD	17515	0.21	0.29	-0.03	1,00
IAD_s	17515	0.22	0.31	-0.03	1,00
BDTD	17515	0.09	0.19	-0.10	1,00
BDTD_s	17515	0.09	0.18	-0.11	1,00
ROI	16642	6.31	7.66	-29.92	29.99
ROE	16557	11.97	33.08	-149.77	149.38
ROS	16246	4.55	7.55	-49.87	30,00

**Tabella 4.5 Indicatori finanziari (medie imprese)**

<b>Variabile</b>	<b>N. Oss.</b>	<b>media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
CU	3001	0.90	0.99	0.04	29.73
SDTD	3001	0.91	0.15	0,00	1,00
DA	3001	0.64	0.20	0.01	0.99
IAD	3001	0.36	0.25	-0.05	1,00
IAD_s	3001	0.39	0.25	-0.05	1,00
BDTD	3001	0.19	0.21	-0,00	1,00
BDTD_s	3001	0.17	0.209	-0,00	1,00
ROI	2869	5.91	8.17	-29.88	29.89
ROE	2830	8.15	29.02	-149.16	99.68
ROS	2903	4.40	8.31	-49.04	29.96

**Tabella 4.6 Indicatori finanziari (grandi imprese)**

<b>Variabile</b>	<b>N. Oss.</b>	<b>media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
CU	807	1.03	1.14	0.081	23.98
SDTD	807	0.87	0.18	0.05	1,00
DA	807	0.64	0.19	0.02	0.99
IAD	807	0.35	0.20	0,00	0.95
IAD_s	807	0.40	0.21	0,00	0.98
BDTD	807	0.21	0.22	0,00	1,00
BDTD_s	807	0.18	0.20	0,00	1,00
ROI	790	4.68	8.14	-29.76	29.56
ROE	765	5.23	29.97	-147.99	122.19
ROS	779	4.21	8.16	-44.28	27.74

**Tabella 4.7 Indicatori finanziari: settore agricolo**

<b>Variabile</b>	<b>N. Oss.</b>	<b>media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
CU	379	1.31	3.21	0,00	41.54
SDTD	379	0.86	0.23	0,00	1,00
DA	379	0.60	0.28	0,00	0.99
IAD	379	0.20	0.26	0,00	1,00
IAD_s	379	0.23	0.28	0,00	1,00
BDTD	379	0.14	0.23	0,00	0.95
BDTD_s	379	0.12	0.21	0,00	0.94
ROI	359	5.93	7.53	-23.24	28.41
ROE	367	11.88	29.61	-147.99	91.42
ROS	305	5.71	8.96	-36.46	30,00

**Tabella 4.8 Indicatori finanziari: settore manifatturiero**

<b>Variabile</b>	<b>N. Oss.</b>	<b>media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
CU	7103	0.90	0.98	0,00	38.33
SDTD	7103	0.91	0.15	0.01	1,00
DA	7103	0.67	0.21	0,00	1,00
IAD	7103	0.26	0.28	-0.05	1,00
IAD_s	7103	0.29	0.29	-0.05	1,00
BDTD	7103	0.13	0.20	-0.03	1,00
BDTD_s	7103	0.12	0.19	-0.03	1,00
ROI	6837	6.50	7.71	-29.84	29.99
ROE	6770	8.82	29.37	-145.37	148.89
ROS	6905	5,00	7.47	-49.54	29.96

**Tabella 4.9 Indicatori finanziari: settore servizi**

<b>Variabile</b>	<b>N. Oss.</b>	<b>media</b>	<b>Deviazione standard</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
CU	1340	0.96	1.17	0,00	31.04
SDTD	1340	0.90	0.19	0,00	1,00
DA	1340	0.81	0.18	0.02	1,00
IAD	1340	0.17	0.26	0,00	1,00
IAD_s	1340	0.18	0.28	0,00	1,00
BDTD	1340	0.09	0.17	-0.10	0.99
BDTD_s	1340	0.08	0.16	-0.11	0.99
ROI	1300	5.90	6.47	-26.08	29.59
ROE	1258	14.51	34.55	-149.2	138.63
ROS	1211	4.86	7.78	-46.34	29.96

**Tabella 4.10 Indicatori finanziari: settore finanziario**

Variabile	N. Oss.	media	Deviazione standard	Min	Max
CU	7248	1,00	1.40	0,00	49.24
SDTD	7248	0.93	0.14	0.01	1,00
DA	7248	0.73	0.21	0,00	1,00
IAD	7248	0.26	0.31	-0,00	1,00
IAD_s	7248	0.27	0.32	-0,00	1,00
BDTD	7248	0.11	0.19	0,00	1,00
BDTD_s	7248	0.10	0.19	0,00	1,00
ROI	6977	6,00	7.48	-29.92	29.95
ROE	6872	10.10	30.94	-148.7	148.87
ROS	7044	3.67	6.45	-49.69	29.85

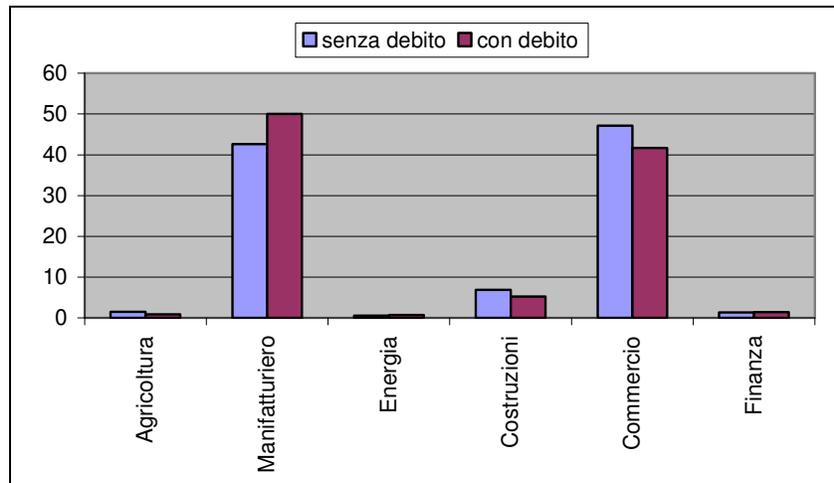
#### 4.4 Evoluzione degli indicatori: imprese prive di debito bancario

La elevata proporzione di imprese prive di debiti verso le banche richiede una ulteriore riflessione che toccherà tre ordini di problemi.

In primo luogo cercheremo di individuare le caratteristiche “strutturali” di queste imprese descrivendone la caratterizzazione dimensionale, settoriale e di redditività. In secondo luogo ne analizzeremo la struttura delle passività, cercando di individuare i canali alternativi di finanziamento. In terzo luogo condurremo una indagine statistica rivolta a enucleare i fattori che possono “spiegare” l’assenza di debito bancario. La nostra analisi sarà guidata dal presupposto che la mancata partecipazione al mercato del credito bancario costituisca un vincolo all’efficienza di queste imprese, dovuto al malfunzionamento del mercato del credito.

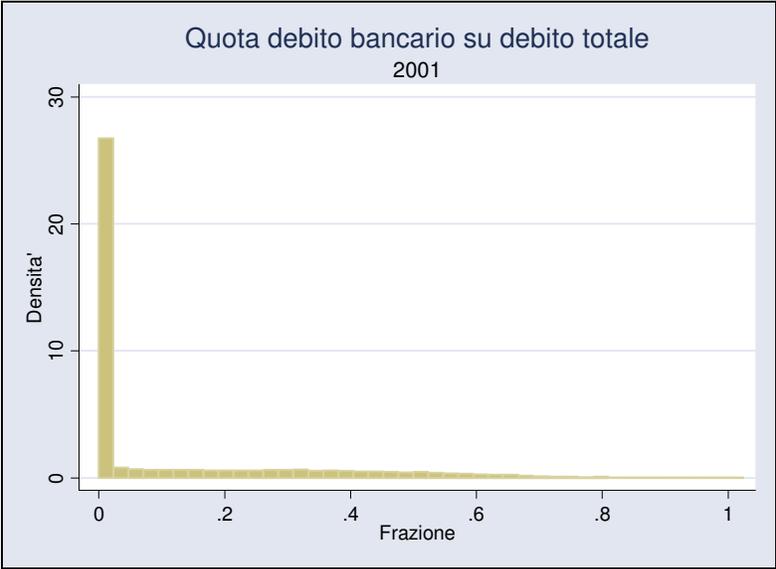
Le Tabelle 4.11 e 4.12, riferite all’intero arco temporale dell’indagine, ci mostrano che le imprese senza debito bancario sono significativamente più piccole, hanno un rapporto tra debito e attivo sostanzialmente identico alla media del campione, D’altra le imprese prive di debito bancario presentano in media indicatori di redditività (ROI, ROE, ROS) più favorevoli. La distribuzione settoriale delle imprese prive di debito bancario non è del tutto omogenea rispetto alle restanti imprese del campione. In particolare in primo luogo, si evidenzia una marcata differenza nella distribuzione relativa ai due grandi settori (manifatturiero e servizi): il 40% delle imprese senza debito bancario si concentra nel settore manifatturiero, a fronte del 49% circa delle altre imprese (Figura 4.3). D’altra parte oltre il 46% delle imprese senza debito bancario è attivo nel settore dei servizi, mentre in questo settore opera solo il 41% delle altre imprese. La concentrazione di imprese prive di debito bancario risulta relativamente più elevata anche nelle costruzioni e nel settore agricolo. Malgrado queste significative differenze, la presenza di imprese prive di debito risulta comunque rilevante in tutti i settori dell’economia milanese.

**Figura 4.3** Composizione settoriale delle imprese prive di debito bancario

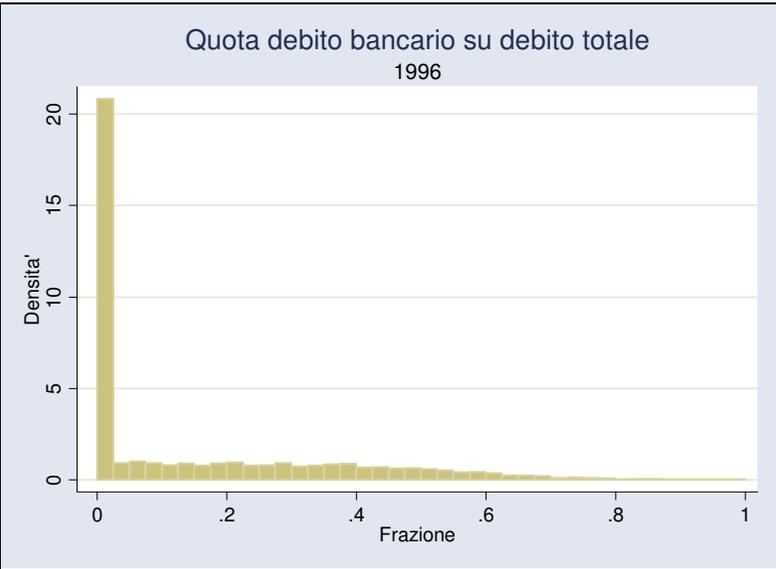


Passiamo ora a valutare alcune statistiche descrittive dell'assetto finanziario di queste imprese. Le figure 4.4 e 4.5 illustrano l'evoluzione della distribuzione della quota di debito bancario sul totale, tra il 1996 e il 2001. Risulta evidente un marcato processo di "disintermediazione": il numero di imprese contraddistinte da qualunque valore positivo dell'indicatore si è ridotto tra il 1996 e il 2001, mentre si è verificato un marcato incremento nel numero di imprese che non fanno ricorso al credito bancario. La Figura 4.6 pone in evidenza come un fenomeno simile si sia verificato con riferimento alla quota del debito commerciale sul totale. Le Figure 4.10 e 4.11 consentono di analizzare la composizione relativa della struttura delle passività delle imprese prive di debito bancario. E' evidente come il peso di componenti quali i debiti verso fornitori, altre imprese del medesimo gruppo, altri finanziatori e fisco, sia sostanzialmente identico per i due gruppi di imprese. D'altra parte le imprese prive di debito bancario mostrano una struttura del passivo fortemente sbilanciata verso la voce "altri debiti", non altrimenti identificati.

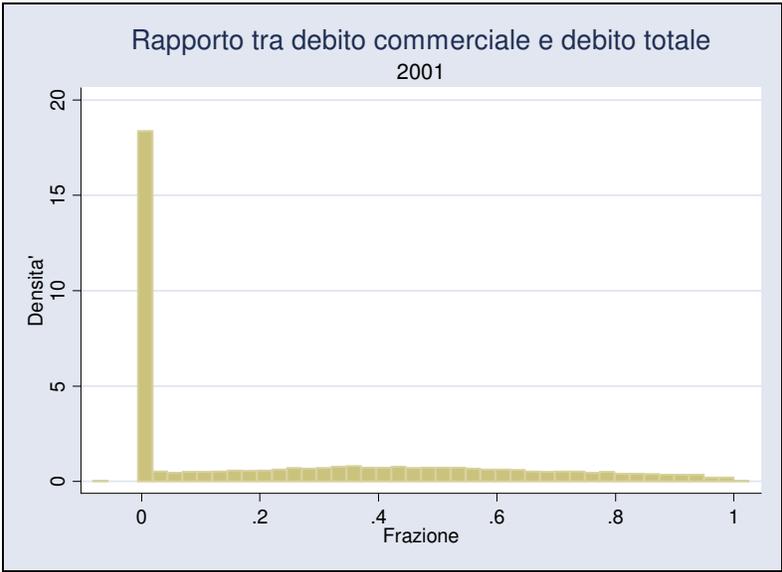
**Figura 4.4 Debito bancario (2001)**



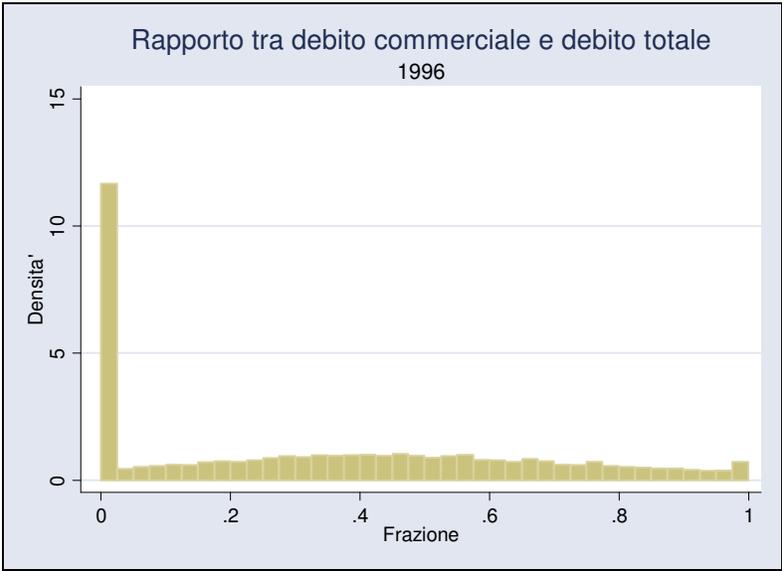
**Figura 4.5 Debito bancario (1996)**



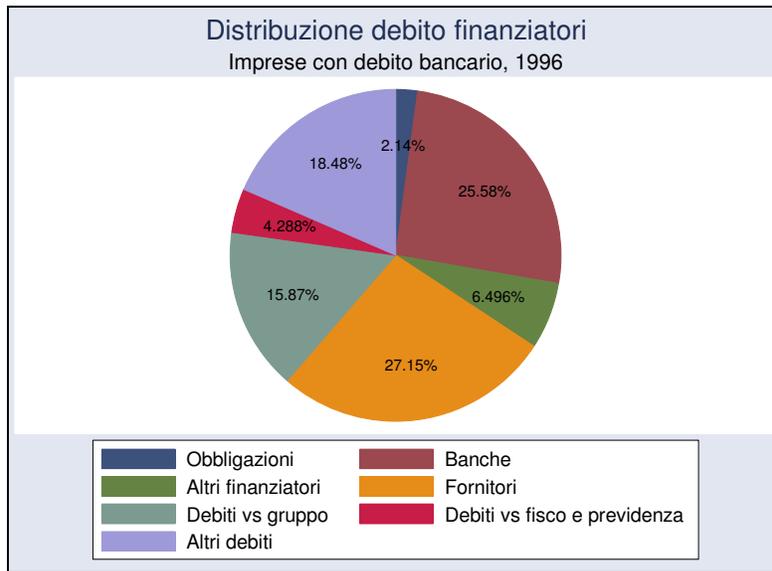
**Figura 4.6 Debito commerciale (2001)**



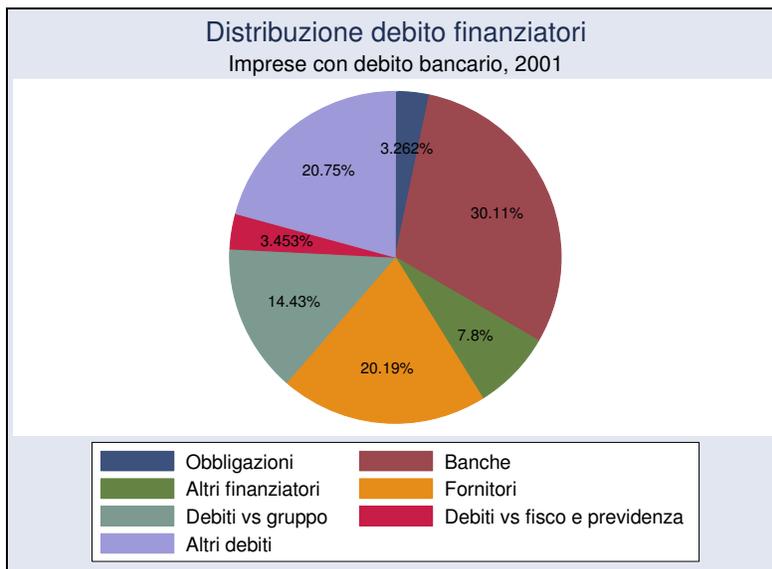
**Figura 4.7 Debito commerciale (1996)**



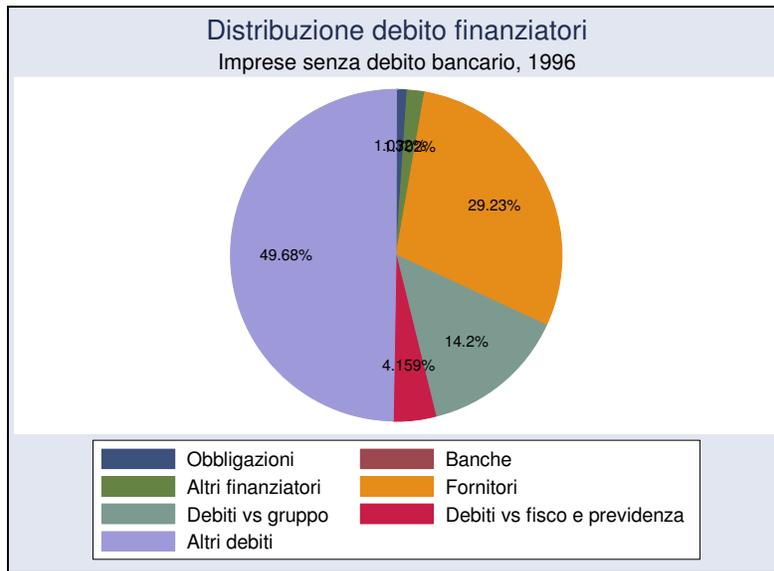
**Figura 4.8 Struttura delle passività : imprese con debito bancario (1996)**



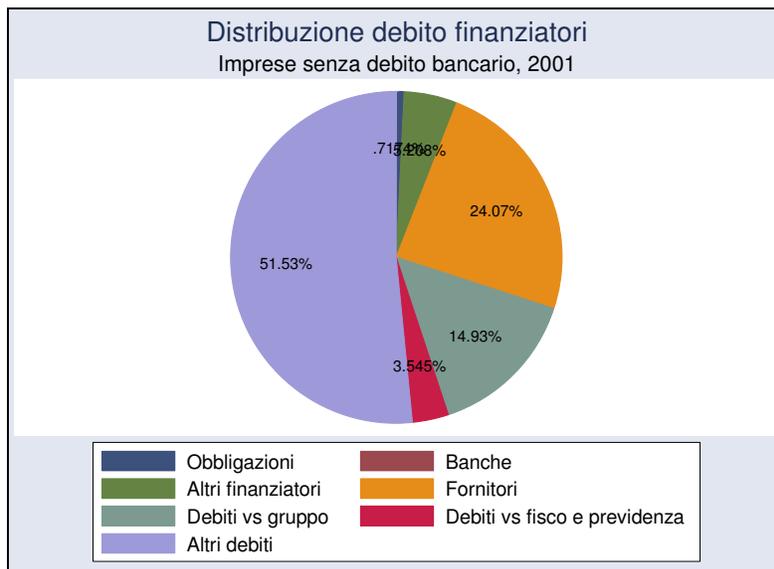
**Figura 4.9 struttura delle passività: imprese con debito bancario (2001)**



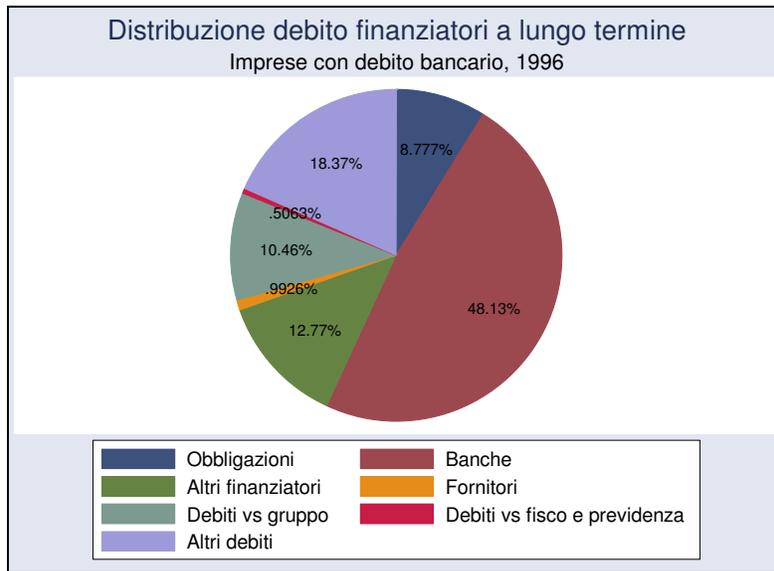
**Figura 4.10 Struttura delle passività: imprese senza debito bancario (1996)**



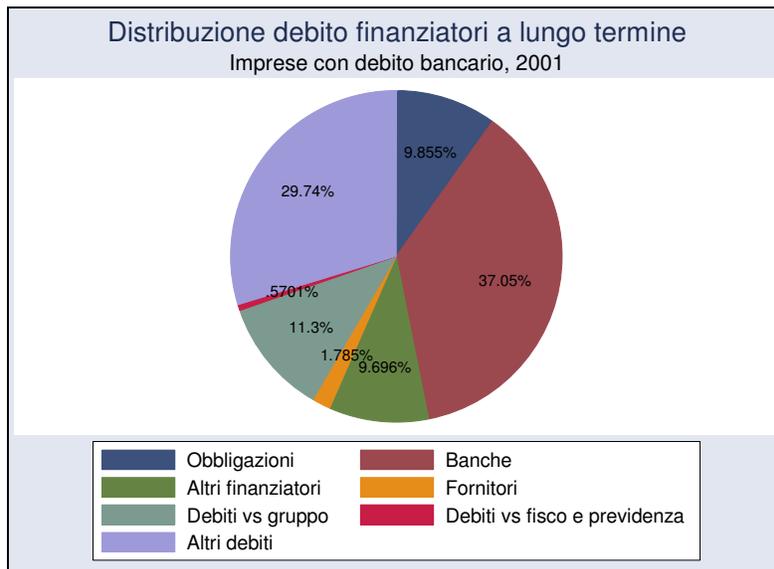
**Figura 4.11 Struttura delle passività: imprese senza debito bancario (2001)**



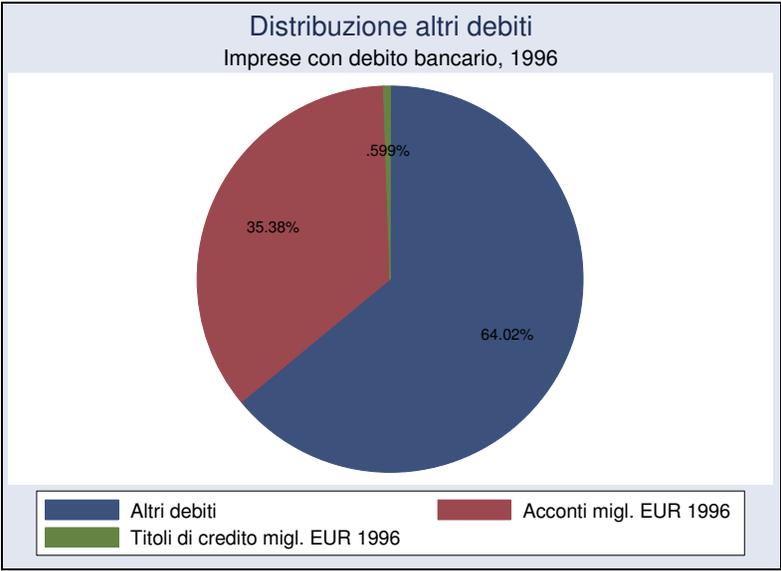
**Figura 4.12 Struttura del passivo a lungo termine: imprese con debito bancario (1996)**



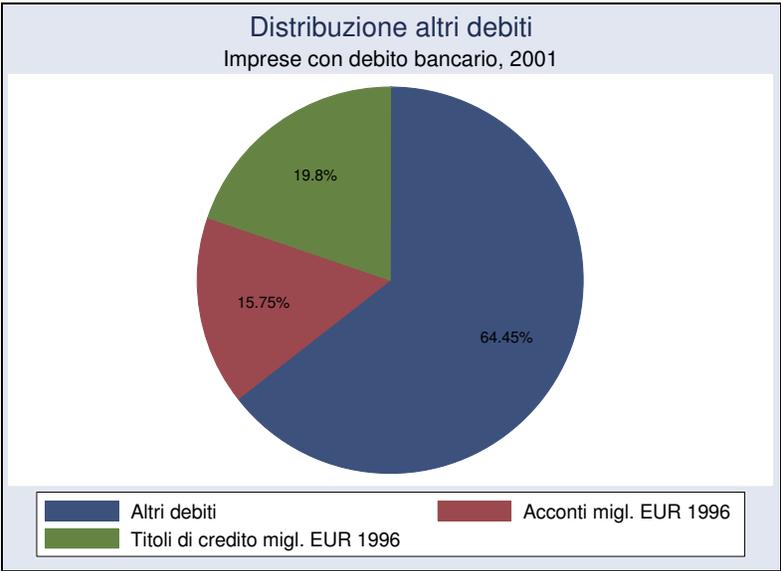
**Figura 4.13 Struttura del passivo a lungo termine: imprese con debito bancario (2001)**



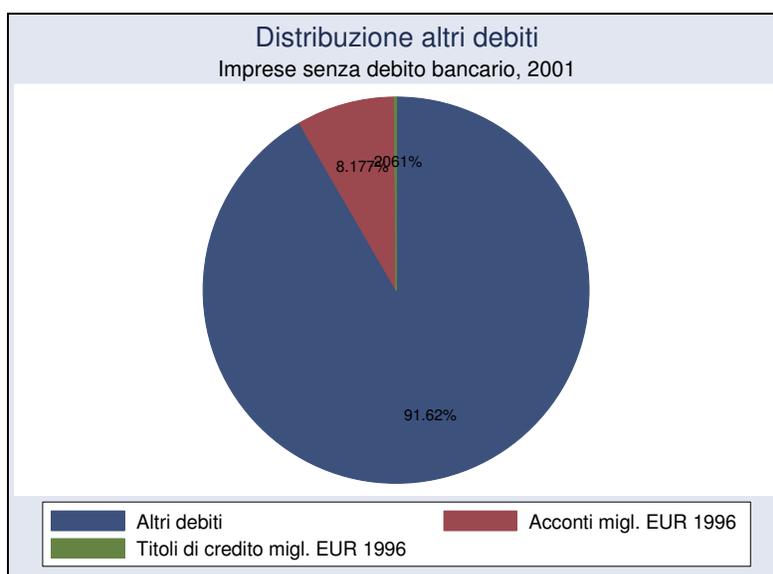
**Figura 4.14 Struttura degli altri debiti: imprese con debito bancario (1996)**



**Figura 4.15 Struttura degli altri debiti: imprese con debito bancario (2001)**



**Figura 4.16 Struttura degli altri debiti: imprese senza debito bancario (2001)**



Possiamo riconsiderare la questione utilizzando una metodologia più rigorosa, vale a dire effettuando una stima, con metodologia Probit, della probabilità che un'impresa del nostro campione sia contraddistinta dall'assenza di debito bancario. In questo modo, dopo aver evidenziato, nella discussione precedente, alcuni elementi a prima vista tipici di questo gruppo di imprese, potremo ottenere un quadro d'insieme che tenga conto del ruolo congiunto di questi stessi fattori. In sintesi, i risultati delle nostre stime possono essere così enucleati<sup>15</sup>.

L'indice della probabilità che un'impresa del campione risulti priva di debito bancario è:

- negativamente correlato con la dimensione. In particolare decresce al crescere del fatturato, aumenta per le imprese al di sotto dei 30 dipendenti;
- negativamente correlato con l'appartenenza al settore manifatturiero; per converso, la probabilità che un'impresa risulti priva di indebitamento verso le banche aumenta se questa appartiene al settore dei servizi;
- negativamente correlato con la quota di investimenti in capitale fisico sul totale dell'attivo; questo indicatore si presta a una duplice lettura: da una parte, settori con una forte intensità di capitale possono ottenere i finanziamenti necessari solo attraverso il mercato del credito. Ciò, data la ridotta accessibilità del mercato azionario e obbligazionario si traduce necessariamente nell'ottenimento di prestiti bancari. D'altra parte le imprese che dispongono di cospicue immobilizzazioni soddisfano più facilmente quei requisiti di "verificabilità" e di garanzia che sono necessari per accedere al credito bancario. In effetti questo risultato è pienamente coerente con i risultati discussi nella sezione??, dove si mostrava che l'investimento risulta positivamente connesso alla disponibilità di credito bancario;
- positivamente correlato con indicatori di liquidità quali il *cash flow* e l'indice di liquidità. In questo caso la nostra intuizione, probabilmente bisognosa di ulteriori approfondimenti, è che l'impossibilità di utilizzare l'intermediazione finanziaria come *shock absorber* induca le imprese in questione ad adottare strategie che privilegiano il mantenimento di elevati livelli di liquidità. Si potrebbe argomentare che, al contrario, le imprese che dispongono per motivi strutturali di un elevato cash flow, non necessitano di ricorrere al credito bancario. A favore

<sup>15</sup> La metodologia d'indagine e i risultati sono descritti dettagliatamente nell'Appendice 1

di questa supposizione gioca l'effetto positivo, già riscontrato in precedenza, svolto dall'appartenenza al settore dei servizi nel determinare l'assenza di debito bancario. Il motivo fondamentale per ritenere poco plausibile questa supposizione riguarda il fatto che un numero comunque molto elevato di imprese manifatturiere opera in assenza di debito bancario.

Per concludere la nostra analisi ci siamo concentrati sulle determinanti della probabilità che un'impresa del settore manifatturiero risulti priva di debito. In questo caso si confermano gli effetti già discussi per quanto riguarda la dimensione, l'incidenza delle immobilizzazioni sull'attivo, gli indicatori di liquidità. Una peculiarità del settore manifatturiero è costituita invece dal fatto che la presenza di un indice di redditività degli investimenti parrebbe positivamente correlato con la probabilità che l'impresa risulti priva di debito bancario. Anche in questo caso privilegiamo l'ipotesi che si tratti di un fenomeno di "causalità inversa", vale a dire le imprese prive di accesso al credito sarebbero costrette ad adottare strategie basate su un livello di investimento relativamente contenuto. Una minore intensità di capitale si tramuterebbe quindi in una maggior produttività di quest'ultimo e in una maggiore redditività degli investimenti fissi<sup>16</sup>. In ogni caso questo risultato potrebbe segnalare una *missed business opportunity* dal punto di vista delle imprese che operano nell'intermediazione finanziaria. Infine, l'appartenenza a settori quali il meccanico e le apparecchiature medicali influenza positivamente la probabilità che non vi sia ricorso al credito bancario. La situazione opposta si verifica per settori quali il tessile e riciclaggio ecc<sup>17</sup>. L'apparente difficoltà di accesso al mercato del credito fatta riscontrare da imprese che operano in settori relativamente avanzati e soggetti a forte competizione, anche internazionale, suggerisce l'opportunità di ulteriori approfondimenti di indagine per una migliore comprensione del fenomeno.

---

<sup>16</sup> Ciò si basa ovviamente sull'ipotesi, ampiamente confermata dalla letteratura empirica, di rendimenti marginali decrescenti nell'accumulazione di capitale.

<sup>17</sup> D'altra parte settori ad alta intensità di capitale quali la chimica e la produzione di metalli si collocano in posizione neutrale rispetto al totale delle imprese manifatturiere del nostro campione.

**Tabella 4.11 Indicatori di dimensione e struttura finanziaria. Imprese senza debito (intero periodo)**

<b>Variabile</b>	<b>media</b>	<b>Dev. Standard</b>	<b>min</b>	<b>p25</b>	<b>p50</b>	<b>p75</b>	<b>max</b>	<b>N. oss.</b>
bdd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	48052
bdd_short	0.00	0.03	-5.49	0.00	0.00	0.00	0.00	48052
cu	1.02	1.55	0.00	0.65	0.89	1.04	49.65	48052
da	0.70	0.23	0.00	0.56	0.76	0.88	1.00	48052
iad	0.17	0.31	-0.06	0.00	0.00	0.19	1.00	48052
iad_short	0.18	0.32	-0.06	0.00	0.00	0.22	1.00	48052
roe	12.39	30.24	-149.99	1.05	9.61	25.61	149.38	45962
roi	6.86	7.62	-29.98	2.61	5.94	10.54	29.99	45972
ros	4.93	6.84	-49.95	1.63	3.96	7.47	30.00	46105
sdd	0.96	0.13	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00	48052

**Tabella 4.12 Indicatori di dimensione e struttura finanziaria. Imprese con debito (intero periodo)**

<b>Variabile</b>	<b>media</b>	<b>Dev. standard</b>	<b>min</b>	<b>p25</b>	<b>p50</b>	<b>p75</b>	<b>max</b>	<b>N.oss.</b>
bdd	0.29	0.21	0.00	0.11	0.27	0.44	1.00	42209
bdd_short	0.27	0.21	0.00	0.08	0.24	0.41	1.00	42209
cu	1.04	1.54	0.00	0.70	0.88	1.03	49.92	42209
da	0.72	0.18	0.00	0.62	0.76	0.87	1.00	42209
iad	0.44	0.23	-0.80	0.26	0.43	0.61	1.00	42209
iad_short	0.48	0.24	-0.80	0.31	0.49	0.66	1.00	42209
roe	7.27	27.02	-149.53	0.40	5.91	17.83	149.09	40510
roi	5.78	6.90	-29.92	2.45	5.25	8.81	29.99	41433
ros	4.27	6.82	-49.90	1.70	3.92	6.83	30.00	40754
sdd	0.89	0.17	0.00	0.84	0.99	1.00	1.00	42209

## 4.5 Analisi econometria sul campione di imprese manifatturiere

Dopo aver analizzato le caratteristiche principali delle imprese della provincia di Milano presenti nel dataset Aida, applichiamo una serie di filtri utili ad ottenere un dataset adatto alle nostre esigenze di ricerca.

Abbiamo scelto di concentrare l'indagine sulle imprese appartenenti al settore manifatturiero<sup>18</sup>. La scelta di basare l'analisi econometrica sulle imprese manifatturiere deriva da numerose considerazioni: in primo luogo sono molto più omogenee nelle loro caratteristiche e nella loro struttura produttiva; in secondo l'investimento viene misurato facendo riferimento alle attività tangibili che risultano poco presenti negli altri settori; in terzo luogo, data la struttura dell'attivo, le imprese manifatturiere sono relativamente meglio equipaggiate per soddisfare il sistema delle garanzie a cui viene condizionata l'erogazione di credito bancario. Pertanto l'eventuale presenza di fenomeni di razionamento delle imprese manifatturiere dovrebbe, a fortiori, segnalare la presenza del medesimo fenomeno, in misura probabilmente più rilevante, nel resto dell'economia.

Un altro motivo elemento che ci ha spinto a testare le ipotesi di mercati imperfetti solo sulle imprese manifatturiere è stata la volontà di evitare di inquinare il dataset con imprese finanziarie o di servizi che per loro struttura hanno flussi di cassa decisamente differenti rispetto a quelli del settore manifatturiero classico. Le imprese di servizi, utilizzando molto spesso personale esterno nella forma del contratto di consulenza, avrebbero sbilanciato la ripartizione tra imprese medio-piccole e medio-grandi. Le imprese finanziarie invece, non avendo un vero e proprio capitale fisico<sup>19</sup>, avrebbero posto un problema di individuazione della variabile investimenti. Questo primo filtro ha ridotto il nostro dataset a 8.969 imprese rilevate sui sei anni.

Per poter applicare i metodi di indagine econometrica abbiamo selezionato le imprese in modo che rimanessero nel dataset solamente quelle con continuità temporale di dati pari ad almeno cinque osservazioni consecutive. In questo modo abbiamo ottenuto un panel non bilanciato<sup>20</sup> con 4.370 imprese ed una lunghezza minima di cinque periodi.

In linea con la letteratura<sup>21</sup> abbiamo mantenuto solamente le imprese con valori delle immobilizzazioni positivi, con rapporti d'investimento capitale positivi, e valori di debito e liquidità strettamente positivi.

Le imprese rimanenti sono **3.287** e costituiranno il dataset oggetto d'indagine.

### 4.5.1 La composizione del campione

Prima di procedere con l'analisi econometrica presentiamo una serie di statistiche descrittive che permettono di avere un quadro maggiormente preciso del campione di indagine.

Le imprese hanno mediamente più di 25 anni, il 1980 è l'anno in cui cade la mediana e la moda, e più del 50% delle imprese sono nate dopo il 1982. Solo il 10% delle imprese hanno più di 50 anni. L'impresa più longeva è nata nel 1894.

La stessa indagine sul campione totale fornisce come anno medio di fondazione il 1980.

Questi dati mostrano come le imprese rimaste nel dataset siano decisamente longeve. Questo risultato è imputabile ad una sorta di *survivorship bias*; sappiamo infatti che le imprese italiane e milanesi sono caratterizzate da una elevata mortalità in particolare nei primi anni di attività; è

---

<sup>18</sup> I risultati relativi al settore dei servizi sono comunque disponibili presso gli autori.

<sup>19</sup> Fatto salvo gli immobili che vengono però acquistati con cadenze irregolari e non con funzione di investimento ai fini produttivi, hanno solamente computer e attrezzatura da ufficio.

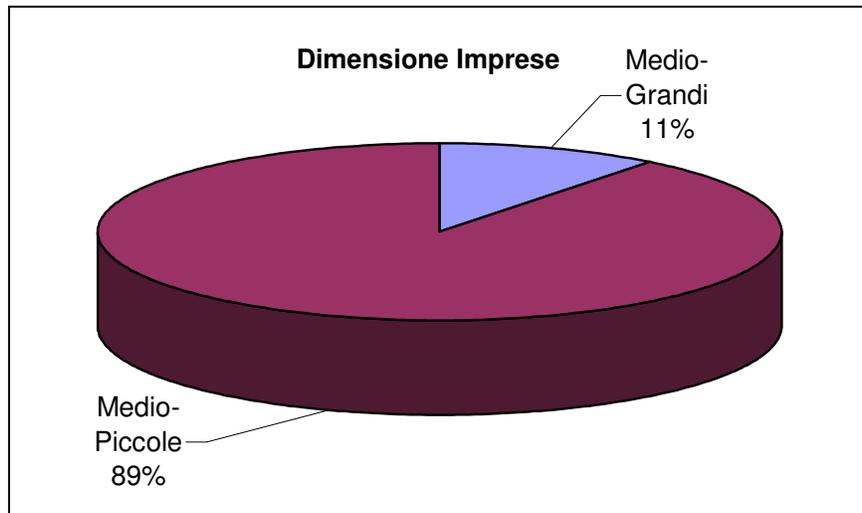
<sup>20</sup> Ad una semplice analisi grafica abbiamo osservato che i dati peggiorano di qualità andando indietro nel tempo, ossia si perdono sempre più osservazioni. Per ciò abbiamo deciso di mantenere tutte le imprese che avessero almeno 5 osservazioni consecutive

<sup>21</sup> Si veda tra gli altri Bond e Meghir (1994), Schiantarelli (1986), Galeotti Schiantarelli e Jarmillo (1994).

ragionevole pensare che, oltrepassata una certa soglia limite, la loro posizione si stabilizzi e le imprese divengono mediamente più longeve. Questo risultato è confermato dal fatto che nel campione in oggetto le imprese non solo risultano più durature, ma anche più grandi e mediamente più profittevoli. In qualche misura il campione è contraddistinto da un *bias* teoricamente sfavorevole all'ipotesi di razionamento, così da rendere particolarmente robusti risultati favorevoli all'esistenza di vincoli di liquidità per le imprese.

In relazione alla forma giuridica le imprese sono per il 64 % S.r.l. e per il 33 % S.p.A. Per quanto riguarda la dimensione la maggioranza (89%) appartiene alla classe delle medio-piccola, confrontato con un valore del 93% riscontrato nel campione completo.

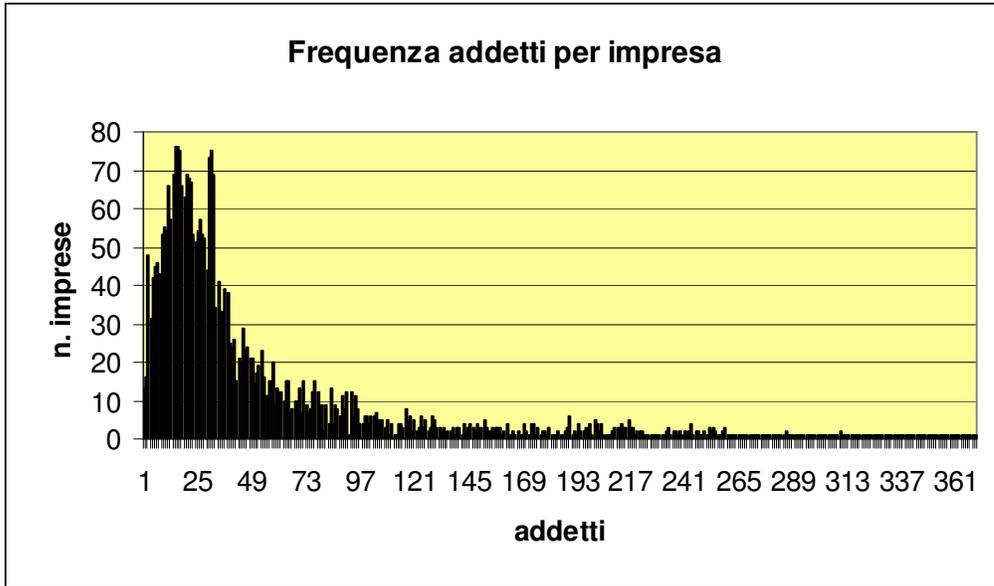
**Figura 4.17** Composizione del campione per dimensione



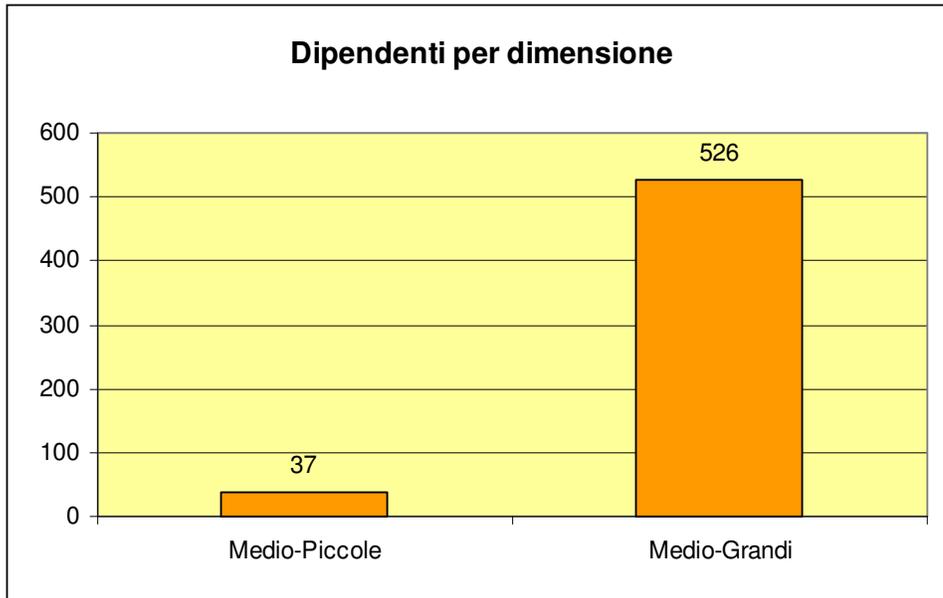
Le società del data set hanno una media di 89 dipendenti; suddividendo il campione per classi dimensionali, invece, quelle grandi hanno 526 addetti, quelle piccole 37.

Più del 50% delle imprese ha meno di 31 dipendenti, ed il 24% di esse rientrano tra le piccole imprese definite dalla legislazione del lavoro italiana.

**Figura 4.18** Frequenza imprese per numero di dipendenti



**Figura 4.19** Media addetti per dimensione



Analizziamo la coda superiore data dalle imprese con più di 1.000 addetti. Le imprese con queste caratteristiche sono solamente 22, pari a meno dell' uno percento delle osservazioni. Ricalcolando i dipendenti medi senza le imprese che occupano più di mille addetti si ottiene un valore molto più basso, equivalente a 62 addetti per impresa. Le imprese oltre i 1000 dipendenti hanno invece una media di 3934 addetti.

Questi dati dimostrano come le aziende del dataset siano poco concentrate intorno alla media, e come poche grandi imprese modifichino le statistiche di tutto il campione.

Come anticipato sopra, caratteristica fondamentale delle società da noi analizzate è l'elevato rapporto debiti a breve su debiti totali.

Complessivamente la struttura di bilancio è riassumibile nel seguente modo:

**Tabella 4.13 Struttura di bilancio delle imprese: principali indicatori**

Crediti totali/Debiti totali	65%
Debiti entro esercizio/Debiti totali	91%
Debito bancario / Debito totale	25%
Debiti bancari a breve periodo/Debiti bancari totali	76%
Debiti totali/Totale passivo	64%
Debiti entro l'esercizio/Totale passivo	53%
Crediti totali/Totale attivo	40%
Immobilizzazioni immateriali + materiali / Totale attivo	27%

Possiamo osservare che:

- I crediti totali rappresentano il 65% dei debiti totali;
- Il 91% dei debiti è a breve termine;
- Il debito bancario rappresenta il 25 % dei debiti totali;
- Il 76% dei debiti bancari sono a breve termine;
- Il passivo è composto per il 64% da debiti;
- Il passivo è composto per il 53% da debiti entro l'esercizio;
- Il 40% delle attività è costituito da crediti;
- Le immobilizzazioni immateriali e materiali costituiscono il 27% dell'attivo;

Ai fini della nostra analisi empirica analizziamo le principali variabili di interesse.

La variabile **IK** è costituita come rapporto tra investimenti e capitale, e costituisce la variabile dipendente. Il capitale (**K**) è dato dalla somma delle immobilizzazioni immateriali e materiali, gli investimenti (**I**) sono pari alla differenza del capitale tra due periodi al netto degli ammortamenti. Utilizzeremo questo rapporto come indicatore del livello di investimenti.

Al fine di valutare i vincoli finanziari nelle scelte di investimento delle imprese useremo i seguenti indicatori:

Due indicatori di **solvibilità** dati dal rapporto totale debiti su totale attivo (**DA**) e dal rapporto tra *cash flow* ed oneri finanziari (**COV**).

Due indicatori di **liquidità** individuati nel rapporto tra debiti entro l'esercizio e debiti totali (**FS**), il quale ci fornisce informazioni sulla struttura temporale del debito e le obbligazioni dell'impresa, e nel rapporto tra debiti a breve e attività correnti (**SDCA**), il quale ci indica la capacità dell'impresa di ripagare i debiti correnti attraverso le attività liquide o prontamente liquidabili.

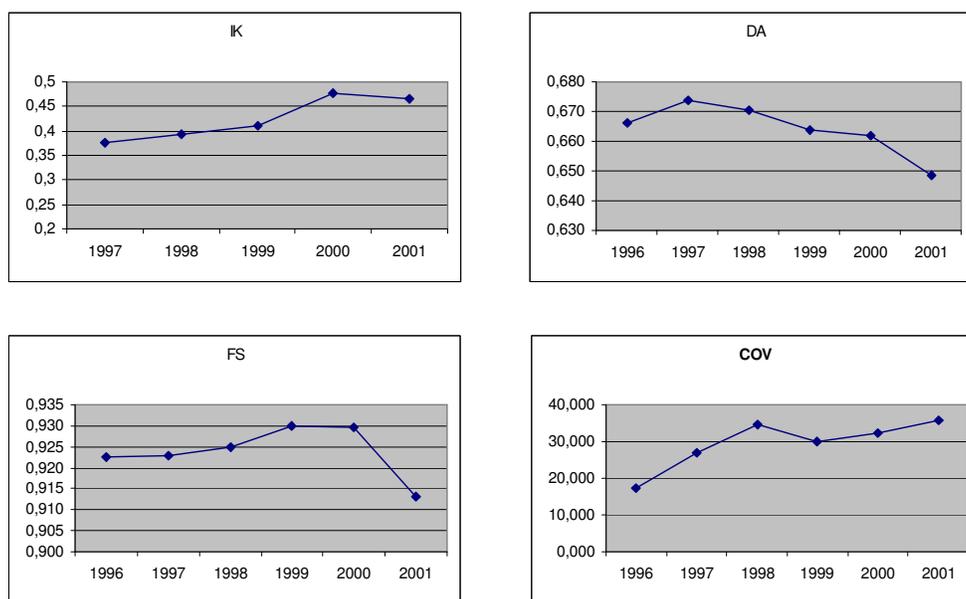
Un indice di **profittabilità** riscontrabile nel rapporto tra *cash flow* e capitale (**CK**).

Quantitativamente le variabili hanno le seguenti caratteristiche:

Variabile	Media	S.D.	Min	Max
IK	0,45	4,59	0,00	254,00
DA	0,64	0,20	0,042	0,99
SDCA	0,89	2,34	0,00	126,7
FS	0,91	0,14	0,00	1,00
COV	36,33	148,78	-148,00	3366
CK	11,33	491,49	-15,55	28037

Nella figura successiva si riporta l'andamento temporale delle principali variabili di riferimento:

**Figura 4.20 Andamento delle variabili (1996-2001)**



L'osservazione della figura suggerirebbe una correlazione temporale inversa tra livello di investimenti e *leverage*, mentre la relazione tra investimenti e *coverage ratio* risulta positiva. La correlazione negativa tra investimenti e *leverage* trova spiegazione nel fatto che aumentando il rapporto debito / attivo l'impresa aumenta la propria probabilità d'insolvenza e quindi dovrebbe incontrare maggiori difficoltà nel finanziare i propri investimenti. La relazione positiva tra investimento e *coverage ratio* non trova invece una spiegazione teorica e necessita di una analisi maggiormente approfondita che verrà svolta nella sezione successiva.

#### 4.5.2 Caratteristiche dell'indagine econometrica

La stima della presenza di vincoli finanziari per le imprese si basa su una letteratura oramai consolidata sia dal punto di vista teorico che empirico. Dal punto di vista teorico la letteratura deriva dal contributo di Modigliani e Miller (1958) che mostrano come, in assenza di imperfezioni nei mercati finanziari, la struttura di capitale delle imprese risulta irrilevante per la determinazione del valore di mercato delle imprese. Di conseguenza il costo della finanza interna ed esterna sono i medesimi e le decisioni di investimento delle imprese non risultano influenzate dalla modalità con cui tale investimento viene finanziato (profitti reinvestiti, capitale azionario o debito). In altri termini secondo Modigliani e Miller, l'unica determinante dell'investimento è la profittabilità dell'investimento stesso e non la modalità con la quale esso viene finanziato. La teoria economica ha successivamente mostrato come l'introduzione di asimmetrie informative, che risultano particolarmente rilevanti nei mercati finanziari, modifichi sostanzialmente i risultati rendendo le decisioni di finanziamento delle imprese fortemente dipendenti dalla propria posizione finanziaria e dal loro possibile accesso al mercato creditizio.

L'analisi empirica ha quindi come oggetto la stima di una funzione di investimento delle imprese in cui vengono incluse alcune variabili finanziarie (*cash flows*, debito, *coverage ratio* ecc.). Se le variabili finanziarie risultano influenzare (in modo statisticamente significativo) le scelte di investimento delle imprese, ne consegue che esse risentono di un qualche vincolo finanziario e che di conseguenza il mercato del credito risulta caratterizzato da imperfezioni.

A tal fine vengono stimate due equazioni distinte:

a) Una tradizionale equazione di investimento nota come "equazione dell'acceleratore", in cui vengono incluse le variabili finanziarie.

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t} + \beta_3 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

b) Una "equazione di Eulero" derivata da un modello di tipo "Q" modificato per considerare l'effetto delle variabili finanziarie

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t}} = \beta_1 \frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 \left(\frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-1}}\right)^2 + \beta_3 \frac{CF_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{Y_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \beta_5 \left(\frac{B_{i,t-1}}{K_{i,t-1}}\right)^2 + d_t + \alpha_i + v_{i,t}$$

Ove i termini rappresentano:  $I/K$ = Investimenti/capitale  $CF/K$ = Cash flow/capitale  $Y/K$ = Ricavi/Capitale  $B/K$ = Debito oltre l'esercizio/Capitale.

L'elemento di maggiore interesse nelle equazioni è il termine collegato al *cash flow* ( $CK$ ), il quale dovrebbe indicare (se statisticamente significativo) l'esistenza di vincoli finanziari.

Nell'analisi che segue il termine  $CK$  verrà anche sostituito da altri termini che indicano una posizione di fragilità finanziaria al fine di catturare le diverse sfumature del rapporto tra posizione finanziaria dell'impresa e scelte di investimento. Si noti che il rapporto investimenti capitale ( $I/K$ ) compare nell'equazione sia come variabile dipendente, sia tra i regressori ritardato di un periodo sia, infine, tra i regressori ritardato di un periodo ed elevato al quadrato. La teoria suggerisce che si debba ottenere un coefficiente positivo e maggiore di uno per il primo regressore, e minore di uno in valore assoluto per il secondo.

Al fine di rendere maggiormente chiari i risultati dell'analisi empirica si procederà per gradi fornendo le stime di due ipotesi distinte ed in particolare:

H<sub>1</sub> La struttura finanziaria dell'impresa vincola le sue scelte di investimento.

H<sub>2</sub> Imprese di dimensioni diverse sono influenzate in modo differente. In particolare le imprese di piccole dimensioni risultano maggiormente vincolate rispetto alle imprese di grande dimensione

La prima ipotesi testa *se ed in quale misura le variabili indicanti posizioni di fragilità finanziaria influenzano le scelte di investimento delle imprese*. Tuttavia l'emergere di una relazione positiva e statisticamente significativa tra variabili finanziarie e investimento *non permette* di realizzare considerazioni conclusive sull'esistenza di reali vincoli finanziari per le imprese. Consideriamo ad esempio la variabile *cash flow*: il fatto che essa sia correlata con l'investimento può dipendere dal fatto che le imprese hanno vincoli finanziari che obbligano le scelte di investimento a dipendere dalla disponibilità di forme di finanziamento interno. Una interpretazione alternativa invece ipotizza che i *cash flows* siano un segnale di futura profittabilità e questo spiega il fatto che siano correlati con l'investimento: in presenza di *cash flows* elevati l'impresa aspettandosi maggiori profitti futuri tende ad investire di più per meglio sfruttare le opportunità contingenti. Entrambe queste spiegazioni possono essere supportate dall'evidenza di una relazione positiva tra investimenti e *cash flows*, tuttavia le implicazioni di queste due ipotesi sono radicalmente diverse: in un caso i mercati finanziari sono inefficienti e le imprese fronteggiano vincoli di liquidità, nel secondo caso invece si verifica l'opposto.

Al fine di poter discriminare tra queste due ipotesi concorrenti la letteratura è necessario implementare un ulteriore test empirico. Se è possibile trovare delle caratteristiche delle imprese che *a priori* permettono di identificare le imprese che dovrebbero essere maggiormente soggette a vincoli di carattere finanziario, osservando il comportamento relativo dei diversi gruppi di imprese sarebbe possibile accertare in modo conclusivo la presenza di imperfezioni nei mercati finanziari. La letteratura in genere identifica la *dimensione* come la caratteristica maggiormente rilevante: è lecito infatti ipotizzare che le imprese di piccola dimensione possano risentire maggiormente dei vincoli di carattere finanziario. Se nell'analisi empirica viene riscontrato che le imprese piccole risultano maggiormente vincolate rispetto alle imprese grandi, allora è possibile trarre indicazioni precise relativamente all'esistenza di vincoli finanziari per le imprese.

Tutto ciò spiega la formulazione dell'ipotesi H<sub>2</sub>.

### 4.5.3 Risultati

Le due ipotesi esposte precedentemente verranno testate sia sulla equazione di Eulero sia sul modello dell'acceleratore.

#### 4.5.3.1 Test ipotesi H<sub>1</sub>

Prendiamo innanzitutto in considerazione l'ipotesi H<sub>1</sub>; con riferimento all'**equazione di Eulero**, se fosse vera l'ipotesi di mercati non perfetti dovremmo rilevare un coefficiente positivo e statisticamente significativo per il termine *C/K*. Questo è facilmente comprensibile se si pensa al *cash flow* come indicatore della capacità dell'impresa di generare cassa, nonché come strumento base di autofinanziamento aziendale. In quest'ottica il *cash flow* "segnalerebbe" ai finanziatori esterni la sostenibilità delle scelte di investimento dell'impresa.

La teoria indica un parametro di segno positivo in merito al rapporto ricavi capitale (*Y/K*), e negativo per il rapporto *B/K*.

I risultati mostrano che il termine *CK* è statisticamente significativo e di segno positivo confermando le ipotesi formulate precedentemente: maggiore è la disponibilità di *cash flow*, maggiore è l'investimento delle imprese. Le imprese oggetto di analisi presentano dunque un vincolo finanziario nella scelta dell'investimento.

Contrariamente a quanto ipotizzato dalla letteratura, il termine relativo al debito risulta positivo, risultato spiegato probabilmente dalla scarsa variabilità dell'indicatore (si veda l'appendice).

Per quanto riguarda il modello dell'**acceleratore**, le ipotesi rimangono quelle formulate precedentemente. Riassumendo le nostre aspettative sui parametri in caso di vincoli finanziari per le imprese sono le seguenti:

- *Correlazione positiva tra investimenti e investimenti al periodo precedente;*
- *Correlazione positiva tra investimenti e fatturato (SK);*
- *Correlazione negativa tra investimenti e rapporto debito-attivo (DA);*
- *Correlazione negativa tra investimenti e rapporto tra debiti a breve periodo ed attivo circolante (SDCA);*
- *Correlazione negativa tra investimento e rapporto tra debiti a breve e debiti totali dell'impresa (FS);*
- *Correlazione positiva tra investimenti e coverage ratio (COV);*

Fatta eccezione per il parametro di *FS*, tutte le altre stime coincidono sia per significatività che per segno con quanto ipotizzato.

In particolare il fatto che *DA* e *SDCA* siano negativi conferma la presenza di vincoli finanziari correlati alla qualità delle posizioni di bilancio.

Anche il parametro relativo al *coverage ratio* (positivo e significativo) indica che le imprese milanesi sono vincolate alla disponibilità di fondi interni. Questo risultato conferma le conclusioni indicate precedentemente con riferimento all'equazione di Eulero, mostrando come la presenza di fondi interni risulti vincolante nelle decisioni di investimento, dunque risultano avvantaggiate imprese con modelli di business che generano strutturalmente flussi di cassa maggiori.

Per quanto riguarda la variabile *FS*, essa risulta statisticamente significativa, ma caratterizzata da un segno positivo anziché negativo. Ciò implicherebbe che uno sbilanciamento del debito verso il breve periodo possa garantire maggiori investimenti, interpretazione in contrasto con la logica economica.

Probabilmente la spiegazione di questo risultato deve essere ricercata nella presenza nel data set di molte imprese di piccola dimensione che, come vedremo più avanti, hanno un comportamento peculiare. Per questo motivo si rimanda una spiegazione maggiormente approfondita relativamente al segno di *FS* alla luce dei risultati presentati nel paragrafo successivo.

#### **Conclusioni riguardo l'ipotesi H<sub>1</sub>**

Dall'analisi congiunta di entrambi i modelli possiamo concludere che ***esiste evidenza di relazione positiva tra struttura finanziaria delle imprese e scelte di investimento***. In particolare la variabile *cash flow* assume una duplice funzione: fornisce i capitali per implementare nuovi progetti e genera un flusso informativo dall'impresa al mercato di carattere positivo.

Il rapporto tra debiti totali e totale attivo delle imprese milanesi influenza negativamente le scelte di investimento delle imprese, ed ugualmente si comporta il rapporto tra debiti a breve e attività corrente.

Da queste affermazioni deduciamo che le imprese di Milano e provincia sembrano fronteggiare forme di razionamento del credito.

#### **4.5.3.2 Test ipotesi H<sub>2</sub>**

L'obiettivo in questo caso è di dividere il campione di imprese investigate tra imprese grandi e medio piccole. L'ipotesi sottostante è che se esistono dei vincoli di carattere finanziario per le

imprese, tali vincoli devono risultare maggiormente consistenti per le imprese di piccole dimensioni rispetto alle imprese di grandi dimensioni. Dunque l'obiettivo dell'analisi empirica consiste nella ricerca di una *differenza* nel comportamento tra queste due classi di imprese.

Per quanto riguarda le stime dell'**equazione di Eulero**, i risultati mostrano che mentre il parametro **CK** per le imprese di piccola dimensione risulta di segno positivo (confermando quanto riscontrato nell'analisi generale riportata precedentemente) per le imprese di grande dimensioni la variabile presenta un segno negativo.

In altri termini mentre le imprese piccole risultano vincolate nelle loro scelte di investimento dalla consistenza del cash flow, questo fenomeno non riguarda le imprese di grande dimensione.

D'altra parte questi risultati risultano pienamente coerenti con la discussione precedente riguardo alle caratteristiche delle imprese prive di debito.

Le imprese di grande dimensione possono infatti accedere a varie forme di finanziamento tra cui emissione di *bond* o emissioni azionarie; tutto ciò determina una minore importanza della forma di finanziamento interna (*cash flow*) nella scelta di investimento. Al contrario le piccole imprese, che hanno maggiore difficoltà nel ricorrere a fonti esterne di finanziamento, possono ricorrere solamente a fonti di finanziamento interne (*cash flow*) per finanziare i propri investimenti. Il fatto che la stima del comportamento del *cash flow* nel caso del campione completo (sezione precedente) sia positiva può essere attribuito alla notevole preponderanza delle imprese piccole<sup>22</sup>.

**I risultati dell'analisi confermano dunque pienamente le ipotesi.**

Il **modello dell'acceleratore** conferma i risultati dell'equazione di Eulero mostrando come il *coverage ratio* risulti positivamente correlato con l'investimento per le imprese di piccola dimensione mentre il segno diviene negativo con riferimento alle imprese di grande dimensione. *Anche in questo caso le imprese di grande dimensione presentano minori vincoli di liquidità nelle decisioni di investimento rispetto alle imprese medio-piccole.*

Tuttavia considerando le altre variabili notiamo che i parametri riferiti alla dimensione e struttura delle passività (**DA**, **SDCA**, **FS**) risultano tutti significativi ma di segno negativo. Questi risultati concordano con le ipotesi teoriche, ma contraddicono parzialmente quanto riportato sopra, ovvero che le imprese di grandi dimensioni dell'area milanese non siano soggette a vincoli finanziari.

Sembra dunque che le imprese di grandi dimensioni non incontrino vincoli rispetto all'uso di forme di finanziamento interno (*cash flow*), ma risultano vincolate agli indici di bilancio riguardanti il debito.

Concentrando l'attenzione sulle piccole imprese emergono alcuni risultati contrastanti: i segni dei coefficienti delle variabili **DA**, **SDCA** ed **FS** sono infatti positivi. Se fosse vero ciò, dovremo affermare che il *leverage* o il *market access* influenzano positivamente gli investimenti delle imprese; questo però non è coerente con le teorie economiche.

Anche alla luce dei risultati precedenti è possibile avanzare la seguente interpretazione: dalla stima dell'equazione di Eulero sappiamo che le imprese di piccole dimensioni, risultano razionate, ed il coefficiente significativo e positivo di **COV** ne è una conferma. Le imprese di piccole dimensioni hanno dunque quale primaria fonte di finanziamento il *cash flow*. Dato l'alto contenuto informativo del *cash flow* per questa classe d'imprese, possiamo supporre che la presenza di un vincolo su questa variabile condizioni tutta la struttura finanziaria dell'impresa e che quindi il risultato empirico riveli una situazione diffusa di razionamento per le piccole imprese. In questo modo l'interpretazione delle variabili esplicative collegate al debito muta: *essendo razionate sul lato del credito, le imprese non possono scegliere liberamente la propria struttura di capitale*. Sappiamo infatti dall'analisi descrittiva svolta precedentemente che pochissime imprese fanno ricorso a forme di finanziamento esterno. Quando possono farlo, le imprese impiegano dunque questi fondi per li

---

<sup>22</sup> Circa il 90% di tutto il campione.

usano per investire determinando una relazione positiva tra investimento e questi indicatori. In altre parole la relazione positiva tra variabili di debito ed investimento deve essere interpretata come relazione di causa effetto più che come evidenza dell'assenza di forme di razionamento.

In quest'ottica il razionamento ha lo stesso effetto di una variabile dicotomica: se l'impresa è razionata non riceve i fondi; se riceve i fondi li usa per realizzare i propri progetti di investimento. Il parametro è dunque positivo perché vi è un legame diretto tra fondi ricevuti e investimenti.

Il comportamento di *FS* ci permette di spiegarne il comportamento nel campione complessivo di imprese riportato precedentemente: per le grandi imprese il *market access* si comporta come gli altri vincoli finanziari legati al debito, e quindi non crea particolari problemi di interpretazione. Per le piccole imprese invece *FS* comunica uno status di imprese razionate secondo la logica di causa effetto appena esposta.

Le imprese piccole, che costituiscono circa il 90% del dataset, si finanziano quasi esclusivamente con debito a breve. La medesima proporzione è riscontrabile anche tra le grandi imprese. Da ciò deriva che le imprese di grandi dimensioni assumono lo stesso atteggiamento delle di quelle piccole relativamente al *market access*. Ne consegue che *FS* nel caso generale assuma un segno positivo anziché negativo.

#### **Conclusioni ipotesi H<sub>2</sub>**

**L'evidenza empirica mostra come le imprese piccole subiscono senza ombra di dubbio gli effetti del razionamento e dei vincoli finanziari. La posizioni più delicata è invece quella delle grandi imprese che risultano non vincolate sui valori del cash flow ma non sugli indici di indebitamento.**

## 5. Le politiche creditizie degli intermediari dell'area: modelli organizzativi e politiche di offerta

L'esame della congiuntura del mercato del credito nella regione fa emergere alcune evidenze che rendono particolarmente delicato il confronto tra l'evoluzione dell'attività di intermediazione a livello locale e le tendenze del mercato nazionale.

Il sistema bancario ha sostenuto lo sviluppo economico dell'area a ritmi superiori rispetto al mercato nazionale, sebbene la fase recessiva, dall'inizio del 2000, sembra avere inciso in modo più marcato sulla contrazione dei finanziamenti

Tra le imprese produttive il comparto dei servizi assorbe tradizionalmente la quota maggiore dei finanziamenti, come conseguenza dell'elevato grado di terziarizzazione delle imprese del territorio. D'altro canto, il ruolo del settore delle imprese finanziarie, destinatario della quota maggiore di finanziamenti in termini assoluti e in relazione al dato medio nazionale, induce ad ipotizzare l'esistenza di un circuito di intermediazione articolato che tuttavia non incide significativamente sui comportamenti finanziari di molte imprese di minori dimensioni e sulla disponibilità di credito alla piccola impresa. Il finanziamento esterno, e specificamente l'indebitamento nei confronti del sistema bancario rivestono un'importanza circoscritta nella composizione del passivo di molte piccole imprese del territorio. Sembrano quindi permanere per tali operatori vincoli di liquidità che ne influenzano le decisioni di investimento; il fenomeno può essere motivato non tanto dal costo dei finanziamenti esterni quanto piuttosto da difficoltà di accesso al credito che portano a ipotizzare fenomeni di razionamento

Tali evidenze sollecitano ulteriori approfondimenti: in particolare, il ruolo degli intermediari nel sostenere le piccole e medie imprese del territorio può essere apprezzato solo valutando allo stato attuale e in prospettiva le scelte organizzative e le soluzioni gestionali perseguite a livello aziendale nell'offerta di servizi di assistenza finanziaria a questi segmenti di operatori.

I modelli organizzativi e le politiche commerciali degli intermediari dell'area sono stati infatti interessati nel periodo in esame da revisioni suscettibili di modificare sia gli ambiti operativi che le stesse dinamiche competitive. L'assetto stesso della vigilanza sta sollecitando modifiche della struttura organizzativa e delle procedure operative nell'area crediti. Il nuovo schema di vigilanza proposto dalla revisione dell'Accordo di Basilea sull'adeguatezza patrimoniale impone alle banche di rimodellare i processi aziendali di valutazione e di controllo del credito; di conseguenza, all'interno dei nuovi assetti organizzativi si vanno collocando spesso interventi di reingegnerizzazione dell'area crediti o delle divisioni *corporate*.

Ci si può quindi attendere modifiche più o meno sensibili delle modalità di penetrazione e di presidio dei mercati *corporate* e, in alcuni casi un ripensamento degli obiettivi di medio periodo nei confronti di tali segmenti.

I contributi offerti dalla letteratura e dalle indagini empiriche confermano che le trasformazioni della struttura del mercato si accompagnano a processi di riorganizzazione che hanno come obiettivo ultimo la ricerca di migliori combinazioni di rendimento e rischio dei portafogli e che mirano, tra l'altro, a razionalizzare le politiche di offerta del credito e dei servizi finanziari a livello aziendale, come indica anche l'esperienza recente delle banche italiane e di molti gruppi con forte caratterizzazione locale.

Più specificamente, tali processi hanno comportato:

- un nuovo disegno dell'organigramma dei gruppi, in molti casi caratterizzato dall'adozione di modelli organizzativi e di strategie distributive *market-oriented* nei segmenti imprese;
- una revisione delle politiche di prodotto e dei loro contenuti basate, segnatamente con riguardo a tali segmenti, su una concezione di assistenza finanziaria complessiva disegnata intorno all'offerta di finanziamenti e "oltre" il credito tradizionale;
- scelte di posizionamento che in molti casi privilegiano politiche selettive basate su una più accurata segmentazione del mercato delle imprese.

Sebbene per alcuni intermediari queste trasformazioni siano ancora in atto e si indirizzino solo parzialmente alla dimensione locale dell'attività, esse vanno tenute in considerazione per valutare caratteristiche e prospettive del settore dell'intermediazione nell'area milanese.

Specifica attenzione deve essere posta alle ricadute sull'offerta di credito e di servizi per le piccole e medie imprese del territorio, tenuto conto che le caratteristiche di struttura finanziaria e i comportamenti finanziari di un'ampia quota di imprese minori, che poggiano su un limitato ricorso al credito convenzionale, possono far emergere in modo più o meno esplicito una domanda di servizi di diversa qualità e richiedere perciò differenti modelli di relazioni con il sistema bancario.

## **5.1 Le caratteristiche del campione di banche del territorio**

Per approfondire la relazione tra le tendenze di mercato prima tratteggiate e le soluzioni organizzative e gestionali adottate a livello aziendale nei confronti dei segmenti *corporate* è stato individuato un gruppo di intermediari caratterizzati da una diffusa presenza nell'area lombarda. Il grado di prossimità al mercato è sintetizzato dalla quota di sportelli localizzati in Lombardia; questo è ovviamente solo un possibile indicatore per individuare la dimensione locale dell'attività, significativo per intermediari con vocazione al dettaglio: ampiezza e articolazione geografica delle reti territoriali risentono infatti di decisioni passate di crescita che possono non coincidere in modo puntuale con le attuali strategie aziendali, e in molti casi sono attualmente oggetto di interventi di razionalizzazione nell'ambito di una nuova architettura dei canali distributivi della banca.

In assenza di dati idonei a quantificare su base aziendale la quote nel mercato locale dei prestiti la scelta è caduta su un indicatore di localizzazione tradizionale per la rilevanza che la rete territoriale ancora assume come modalità di accesso ai servizi bancari al dettaglio; ciò vale anche per i servizi alle piccole e medie imprese che ormai utilizzano diffusamente punti vendita specializzati con caratteristiche diverse dagli sportelli tradizionali (le cosiddette filiali imprese).

Il campione così individuato rappresentava a fine 2003 una quota dell'attivo totale del sistema bancario italiano pari al 52%. Per quantificare le dimensioni della rete territoriale sono stati considerati i soli sportelli convenzionali e le filiali imprese mentre sono state escluse le filiali del gruppo tipicamente rivolte all'attività di *private o personal banking*.

Gli intermediari possono essere distinti in due gruppi in relazione alla diversa articolazione territoriale: banche con operatività nazionale, che coincidono con i primi cinque gruppi nazionali, e banche a vocazione regionale, essenzialmente identificabili con le banche popolari e con una S.p.A. (Banca Lombarda e Piemontese). Questa suddivisione convenzionale consente di evidenziare talune analogie all'interno dei due gruppi con riguardo all'operatività dell'area crediti e agli assetti organizzativi.

Sulla base della definizione di rete distributiva prima richiamata al campione di intermediari fa capo una quota di sportelli pari al 68,5% del totale degli sportelli localizzati in Lombardia. Sul totale della rete nazionale di ciascun gruppo le dipendenze localizzate in Lombardia hanno in media un'incidenza pari al 29%, con valori che variano da un massimo del 74% per un gruppo bancario tradizionalmente di dimensione interregionale come Banca Popolare di Milano ad un minimo di circa il 10% per Unicredit e Capitalia, contraddistinti rispettivamente da una presenza territoriale equamente distribuita nel Centro-Nord e, nel secondo caso, nei mercati del centro e del meridione.

**Tabella 5.1 Campione di intermediari operanti in Lombardia: sportelli e totale attivo**

Gruppo bancario	N. sportelli in Lombardia	% sul totale sportelli del gruppo	Ranking per sportelli in Lombardia	Totale attivo	Ranking nazionale per totale attivo
BANCA INTESA	859	28%	1	260.215	1
S PAOLO-IMI	523	17%	2	202.580	3
BANCHE POPOLARI UNITE	502	42%	3	62.994	7
BANCA POPOLARE DI MILANO	442	74%	4	32.442	11
BANCA LOMBARDA E PIEMONTESE	438	56%	5	30.024	12
UNICREDITO	315	10%	6	238.256	2
BANCA POPOLARE DI VERONA E NOVARA	275	24%	7	48.606	8
MPS	271	15%	8	122.989	5
CAPITALIA	215	11%	9	128.383	4
BANCA POPOLARE DI LODI	160	17%	10	44.068	9

Fonte: Bilanci aziendali consolidati, 2003 e database Bankscope

## 5.2 Le tendenze della diversificazione e il ruolo dell'intermediazione creditizia

La fase recente dei mercati bancari è stata contrassegnata per tutti gli intermediari in esame da processi di diversificazione delle linee di *business* che si accompagnano ad una selezione dei mercati e dei segmenti ritenuti più promettenti in termini di contributo alla redditività aziendale e da interventi di razionalizzazione delle strutture organizzative mirate a una migliore focalizzazione sulle aree di attività reputate strategiche.

In particolare, dalla seconda metà degli anni '90, strategie di diversificazione dei portafogli di *business* a favore dell'attività di *asset management* sono state incoraggiate da tassi di sviluppo del settore e da livelli di redditività superiori a quelli registrati dall'area di intermediazione creditizia. Ciò può aver determinato una condizione di oggettiva concorrenza con l'attività di finanziamento nei processi interni di allocazione del capitale e delle risorse organizzative, sebbene i due ambiti di operatività non debbano essere ritenuti antagonisti nell'ambito di strategie volte a stabilizzare la redditività aziendale nel suo complesso.

Per gli intermediari qui esaminati l'andamento del rapporto "*asset under management*/totale attivo" può approssimare l'orientamento verso linee di attività genericamente riconducibili al settore della gestione del risparmio. A fronte di un valore medio di incidenza in flessione, anche a motivo della contrastata congiuntura dei mercati di borsa, si segnala il deciso incremento del rapporto per molti intermediari, soprattutto banche regionali. Questo gruppo di banche ha incrementato il peso dell'attivo gestito anche attraverso operazioni di crescita esterna, che spesso hanno comportato l'ingresso nel gruppo di banche private tradizionalmente attive in questo comparto e che hanno consentito di ampliare i mercati serviti al di là delle tradizionali aree di insediamento. Più in generale, le decisioni di crescita esterna e la stessa riorganizzazione delle reti territoriali sono state in molti casi guidate dall'obiettivo di migliorare la fase distributiva per ampliare la capacità di

collocamento soprattutto di tali servizi nei confronti dei segmenti al dettaglio (si veda la Tabella 5.2).

**Tabella 5.2 Incidenza dell'attività di gestione del risparmio sul totale attivo (valori %)**

ASSET UNDER MANAGEMENT/TA	2000	2001	2002	2003
INTESA	44.69%	43.64%	44.72%	46.31%
S PAOLO IMI	74.91%	74.02%	64.54%	70.94%
POPOLARI UNITE	n.d.	n.d.	32.84%	37.31%
BPM	47.24%	46.43%	45.08%	50.93%
LOMBARDA E PIEMONTESE	61.78%	63.93%	60.90%	71.08%
UNICREDITO	56.07%	54.09%	47.38%	49.29%
POPOLARE DI VERONA E NOVARA	n.d.	n.d.	55.64%	60.14%
MPS	38.45%	33.76%	28.74%	34.36%
CAPITALIA	n.d.	n.d.	22.90%	30.67%
POPOLARE DI LODI	43.86%	38.62%	36.77%	40.62%
Media	52.43%	50.64%	43.95%	49.16%
media banche nazionali	53.53%	51.38%	41.66%	46.32%
media banche regionali	50.96%	49.66%	46.25%	52.01%

Fonte: Bilanci aziendali consolidati

Per alcuni dei maggiori gruppi analizzati è difficile trarre da valori di sintesi indicazioni chiare delle politiche nel settore, per l'impossibilità di ricostruire una serie continua; le informazioni ottenute devono inoltre necessariamente essere affiancate da una valutazione dei modelli organizzativi e degli obiettivi industriali. Va tuttavia segnalata una flessione dell'aggregato, sensibile per alcuni primari gruppi, tradizionalmente in posizione di *leadership* nel settore dell'*asset management*; la tendenza potrebbe tuttavia essere motivata da politiche del gruppo indirizzate a razionalizzare e a diversificare, anche su base internazionale, le strategie di offerta e, di conseguenza, le strutture aziendali specializzate nella linea di attività.

Con riguardo ai singoli gruppi l'andamento dei valori, messo a confronto con indicatori di sintesi espressivi della importanza dell'attività di prestito, non consente di rilevare in modo chiaro scelte di riposizionamento a svantaggio dell'attività di finanziamento di impresa.

Sebbene alcuni degli intermediari analizzati abbiano perseguito nel periodo strategie di diversificazione territoriale anche attraverso elevati investimenti diretti nei paesi dell'Europa dell'Est o in ambiti geografici esterni all'area europea, l'attività di intermediazione creditizia per tutti i gruppi resta ancora stabilmente concentrata sul mercato domestico, cui si indirizzava, in media, nel 2003 una quota superiore al 90% del totale dei finanziamenti alla clientela. Anche nei gruppi a maggiore internazionalizzazione (Unicredito, Intesa) il mercato domestico continua ad assorbire più dell'85% del totale del credito (si veda la Tabella 5.3).

Poco meno dei due terzi del portafoglio aggregato dei gruppi analizzati riguarda il credito alle imprese delle diverse classi dimensionali, incluse le imprese individuali o famiglie produttrici. L'incidenza del credito alle imprese è superiore alla media per le banche regionali comprese nel campione, con l'eccezione di BPM, a conferma di una consolidata vocazione al finanziamento dell'attività produttiva per questa categoria di intermediari.

**Tabella 5.3 Campione di intermediari operanti in Lombardia: attività di intermediazione creditizia**  
(milioni di euro; valori %)

Gruppo bancario	Totale crediti alla clientela	% di crediti erogati in Italia	% di crediti a imprese non finanziarie e famiglie produttrici
BANCA INTESA	154.992	86,1%	63,3%
S PAOLO-IMI	124.599	91,6%	60,0%
BANCHE POPOLARI UNITE	43.045	96,1%	66,0%
BANCA POPOLARE DI MILANO	17.077	94,0%	63,7%
BANCA LOMBARDA E PIEMONTESE	21.707	98,0%	67,2%
UNICREDITO	126.709	87,8%	60,7%
BANCA POPOLARE DI VERONA E NOVARA	31.949	96,0%	75,7%
MPS	70.405	92,8%	62,4%
CAPITALIA	75.227	92,8%	62,4%
BANCA POPOLARE DI LODI	26.756	91,9%	67,1%

Fonte: bilanci aziendali consolidati, 2003

L'evoluzione degli aggregati di credito non sembra aver risentito in modo marcato di effetti riconducibili alle politiche di aggregazione e ai conseguenti adattamenti organizzativi degli intermediari, sebbene vada ricordato che questi ultimi hanno avuto portata e ritmi molto differenti per gli operatori e si sono in parte sovrapposti con la fase più recente di stagnazione economica; negli ultimi anni del periodo in esame l'incidenza dei finanziamenti sull'attivo totale è aumentata per il complesso del campione di quasi tre punti percentuali (si veda la Tabella 5.4)

**Tabella 5.4 Incidenza dell'attività di credito sul totale attivo (valori %)**

CREDITI PER CASSA CLIENTELA/TA	2000	2001	2000	2002	2003
INTESA	56.44%	58.21%	56.44%	60.03%	59.56%
S PAOLO IMI	57.35%	57.03%	57.35%	62.18%	61.51%
POPOLARI UNITE	n.d.	n.d.	n.d.	64.76%	68.33%
BPM	53.51%	51.24%	53.51%	48.87%	52.64%
LOMBARDA E PIEMONTESE	71.84%	68.18%	71.84%	72.30%	74.87%
UNICREDITO	56.82%	56.44%	56.82%	53.35%	53.18%
POPOLARE DI VERONA E NOVARA	61.40	61.37%	61.40	65.97%	65.73%
MPS	56.32%	55.53%	56.32%	53.13%	57.24%
CAPITALIA	n.d.	56,83 %	n.d.	54.04%	58.60%
POPOLARE DI LODI	53.14%	55.31%	53.14%	52.86%	60.72%
Media	58,35%	58,58%	58,35%	59,57%	61,24%
media banche nazionali	56,73%	58,23%	56,73%	56,55%	58,02%
media banche regionali	59,97%	59,03%	59,97%	62,60%	64,46%

Fonte: Bilanci aziendali consolidati

Le banche regionali mostrano la più elevata incidenza dei prestiti sul totale attivo, in sensibile crescita nell'ultimo biennio: per tale gruppo di banche il valore ha superato nel 2003, in media, il 64%, contro una media del 58% per le banche nazionali. Il deciso orientamento verso l'attività di intermediazione creditizia di questo gruppo di intermediari è confermato anche dall'andamento del dato per i singoli operatori, ad esclusione di Banca Popolare di Milano.

Tra gli altri intermediari spicca l'andamento del rapporto tra crediti e totale attivo di San Paolo IMI, superiore al 60% e crescente nel periodo; tale tendenza lo differenzia dagli altri gruppi bancari nazionali, che presentano in qualche caso valori di incidenza dei crediti decrescenti.

Il tasso medio di crescita dei crediti alla clientela per gli intermediari in esame è negativo per la maggior parte del periodo e segnala una riduzione dei volumi di finanziamenti in particolare tra il 2000 e il 2002. Si tratta peraltro di una tendenza non generalizzata: la flessione è evidente, infatti, per le banche a caratterizzazione nazionale coinvolte in modo più intenso nei processi di aggregazione, mentre un andamento opposto registra il gruppo delle banche regionali anche per i soggetti interessati più di recente da operazioni di fusione (si veda Tabella 5.5).

E' ragionevole ipotizzare che soprattutto il gruppo delle banche regionali abbia salvaguardato la propria vocazione al finanziamento dell'attività produttiva nei mercati locali anche successivamente ad operazioni di aggregazione anche in virtù di dimensioni operative più ridotte e del ricorso a strutture di gruppo federate; il dinamismo di tale categoria di intermediari nel mercato locale ha in parte compensato possibili contrazioni dell'offerta di credito da parte dei gruppi di maggiori dimensioni in una fase di rilevanti modifiche dell'organizzazione e dei processi dell'area crediti.

Per molte delle banche coinvolte in aggregazioni è comunque sensibile la diminuzione delle linee di fido in conto corrente, in coincidenza con le fasi più intense di tali processi.

Tale scelta è in genere motivata dall'esigenza di razionalizzare i portafogli e di rivedere obiettivi e procedure delle politiche di credito nella delicata fase di riorganizzazione.

**Tabella 5.5 Evoluzione dei finanziamenti alla clientela (variazioni %)**

	totale crediti alla clientela			Linee di credito in c/c		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
INTESA	0.27%	-7.79%	-5.71%	-0.51%	-24.86%	-12.42%
S PAOLO	-1.67%	1,43%	0.34%	-8.81%	-1,85%	-0.44%
POPOLARI UNITE	n.d.	n.d.	5.71%	n.d.	n.d.	6.42%
BPM	7.71%	-2.48%	7.40%	3.76%	1.17%	7.41%
LOMBARDA E PIEMONTESE	1.02%	11.54%	8.65%	23.96%	-3.10%	-3.54%
UNICREDITO	-35.68%	-37.72%	9.76%	8.59%	-13.37%	-2.05%
POPOLARE DI VERONA E NOVARA	n.d.	2,22%	0.00%	n.d.	n.d.	-15.46%
MPS	6.55%	8.62%	2.82%	-1.21%	8.69%	-9.10%
CAPITALIA	n.d.	7.45%	-1.24%	n.d.		-8,85%
POPOLARE DI LODI	7.45%	12.43%	4.86%	15.14%	29.18%	-8.30%
Media	-1.23%	-0.48%	3.26%	5,85%	-0,59%	-4,63%
media banche nazionali	-7.63%	-5.60%	1.20%			
media banche regionali	5.17%	5.92%	5.32%			

Fonte: Bilanci aziendali consolidati

Le operazioni di crescita esterna comportano infatti, insieme ad una razionalizzazione degli organici e delle strutture organizzative, anche una complessiva revisione dei processi di affidamento volta a

verificare che l'esposizione del gruppo sia coerente con le linee della politica creditizia e il profilo di rischio definiti dalla nuova compagine azionaria e dal *management*.

In molti casi l'aggregazione dei portafogli a seguito di operazioni di concentrazione fa emergere una sovrabbondanza delle linee di credito rispetto alle effettive esigenze finanziarie del cliente, che quindi gode di margini non utilizzati a costo nullo e di una maggiore flessibilità nella gestione del proprio indebitamento. Tale circostanza è ricorrente nelle operazioni di aggregazione tra intermediari operanti nella stessa area geografica e quindi più esposti agli effetti di una sovrapposizione delle reti di vendita e dei segmenti di clientela.

Tuttavia, nella prospettiva dell'impresa debitrice la riduzione delle linee di credito, anche se giustificata da obiettivi di razionalizzazione, è percepita come una restrizione dell'offerta di credito direttamente collegata alle maggiori dimensioni dell'intermediario.

La composizione dei portafogli per il campione nel suo complesso mostra in realtà una leggera crescita della quota di credito indirizzata al settore delle imprese non finanziarie, seppure nell'ambito di tendenze molto differenziate. Per il gruppo delle banche regionali i tassi di variazione dei crediti alle imprese sono sempre positivi nel periodo; tra il 2000 e il 2003 il peso delle imprese sul portafoglio crediti complessivo si incrementa inoltre in modo sensibile fino a valori superiori al 60% per la media del gruppo e risulta mediamente più elevato rispetto ai gruppi a caratterizzazione nazionale (si veda la Tabella 5.6).

I tassi di crescita del credito sono invece alterni per alcuni dei maggiori intermediari, interessati nel periodo da più radicali interventi di riorganizzazione delle linee di attività nei segmenti *corporate*.

Il peso delle piccole imprese (famiglie produttrici o imprese individuali), resta in generale contenuto (poco meno del 6% del totale del portafoglio per il campione) con valori marginalmente più elevati per il gruppo delle regionali. La circostanza che per alcuni intermediari siano in ogni caso consistenti i tassi di crescita dei finanziamenti verso questa tipologia di controparti, pur con andamenti alterni, suggerisce un orientamento verso politiche selettive di sviluppo delle relazioni con le imprese di minori dimensioni, anche nella prospettiva di ampliare e diversificare l'offerta di servizi di assistenza.

**Tabella 5.6 Crediti alla clientela per categorie di prenditori**

imprese non finanziarie	quota sul totale crediti alla clientela				var % dei crediti alla categoria		
	2000	2001	2002	2003	2001	2002	2003
INTESA	59.75%	59.32%	58.54%	57.21%	-2.9%	-9.3%	-10.1%
S PAOLO IMI	53.20%	53.31%	53.84%	55.23%	-1.5%	31.8%	0.9%
POPOLARI UNITE	n.d.	n.d.	59.92%	57.84%	n.d.	n.d.	2.0%
BPM	Na	59.99%	64.09%	60.87%	16.1%	4.2%	2.0%
LOMBARDA E PIEMONTESE	52.56%	61.25%	58.94%	57.38%	17.7%	7.3%	5.8%
UNICREDITO	55.68%	56.01%	55.77%	55.41%	2.8%	-3.7%	8.2%
POPOLARE DI VERONA E NOVARA	n.d.	n.d.	64.93%	69.23%	n.d.	n.d.	6.6%
MPS	55.98%	54.95%	58.43%	57.64%	4.6%	12.1%	1.4%
CAPITALIA	n.d.	54.15%	57.82%	57.97%	n.d.	1.6%	-1.0%
POPOLARE DI LODI	58.33%	61.14%	56.52%	60.81%	12.6%	3.9%	30.6%
Media	55.92%	57.51%	58.88%	58.96%	7.1%	6.0%	4.6%
media banche nazionali	44.92%	55.55%	56.88%	56.69%	0.59%	6.51%	-0.11%
media banche regionali	36.97%	60.79%	60.88%	61.22%	15.48%	5.15%	9.41%

famiglie produttrici	quota sul totale crediti alla clientela				var% dei crediti alla categoria		
	2000	2001	2002	2003	2001	2002	2003
INTESA	4.61%	3.88%	<b>5.80%</b>	6.09%	-17.77%	37.41%	-3.41%
S PAOLO	3.43%	3.34%	4.31%	4.74%	-4.37%	68.70%	8.12%
POPOLARI UNITE	n.d.	n.d.	<b>7.11%</b>	8.15%	n.d.	n.d.	21.14%
BPM	n.d.	2.85%	2.93%	2.84%	31.00%	0.22%	4.08%
LOMBARDA E PIEMONTESE	7.12%	8.36%	<b>8.22%</b>	4.69%	18.51%	9.78%	-38.10%
UNICREDITO	7.80%	7.46%	5.68%	5.25%	-2.31%	-26.39%	1.43%
POPOLARE DI VERONA E NOVARA	n.d.	n.d.	5.77%	6.49%	n.d.	n.d.	12.48%
MPS	7.75%	7.34%	<b>7.65%</b>	8.17%	0.85%	9.93%	9.81%
CAPITALIA	n.d.	3.21%	4.22%	4.39%	n.d.	25.12%	2.77%
POPOLARE DI LODI	7.90%	5.54%	5.82%	6.32%	-24.64%	18.14%	31.80%
Media	6.80%	5.44%	5.75%	5.67%	3.17%	15.07%	5.95%
media banche nazionali	4.72%	5.04%	5.53%	5.73%	-5.90%	22.95%	3.75%
media banche regionali	5.01%	5.58%	5.97%	5.70%	8.29%	7.03%	6.28%

Fonte: Bilanci aziendali consolidati

### 5.3 Le politiche di assistenza finanziaria alle imprese: mercati, scelte distributive e processi di selezione

Per gli intermediari oggetto del nostro esame ci si è proposti di delineare, in base ai dati aziendali più recenti disponibili (bilanci consolidati e aziendali e piani industriali) alcuni aspetti delle soluzioni organizzative perseguite a seguito dei processi di aggregazione e le principali scelte strategiche relative alle linee di attività nei segmenti *corporate*.

La ricognizione ha consentito di valutare gli interventi indirizzati a valorizzare l'area delle relazioni con i segmenti delle PMI; in particolare è stata esaminata la logica di segmentazione del mercato imprese e alcuni aspetti delle politiche di offerta suscettibili di delineare le strategie di mercato nei confronti delle piccole e medie imprese; da quest'ultimo punto di vista, effetti rilevanti appaiono emergere anche dalla revisione delle politiche di affidamento secondo le nuove linee indicate dalla vigilanza internazionale per la valutazione del merito di credito con la proposta di accordo sul capitale nota come Basilea 2.

Ne emerge un quadro che conferma la vocazione al dettaglio degli intermediari oggetto dell'esame e indica per molti degli operatori analizzati una specifica attenzione nei confronti del tessuto produttivo locale e della piccola impresa del territorio.

Le politiche aziendali sono perseguite attraverso soluzioni organizzative differenziate, ma appaiono in non pochi casi esplicitamente finalizzate a potenziare il presidio nei segmenti della piccola e media impresa e ad arricchire l'offerta quanto meno nei confronti di quelle relazioni ritenute più promettenti per il potenziale di domanda di servizi espresso dall'impresa e per le sue prospettive di sviluppo nel medio periodo.

Come già ricordato, i modelli organizzativi adottati sono il risultato di strategie di crescita in molti casi recenti e di interventi talvolta ancora in fase di completamento. Non va inoltre trascurato che la ricerca di nuovi assetti organizzativi si è realizzata per alcuni operatori in una congiuntura di mercato flettente per le aree di attività principali; ciò può avere imposto di modificare scelte e

*timing* del disegno organizzativo originario e di rivedere taluni aspetti della strategia aziendale in coerenza con l'evoluzione dei mercati.

Tali circostanze impongono cautela nelle valutazioni e rendono particolarmente delicate le generalizzazioni. Va inoltre sottolineato che il ritmo degli interventi di riorganizzazione, in molti casi intenso, non trova sempre un riscontro tempestivo nell'informazione pubblicamente disponibile, su cui si fondano le considerazioni qui esposte.

Alla base della relativa eterogeneità riscontrabile in concreto nelle situazioni aziendali stanno d'altro canto motivazioni riconducibili all'evoluzione del sistema bancario italiano nell'ultimo decennio.

Diversamente da altre industrie nel settore dell'intermediazione la coerenza tra struttura organizzativa e strategia aziendale è stata fortemente influenzata dal ruolo della normativa, che ha diversamente disegnato nel tempo le aree di *business* e i confini dei mercati. Ciò vale in particolare per il sistema bancario italiano, per il quale la disciplina di vigilanza ha influenzato più che in altri casi e più a lungo la combinazione prodotti-mercati e quindi le scelte di posizionamento strategico.

Inoltre, la rigidità delle scelte passate di localizzazione e la rilevanza dell'articolazione territoriale nelle politiche concorrenziali hanno indubbiamente condizionato tempi e scelte della riorganizzazione, spingendo molte banche a soluzioni che hanno dato un'enfasi particolare al valore della reti e dei marchi nell'ambito della matrice prodotti-mercati-canali

Ne deriva che la riorganizzazione per molti intermediari può aver subito ritardi ed essere attualmente ancora in transizione

La maggior parte dei gruppi analizzati è passata attraverso l'adozione di strutture organizzative di tipo federato come evoluzione della figura del gruppo polifunzionale; tale percorso è tipico dell'approccio italiano alla concentrazione e prevede una *holding* (centro di governo), che accentra di solito funzioni comuni di supporto per il gruppo (Information Technology, Tesoreria, Risorse Umane, Servizi Legali), e a cui fanno riferimento le banche rete, depositarie dei marchi, e le società prodotte che gestiscono linee di *business* specializzate, distinte dall'attività di intermediazione tradizionale.

Per alcune banche, soprattutto le maggiori, il modello federale può ormai considerarsi una scelta di transizione verso l'adozione di strutture divisionali; per altri intermediari (in specie le banche popolari) la struttura federale è solo in fase di revisione e in alcuni casi accoglie elementi di divisionalizzazione

Gli operatori con caratterizzazione nazionale hanno adottato un approccio divisionale per aree di *business* con diverso grado di articolazione, quasi sempre collegato a politiche di segmentazione dei mercati per tipologie di clienti; ciò ha comportato fusioni tra le banche e le società dell'originario gruppo polifunzionale. Fanno eccezione per un verso Capitalia, che manteneva ancora a tutto il 2003 un assetto classico di tipo funzionale, e l'esperienza di Unicredito il cui disegno di divisionalizzazione è stato spinto fino alla creazione di entità giuridiche autonome a presidio di tre grandi aree di attività (*private, retail e corporate*)

La scelta di adottare una struttura divisionale è giustificata dall'esigenza di eliminare eventuali sovrapposizioni dei processi operativi e duplicazioni di costi; è inoltre chiaramente orientata ad un maggiore presidio dei mercati di riferimento. Le linee di divisionalizzazione adottate presentano peraltro differenze tra gli intermediari: le soluzioni tendono in tutti i casi a privilegiare la omogeneità delle aree di *business* ma non hanno sempre uguale profondità e caratteristiche.

Nel gruppo delle banche regionali tutti gli intermediari mantengono ancora una struttura di tipo federale, spesso direttamente ricollegabile al tradizionale modello del gruppo polifunzionale. Solo in un caso (Banca Popolare di Milano) a tale disegno si associa una parziale divisionalizzazione per aree di attività.

In questi modelli di norma gli intermediari hanno perseguito in ogni caso un accorpamento per livelli di omogeneità dei *business* e una razionalizzazione delle reti territoriali; il ruolo di presidio dei segmenti di mercato strategici è tuttavia di tipo tradizionale e comunque ancora affidato alle strutture bancarie controllate (banche reti) che in tutti i casi mantengono il proprio marchio

originario, mentre è attribuita alla capogruppo una funzione di coordinamento delle politiche di mercato.

Come ricordato, questa appare una soluzione vantaggiosa in termini di capacità di controllo dei mercati di riferimento, ma potenzialmente non ottimale nei casi in cui l'offerta di servizi finanziari debba essere coordinata per rispondere ad esigenze finanziarie più articolate rispetto alle tradizionali esigenze di finanziamento ordinario.

D'altro canto il passaggio alla forma divisionale nella fase recente può aver generato per le banche impegnate nella riorganizzazione temporanei svantaggi competitivi, come sembrano indirettamente evidenziare i trasferimenti di quote di mercato a vantaggio delle banche a vocazione regionale, che hanno invece a tutt'oggi privilegiato scelte organizzative comunque mirate alla valorizzazione dei marchi<sup>23</sup>. E' del resto plausibile ritenere che dove il passaggio alla forma divisionale è ancora in una fase di realizzazione la transizione possa generare disfunzioni nei meccanismi organizzativi, con il risultato di penalizzare la capacità di controllo dei mercati di riferimento.

Alcune scelte del disegno organizzativo e delle politiche commerciali, ricorrenti nei casi analizzati, segnalano per gli intermediari analizzati la rilevanza strategica assegnata alla relazione con la piccola impresa, sia pure sulla base di un approccio selettivo allo sviluppo delle relazioni; in particolare ci si riferisce a) alla scelta di definire in modo puntuale i segmenti preferenziali di piccole imprese, di norma sulla base di tradizionali indicazioni di dimensione, quali il fatturato; 2) all'adozione di forme di divisionalizzazione e di strategie distributive tendenzialmente disegnate in modo esplicito a presidio di tali segmenti, sia nei casi, più diffusi, in cui la PMI sia collocata nell'ambito dell'area *retail* sia nell'ipotesi in cui rientri nella linea del *commercial banking*; in questo contesto si individua nella maggior parte dei casi una chiara collocazione delle società prodotte specializzate nel finanziamento di impresa a supporto dell'attività delle divisioni dedicate; 3) alla riorganizzazione dei processi di valutazione del merito di credito, in coerenza con il modello proposto dal nuovo Accordo di Basilea, e ai suoi riflessi sulle strategie di mercato nei segmenti imprese.

Molti degli intermediari analizzati dichiarano esplicitamente tra gli obiettivi strategici uno sviluppo selettivo del segmento *small business*, anche nei casi in cui, come accade per la maggior parte degli operatori, numericamente l'incidenza di tale tipologie di controparti risulta ad evidenza marginale nel portafoglio clienti dell'intermediario

Nei casi esaminati le scelte di segmentazione che consentono di individuare i mercati di riferimento utilizzano quasi sempre la dimensioni del fatturato delle potenziali imprese clienti: i valori soglia variano tuttavia in modo molto ampio (da 1,5 a 25 milioni di euro) di norma in coerenza con le dimensioni dell'intermediario.

Da tale varietà di approcci discende la considerazione che nella prospettiva degli intermediari i mercati della piccola e media impresa sono potenzialmente diversi e non necessariamente tra loro sovrapposti: si possono ipotizzare quindi dinamiche concorrenziali differenti e opportunità molteplici di articolare le politiche di offerta e le strategie distributive, specie nell'area delle soluzioni di impresa a maggior valore aggiunto.

Sotto il profilo delle strategie distributive a scelte differenti del disegno organizzativo complessivo si accompagna spesso un diverso grado di specializzazione delle reti territoriali che consente di distinguere canali e società prodotte "dedicati" alla clientela imprese (come nel caso delle filiali imprese).

Le soluzioni organizzative chiaramente orientate alla divisionalizzazione comportano per gli intermediari analizzati una forte specializzazione delle reti e dei canali che è normalmente qualificata anche dall'individuazione di figure professionali di specialisti. Nei casi in cui al modello federale si associa il mantenimento di una rete "generalista" la gestione della relazione con le imprese poggia in ogni caso sull'individuazione di nuclei di personale specializzato (cosiddetti *client* o *relationship managers*)

---

<sup>23</sup> Si veda Banca d'Italia, Relazione annuale del Governatore per il 2003, Roma 2004

Il disegno delle nuove strategie è peraltro fortemente influenzato per tutti gli intermediari dalla revisione degli approcci di valutazione dei debitori. Questo aspetto dei processi di selezione, che attiene ovviamente al *core business* dell'offerta di credito, appare sin d'ora, e sempre di più in prospettiva, cruciale nell'orientare le scelte di mercato degli intermediari nei segmenti imprese, sia *corporate* che *small business*.

Tutti gli intermediari stanno approntando processi di valutazione, basati su sistemi di rating interni, coerenti con lo schema previsto dal nuovo Accordo di Basilea; il grado di avanzamento dei progetti, sulla base della documentazione ufficiale, sotto il duplice profilo tecnico e organizzativo, appare tuttavia ancora molto differenziato; sembra però già attualmente in grado di produrre effetti sulle politiche di offerta e sulle strategie commerciali degli intermediari.

Per alcuni degli intermediari analizzati, anche differenti dal punto di vista dimensionale e in termini di modelli organizzativi adottati, l'utilizzo dei modelli è già integrato nelle processi di affidamento e nelle politiche commerciali in accordo con le scelte di segmentazione e con i processi distributivi e di gestione delle relazioni con la clientela imprese

Altri operatori appaiono ancora in una fase di sviluppo di sistemi di rating interni, per obiettivi gestionali e commerciali, cui in molti casi si affianca la costruzione di modelli di portafoglio a supporto delle funzioni di *risk management* in una prospettiva di gestione strategica.

Lo stadio di sviluppo dei modelli di rating e la loro rilevanza operativa nelle politiche di affidamento sono peraltro ancora differenziati.

In alcuni casi (come nell'esperienza di alcune banche popolari) lo sviluppo appare ancora limitato alla fase della rilevazione del database richiesto per l'individuazione delle variabili rilevanti per la costruzione dei modelli; in altri si colloca in una fase di *test*, di norma circoscritto all'operatività della capogruppo, e quindi non ancora esteso al perimetro del gruppo bancario.

La scelta degli intermediari di maggiori dimensioni che ancora non dispongono di modelli operativi è inoltre orientata allo sviluppo di un certo numero di prototipi in genere riferiti a segmenti omogenei di debitori, sulla base delle indicazioni fornite dallo schema di vigilanza. E' in ogni caso diffusa la soluzione di verificare una pluralità di modelli, normalmente di tipo statistico-qualitativo, soprattutto con riferimento ai segmenti *retail* e della piccola e media impresa.

## BIBLIOGRAFIA

Arellano M., Bond S., (1991), “*Some tests of specification for Panel Data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations*”, Review of economics Studies, vol. 58, 277-297.

Banca d'Italia, Bollettini di vigilanza, vari numeri

Banca d'Italia, Bollettini statistici, vari numeri

Banca d'Italia, Note sull'andamento dell'economia della Lombardia, vari anni

Bernanke, Gertler e Gilchrist (1996); “*The Financial Accelerator and the flight to quality*”, The Review of Economics and Statistics, vol. 78.

Bofondi M., Gobbi G, (2004), *Bad Loans and Entry into Local Credit Markets*, in Banca d'Italia “Temi di discussione”, n. 509, July

Bonato L., Faini R.(1990), “*Le scelte di indebitamento delle imprese in Italia*” in Conti V, Hamaui R. (a cura di ), Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione, Bologna, Il Mulino, pagg 139-182

Bonaccorsi di Patti E., Gobbi G.(2001), *The Effects of Bank Consolidation and Market Entry on Small Business Lending*, in Banca d'Italia “Temi di discussione”, n. 404, June

Bonaccorsi di Patti E., Gobbi G.(2003), *The Effects of Bank Mergers on Credit Availability: Evidence from Corporate Data*, in Banca d'Italia “Temi di discussione”, n. 479, June

Bond S., Elston J., Mairesse J. e Mulkay B.(1997), “*Financial factors and investment in Belgium, France, Germany and the UK: a comparison using company panel data*”, NBER Working Papers Series, Cambridge,

Bond S., Meghir C.(1996), “*Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy*”, The Review of Economic Studies, vol. 61, 197-222..

Bontempi M. Golinelli R.(1996), “*Le determinati del leverage delle Imprese: un'applicazione empirica ai settori industriali dell'economia italiana*”, Studi e note di economisti per conto del CNR, n. 2, Pagg. 35-67, pag 37.

Bradley M., Jarrel G., Kim E. (1976), “*On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence*”, Journal of finance, 857-878.

Caselli S.(2001), *Corporate banking per le piccole e medie imprese*, Bancaria Editrice, Roma

De Angeli S., a cura (1999), *Le trasformazioni in banche di società finanziarie*, F. Angeli, Milano

Eyer and Robert R. Glauber (1954), “*Investment decision, economic forecasting, and public policy*”, Division of Research of Graduate School of Business Administration, Harvard University.

Fazzari S., Hubbard R., Petersen B.(1988), “*Financing Constraints and Corporate Investment*”, Brooking Paper on Economic Activity, vol. 1, pagg 141-195.

Forestieri G., a cura (2003), *Corporate e Investment Banking*, Egea, Milano (seconda edizione)

Galeotti M., Schiantarelli F., Jarmillo F.(1994), “*Investment decision and the role of debt, liquid assets and cash flow: evidence from Italia panel data*”, *Applied Financial Economics*, vol. 4, pagg 121-132.

Gatti S., Caselli S. (2003), *Il corporate lending*, Bancaria Editrice, Roma

Gertler e Gilchrist, “*Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms*”(1994); *The Quarterly Journal of Economics* 59

Gobbi G., Lotti F., (2004), *Entry Decisions and Adverse Selection: An Empirical Analysis of Local Credit Markets*, in corso di pubblicazione in *Journal of Financial Services Research*

Modigliani F., Miller M.(1958), “*The cost of capital, consumption finance, and the thory of investment*”, *American Economic Review*, June, vol. 48, Pagg. 261-297.

Peek J., Rosengren E. S. (1997), *Bank Consolidation and Small Business Lending: It's Not Just Bank Size that Matters*, (mimeo), April 25

Strahan P.E., Westin J.P (1998), *Small Business Lending and the Changing Structure of the Banking Industry*, in “*Journal of Banking and Finance*”, 22

Vermeulen P.(2000), “*Business Fixed Investment: Evidence of Financial Accelerator in Europe*”, ECB. February

Colombo E., Stanca L. (2004), "Financial Markets, Corporate Decisions and Macroeconomic Performance: an Empirical Analysis of Hungarian Firms", mimeo, Universita' Milano Bicocca.

**Appendice 1:**  
**Metodologia dell'analisi empirica e risultati delle stime (analisi descrittiva)**

<b>Variabile</b>	<b>Coefficiente</b>
LSAL_1	-0.520*** (-0.008)
FATA_1	-0.660*** (0.045)
CFTA_1	1.875*** (0.146)
ROI	0.002 (0.001)
LIQUIDITA'	0.308*** (0.014)
D_MAN	-0.131*** (0.013)
D_MODA	-0.060* (0.033)
d_72	0.014 (0.040)
d_73	0.040 (0.167)
d_74	0.200*** (0.026)
D_EMP	0.229*** (0.017)
COSTANTE	3.920*** (0.076)
N.OSS.	51933
chi2	10366.91
Pseudo R2	0.144

\* significativo al 10%

\*\* significativo al 5%

\*\*\* significativo al 1%

<b>Variabile</b>	<b>Coefficiente</b>
LSAL 1	-0.499*** (0.013)
FATA 1	-0.453*** (0.069)
CFTA 1	1.547*** (0.224)
ROI	0.010*** (0.002)
LIQUIDITA'	0.407*** (0.022)
D EMP	0.360*** (0.026)
D TESSILE	-0.047* (0.029)
D MECCANICA	0.101*** (0.022)
D MEDICALI	0.097** (0.044)
D RICCI	-0.414** (0.167)
COSTANTE	3.323***
Numero oss	21643
chi2	4939.110
Pseudo R2	0.166

### **COSTRUZIONE VARIABILI**

Le variabili usate nelle regressioni sono state costruite secondo i seguenti rapporti:

- ***D\_nbd***: variabile dipendente, dummy che assume valore 1 se l'impresa non presenta debito bancario.
- ***LSAL***: logaritmo del fatturato;
- ***CFTA***: rapporto tra *cash flows* e totale attivo;
- ***FATA***: rapporto tra immobilizzazioni fisse e totale attivo;
- ***ROI***: return on investment;
- ***LIQUIDITA'***: indice di liquidità;
- ***D\_EMP***: dummy che assume valore 1 se l'impresa ha più di 30 dipendenti;
- ***D\_MAN***: dummy che assume valore 1 se l'impresa appartiene al settore manifatturiero,;
- ***D\_TESSILE***; dummy che assume valore 1 se l'impresa appartiene al settore tessile
- ***D\_MECCANICA***: dummy che assume valore 1 se l'impresa appartiene al settore dell'industria meccanica
- ***D\_MEDICALI*** dummy che assume valore 1 se l'impresa appartiene al settore che produce apparecchi medicali, ottici e di precisione
- ***D\_RICI*** dummy che assume valore 1 se l'impresa appartiene al settore recupero e preparazione per il riciclaggio

## Appendice 2:

### Metodologia dell'analisi empirica e risultati delle stime (analisi econometria)

#### Metodologia\*

Nella stima delle due equazioni descritte precedentemente la presenza di un termine ritardato della variabile dipendente, correlato con la componente *firm specific*, implica che lo stimatore OLS è inconsistente anche se la componente idiosincratICA del termine di errore risulta serialmente incorrelata. La trasformazione *within*, anche se ha successo nell'eliminazione degli effetti fissi, non permette di risolvere il problema in quanto introduce una correlazione tra la variabile dipendente ritardata e la media temporale del termine di errore (si avrebbe il medesimo problema se si utilizzasse uno stimatore GLS *random effect*). Una soluzione alternativa consiste nell'utilizzare i dati in differenze prime. L'effetto di questa operazione, tuttavia, non solo elimina gli effetti individuali time invariant ma soprattutto introduce un processo di media mobile di primo ordine nel termine di errore, il che a sua volta introduce una correlazione tra la variabile dipendente ritardata ed il termine di errore (differenziato), ponendo il problema della scelta opportuna degli strumenti. Per risolvere questo problema Arellano Bond (1991) hanno proposto uno stimatore GMM che utilizza come strumenti valori passati nei livelli delle variabili indipendenti. Il vantaggio dello stimatore GMM è costituito dal fatto che riesce a sfruttare in modo ottimale tutte le restrizioni lineari operate sui momenti del modello econometrico. In particolare man mano che vengono considerate cross sections maggiormente remote all'interno del panel diviene disponibile un numero sempre maggiore di strumenti<sup>24</sup>. Poiché il numero di strumenti validi dipende dalla correlazione seriale della componente idiosincratICA del termine di errore, è essenziale verificare l'assunzione di errore serialmente incorrelati. A tal fine in ogni tabella vengono riportate le statistiche m1 e m2 che testano per la presenza di correlazione seriale di ordine 1 e 2 nei residui. Entrambe le statistiche sono asintoticamente distribuite come una normale standardizzata sotto l'ipotesi nulla di assenza di correlazione serial. Se l'assunzione di assenza di autocorrelazione negli errori risulta corretta, l'ipotesi nulla dovrebbe essere rifiutata per m1 (a causa della correlazione negativa indotta dalla procedura di differenziazione) ma non per m2. Si riporta inoltre i test di Sargan che misura la presenza di restrizioni over-identifying, il test è distribuito secondo una chi2 sotto l'ipotesi nulla di validità degli strumenti.

Lo stimatore GMM è uno stimatore *two-step* che sviluppa due set di stimatori, il secondo dei quali è ottenuto ponderando il campione attraverso gli *standard error* risultanti dal primo passo. Le tabelle che presentiamo riportano sia le stime *one-step* che quelle *two-step* (GMM1 – GMM2).

Tutte le variabili esplicative inserite nelle regressioni sono considerate come endogene. Questa caratteristica deriva dalla potenziale correlazione tra i regressori e la variabile dipendente<sup>25</sup>.

#### TEST IPOTESI H<sub>1</sub>: struttura finanziaria dell'impresa vincola le sue scelte di investimento

L'ipotesi verrà testata prima sulla equazione di Eulero e successivamente sul modello dell'acceleratore. Se fosse vera l'ipotesi di mercati non perfetti dovremmo rilevare un coefficiente positivo e statisticamente significativo per il termine *C/K*. Questo è facilmente comprensibile se si pensa al *cash flow* come primario indicatore della capacità dell'impresa di generare cassa, nonché come strumento base di autofinanziamento aziendale, e quindi alla sua capacità "comunicativa" verso i finanziatori esterni sulla sostenibilità delle scelte di investimento dell'impresa.

In merito al rapporto ricavi capitale (*Y/K*) la teoria indica un parametro di segno positivo, mentre per il rapporto *B/K* un segno negativo.

<sup>24</sup> In pratica variabili fortemente ritardate difficilmente risultano strumenti informativi. Nell'analisi che segue, dopo una attenta valutazione abbiamo deciso di utilizzare come strumenti le variabili ritardate 2 periodi.

<sup>25</sup> Greene W, "Econometric analysis", 1993, Macmillan, New York.

\* Questo paragrafo e le derivazioni dell'appendice 3 derivano da Colombo e Stanca (2004) a cui si rimanda per ulteriori dettagli.

Nella nostra implementazione, data la letteratura ed il tessuto economico-sociale della provincia di Milano, ci aspettiamo di rilevare un valore per  $CK$  positivo, con delle potenziali differenze rispetto alle dimensioni aziendali. Le nostre ipotesi sui parametri sono le seguenti:

- $CK$  positivo e statisticamente significativo per l'intero dataset;
- Per le piccole imprese le ipotesi rimangono uguali al caso generale e quindi di segno positivo;
- Per le grandi si può presumere una relazione non statisticamente significativa. Questa ipotesi deriva dal ragionamento secondo il quale le imprese di piccole dimensioni possono essere vincolate nell'accesso a forme di finanziamento rispetto alle grandi imprese. Le attività "minori" non possono quasi mai ricorrere all'emissione di capitale di rischio, ed hanno dei vincoli, sia legislativi che culturali, nell'emissione di debito sotto forma di bond. Le grandi società invece, oltre ad avere una "cultura" della gestione finanziaria, incontrano minori vincoli di carattere finanziario;
- Relativamente alle altre variabili le ipotesi sono in linea con quanto indicato dalla letteratura.

La tabella riportata sotto riassume i risultati delle stime:

<b>Test ipotesi H<sub>1</sub></b>		
<b>Variabile dipendente <math>IK_{it}</math></b>		
<b>Stima GMM alle differenze prime</b>		
<b>Variabile</b>	<b>GMM1</b>	<b>GMM2</b>
$IK_{t-1}$	0,54** (0,21)	0,59*** (0,21)
$IK^2_{t-1}$	-0,44** (0,22)	-0,49** (0,22)
$CK_{t-1}$	0,03*** (0,01)	0,03*** (0,01)
$YK_{t-1}$	0,002** (0,01)	0,002*** (0,01)
$BK^2_{t-1}$	0,000006 (0,01)	0,000007*** (0,01)
$m_1$	-21,35	-11,16
$p$	0,00	0,00
$m_2$	-1,14	-0,74
$p$	0,25	0,45
$S$	128,23	120,34
$p$	0,00	0,00

$m_1$  ed  $m_2$  sono i test di correlazione seriale di primo e secondo ordine, entrambi asintotici ad una Normale di media 0 e varianza 1  $N(0,1)$

$S$  indica il test di Sargan, asintotico ad una  $\chi^2$  con 22 g.d.l.

I gradi di significatività del parametro sono i seguenti:

\* significativo al 10 %

\*\* significativo al 5 %

\*\*\* significativo al 1 %

## Effetti del *Cash Flow* sull'investimento nell'equazione di Eulero (intero campione)

Il valore del test di Sargan, e le probabilità di esistenza di autocorrelazione tra i residui di secondo ordine rilevata da  $m_2$ , permettono di accettare entrambe le regressioni.

GMM1 e GMM2 forniscono parametri simili nei segni ma non sempre nel livello di significatività. Vi è una coincidenza dei nostri segni con quelli delineati dalla letteratura, eccetto per quanto riguarda il parametro di  $BK$ .

Il fatto che il termine  $CK$  sia statisticamente significativo e di segno positivo conferma pienamente le ipotesi formulate precedentemente.

Il campione di imprese su cui è stata svolta l'analisi è, secondo questi risultati, soggetto al vincolo, nelle proprie scelte di investimento, dal valore del *cash flow*. In altri termini, più le imprese hanno disponibilità di *cash flow*, più investono.

I parametri stimati per  $IK$  in  $t-1$  e  $YK$  sono di segno positivo come è logico aspettarsi.

Il termine  $BK$  non conferma le nostre aspettative poiché è positivo. Questo fatto è spiegabile, probabilmente, dalla scarsa variabilità dello stesso;  $BK$  essendo costituito come rapporto tra debiti a lungo periodo e debito totale. Come ampiamente descritto precedentemente, le imprese oggetto di analisi sono poco indebitate nel lungo periodo. Questo dato, unito alla non significatività del parametro nelle stime *one-step*, potrebbe spiegare il segno negativo di  $BK$  ed il suo valore molto basso.

Applichiamo ora l'analisi al modello dell'acceleratore. Le ipotesi rimangono quelle formulate nel precedente.

In particolare la teoria, che ipotizza l'esistenza di vincoli finanziari, ci porta a prevedere i segni come definiti nella descrizione delle variabili, nonché una maggior influenza dell'acceleratore nelle imprese di minori dimensioni, riassumendo le nostre aspettative sui parametri in caso di vincoli finanziari per le imprese sono le seguenti:

- $IK$  in  $(t-1)$  statisticamente significativo e di segno positivo;
- $SK$  ritardato, statisticamente significativo e di segno positivo;
- $DA$  ritardato, statisticamente significativo e di segno negativo;
- $SDCA$  ritardato, statisticamente significativo e di segno negativo;
- $FS$  ritardato, statisticamente significativo e di segno negativo;
- $COV$  ritardato, statisticamente significativo e di segno positivo;

Testi ipotesi $H_1$								
Variabile dipendente $IK_{it}$								
Stima GMM alle differenze prime								
Variabile	GMM1	GMM2	GMM1	GMM2	GMM1	GMM2	GMM1	GMM2
$IK_{t-1}$	0,14*** (0,01)	0,14*** (0,01)	0,13*** (0,01)	0,14*** (0,01)	0,14*** (0,02)	0,14*** (0,02)	0,24*** (0,02)	0,02 (0,05)
$SK_{t-1}$	0,0005*** (0,01)	0,0004** (0,01)	0,0003** (0,01)	0,0004*** (0,01)	0,0003* (0,01)	0,0003** (0,01)	0,002*** (0,01)	0,005*** (0,01)
$DA_{t-1}$	-1,01*** (0,32)	-0,88*** (0,32)						
$SDCA_{t-1}$			-0,11 (0,08)	-0,18*** (0,06)				
$FS_{t-1}$					1,85*** (0,64)	1,69** (0,70)		
$COV_{t-1}$							0,003*** (0,01)	0,004*** (0,01)
$m_1$	-33,79	-22,52	-33,52	-22,41	21,11	-15,96	-28,82	-9,44
$P$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$m_2$	0,29	0,34	0,00	0,45	1,43	1,36	0,70	-2,08
$P$	0,77	0,73	0,99	0,65	0,15	0,17	0,48	0,03
$S$	87,01	75,31	87,16	74,01	81,11	71,38	114,31	28,17
$P$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02

$m_1$  ed  $m_2$  sono i test di correlazione seriale di primo e secondo ordine, entrambi asintotici ad una Normale di media 0 e varianza 1  $N(0,1)$

$S$  indica il test di Sargan, asintotico ad una  $\chi^2$  con 15 g.d.l.

I gradi di significatività del parametro sono i seguenti:

\* significativo al 10 %

\*\* significativo al 5 %

\*\*\* significativo al 1 %

## Effetti asimmetrici dell'acceleratore finanziario su tutto il campione.

Tutte le specificazioni vengono accettate secondo il test di Sargan.

Fatta eccezione per il parametro di *FS*, tutte le altre stime coincidono sia per significatività che per segno con quanto ipotizzato.

Il rapporto debiti a breve su debiti a lungo presenta una significatività elevata ma un segno positivo anziché negativo. A prima impressione sembrerebbe che le imprese milanesi siano vincolate dal livello di *market access* negli investimenti ma in senso positivo. Questo implicherebbe che uno sbilanciamento del debito verso il breve periodo possa garantire maggiori investimenti, ma tale spiegazione è in contrasto con la logica economica. Probabilmente il fatto che *FS* non coincida con le ipotesi formulate in sede teorica non è tanto da attribuirsi ad una peculiarità del mercato della provincia di Milano – poiché ciò contraddirebbe i risultati dell'equazione di Eulero e degli altri parametri dell'acceleratore - quanto da ricercarsi nella presenza nel data set di molte imprese medio-piccole che, come vedremo più avanti, hanno un comportamento peculiare. Per questo motivo si rimanda una spiegazione maggiormente approfondita relativamente al segno di *FS* alla luce delle regressioni dimensionali ( $H_2$ ).

Il fatto che *DA* e *SDCA* siano negativi conferma la presenza di vincoli finanziari correlati alla qualità delle posizioni di bilancio.

Il parametro relativo al *coverage ratio* ci indica che le imprese milanesi sono vincolate alla disponibilità di fondi interni. Questo risultato conferma le conclusioni indicate per il l'equazione di Eulero, e suggerisce che le imprese milanesi si comportano esattamente come le imprese italiane<sup>26</sup>. In tale situazione la presenza di fondi interni è vincolante nelle decisioni di investimento, quindi imprese con modelli di business che generano strutturalmente flussi di cassa maggiori, risultano avvantaggiate.

### CONCLUSIONI RIGUARDO L'IPOTESI $H_1$

Dall'analisi congiunta di entrambi i modelli possiamo concludere che esiste evidenza di relazione positiva tra struttura finanziaria delle imprese e scelte di investimento. In particolare la variabile *cash flow* assume una duplice funzione: fornisce i capitali per implementare nuovi progetti e genera un flussi informativo dall'impresa al mercato di carattere positivo.

Il rapporto tra debiti totali e totale attivo delle imprese milanesi influenza negativamente le scelte di investimento delle imprese, ed ugualmente si comporta il rapporto tra debiti a breve e attività corrente.

---

<sup>26</sup> Si vedano a tale proposito Vermeulen (2002), Bonato e Faini (1990) e Bontempi e Golinelli (1996).

## TEST IPOTESI H<sub>2</sub>.

Il test empirico di questa ipotesi viene condotto facendo interagire la variabile cash flow con una dummy che assume valore 1 se l'impresa è di piccole (grandi) dimensioni e zero diversamente. In questo modo il regressore assume la notazione ( $S*CK_{t-1}$ ) per le imprese piccole e ( $L*CK_{t-1}$ ) per le imprese grandi

Questa procedura ci permette, inserendo nella medesima regressione sia la variabile generale ( $CK$ ) che quella dimensionale ( $S*CK$  o  $L*CK$ ), di cogliere il valore aggiunto dato dalle sole imprese piccole (grandi) alla spiegazione del vincolo. In altri termini la variabile ( $S*CK_{t-1}$  o  $L*CK_{t-1}$ ) ci comunicherà il contributo delle sole imprese piccole (grandi). Per quanto riguarda la stima dell'equazione di Eulero le tabelle successive presentano I risultati dell'analisi.

Test ipotesi H <sub>2</sub>		
Piccole-Medie imprese		
Variabile dipendente $IK_{it}$		
Stima GMM alle differenze prime		
Variabile	GMM1	GMM2
$IK_{t-1}$	0,48** (0,20)	0,43** (0,20)
$IK^2_{t-1}$	-0,38* (0,20)	-0,33 (0,21)
$CK_{t-1}$	0,03*** (0,01)	0,03*** (0,01)
$S*CK_{t-1}$	0,31 (0,28)	0,46* (0,24)
$YK_{t-1}$	0,002** (0,01)	0,002*** (0,01)
$BK^2_{t-1}$	0,000006 (0,01)	0,000007*** (0,01)
$m_1$	-23,52	-13,53
$p$	0,00	0,00
$m_2$	-1,13	-0,91
$p$	0,26	0,36
$S$	142,11	125,15
$p$	0,00	0,00

$m_1$  ed  $m_2$  sono i test di correlazione seriale di primo e secondo ordine, entrambi asintotici ad una Normale di media 0 e varianza 1  $N(0,1)$

$S$  indica il test di Sargan, asintotico ad una  $\chi^2$  con 27 g.d.l.

I gradi di significatività del parametro sono i seguenti:

\* significativo al 10 %

\*\* significativo al 5 %

\*\*\* significativo al 1 %

Effetti del *Cash Flow* sull'investimento nell'equazione di Eulero (piccole-medie imprese)

Test ipotesi $H_2$ Imprese Medio-Grandi Variabile dipendente $IK_{it}$ Stima GMM alle differenze prime		
Variabile	GMM1	GMM2
$IK_{t-1}$	0,64*** (0,21)	0,64*** (0,22)
$IK^2_{t-1}$	-0,55** (0,22)	-0,54** (0,23)
$CK_{t-1}$	0,03*** (0,01)	0,03*** (0,01)
$L*CK_{t-1}$	-2,22** (1,08)	-2,64** (1,25)
$YK_{t-1}$	0,002*** (0,01)	0,002*** (0,01)
$BK^2_{t-1}$	0,000006 (0,01)	0,000007*** (0,01)
$m_1$	-20,97	-11,06
$p$	0,00	0,00
$m_2$	-0,74	-0,36
$p$	0,46	0,71
$S$	126,70	115,06
$p$	0,00	0,00

$M_1$  ed  $m_2$  sono i test di correlazione seriale di primo e secondo ordine, entrambi asintotici ad una Normale di media 0 e varianza 1  $N(0,1)$

$S$  indica il test di Sargan, asintotico ad una  $\chi^2$  con 27 g.d.l.

I gradi di significatività del parametro sono i seguenti:

\* significativo al 10 %

\*\* significativo al 5 %

\*\*\* significativo al 1 %

## Effetti del *Cash Flow* sull'investimento nell'equazione di Eulero (imprese medio-grandi)

Dati i valori delle statistiche  $m_1$ ,  $m_2$  ed  $S$  prediamo in considerazione i dati risultanti dal GMM2. Questa decisione è coerente con l'efficienza del *two-step*, e con il fatto che le stime dei parametri sono identiche nei segni, simili nei valori assoluti e relativamente poco discordanti nei livelli di accettazione.

Il valore di  $CK$  rimane in entrambe le tabelle uguale a quello rilevato regredendo su tutto il campione nel segno, nella dimensione e nel livello di accettazione.

Il parametro  $S*CK$  è di segno positivo. Ciò conferma che le imprese piccole della provincia di Milano sono vincolate nelle loro scelte di investimento dalla consistenza del *cash flow*.

L'analisi del comportamento delle imprese medio-grandi rivela invece una sostanziale differenza  $L*CK$  è infatti statisticamente significativo ma ora presenta un segno negativo.

Il fatto che  $L*CK$  assuma un segno negativo non va interpretato come un segnale del fatto che un maggior *cash flow* implichi minori investimenti, in quanto ciò non sarebbe economicamente sostenibile<sup>27</sup>. Probabilmente l'interpretazione corretta è che le imprese grandi possono accedere a varie forme di finanziamento tra cui emissione di *bond* o emissioni azionarie; tutto ciò determina una minore importanza nei confronti del *cash flow*.

Al contrario le imprese piccole, che non possono fare ricorso alle medesime forme di finanziamento, considerano il *cash flow* come principale, e spesso unica, fonte di finanziamento, e dunque rispetto ad esso risultano di sovente razionate.

Il fatto che la stima del comportamento del *cash flow* nel caso generale sia positiva può essere attribuito alla notevole preponderanza delle imprese piccole<sup>28</sup>.

I risultati dell'analisi confermano pienamente le ipotesi.

---

<sup>27</sup> È illogico supporre che con una maggior disponibilità di liquidità interna si abbiano minori investimenti.

<sup>28</sup> Circa il 90% di tutto il campione.

**Testi ipotesi H<sub>2</sub>**  
**Piccole-Medie Imprese**  
**Variabile dipendente IK<sub>it</sub>**  
**Stima GMM alle differenze prime**

Variabile	GMM1	GMM2	GMM1	GMM2	GMM1	GMM2	GMM1	GMM2
<b>IK<sub>t-1</sub></b>	0,12*** (0,02)	0,13*** (0,02)	0,13*** (0,01)	0,13*** (0,01)	0,13*** (0,02)	0,14*** (0,02)	0,23*** (0,02)	0,03 (0,05)
<b>SK<sub>t-1</sub></b>	0,0005** *	0,0005**	0,0003**	0,0004** *	0,0003*	0,0004**	0,002***	0,005***
<b>DA<sub>t-1</sub></b>	-2,34** (1,10)	-2,50** (1,20)						
<b>S*DA<sub>t-1</sub></b>	2,62** (1,17)	2,93** (1,26)						
<b>SDCA<sub>t-1</sub></b>			-1,14*** (0,29)	-1,11*** (0,40)				
<b>S*SDCA<sub>t-1</sub></b>			1,15*** (0,32)	1,17*** (0,41)				
<b>FS<sub>t-1</sub></b>					-1,80** (0,86)	-0,75 (0,89)		
<b>S*FS<sub>t-1</sub></b>					3,97*** (1,07)	2,86** (1,16)		
<b>COV<sub>t-1</sub></b>							-0,001* (0,01)	-0,001*** (0,01)
<b>S*COV<sub>t-1</sub></b>							0,006*** (0,01)	0,008*** (0,01)
<b>m<sub>1</sub></b>	-32,36	-21,83	-30,77	-18,09	-20,46	-15,56	-27,17	-9,56
<b>p</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>m<sub>2</sub></b>	0,45	0,44	-0,71	-0,45	0,68	0,91	1,03	-1,18
<b>p</b>	0,65	0,66	0,48	0,65	0,49	0,36	0,30	0,23
<b>S</b>	114,72	87,05	83,95	75,13	82,16	71,81	114,34	35,86
<b>p</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01

*m<sub>1</sub> ed m<sub>2</sub> sono i test di correlazione seriale di primo e secondo ordine, entrambi asintotici ad una Normale di media 0 e varianza 1 N(0,1)*

*S indica il test di Sargan, asintotico ad una  $\chi^2$  con 20 g.d.l.*

*I gradi di significatività del parametro sono i seguenti:*

*\* significativo al 10 %*

*\*\* significativo al 5 %*

*\*\*\* significativo al 1 %*

**Effetti asimmetrici dell'acceleratore finanziario sulle Piccole-Medie imprese.**

Testi ipotesi H <sub>2</sub>								
Imprese Medio-Grandi								
Variabile dipendente IK <sub>it</sub>								
Stima GMM alle differenze prime								
Variabile	GMM1	GMM2	GMM1	GMM2	GMM1	GMM2	GMM1	GMM2
IK <sub>t-1</sub>	0,12*** (0,02)	0,13*** (0,02)	0,13*** (0,01)	0,13*** (0,01)	0,13*** (0,01)	0,14*** (0,01)	0,23*** (0,02)	0,03 (0,05)
SK <sub>t-1</sub>	0,0005*** (0,01)	0,0005** (0,01)	0,0003** (0,01)	0,0004*** (0,01)	0,0003** (0,01)	0,0003** (0,01)	0,002*** (0,01)	0,005*** (0,01)
DA <sub>t-1</sub>	0,27 (0,33)	0,43 (0,30)						
L*DA <sub>t-1</sub>	-2,62** (1,17)	-2,93** (1,26)						
SDCA <sub>t-1</sub>			0,008 (0,10)	0,06 (0,04)				
L*SDCA <sub>t-1</sub>			-1,15*** (0,32)	-1,17*** (0,41)				
FS <sub>t-1</sub>					0,64*** (0,21)	0,38* (0,22)		
L*FS <sub>t-1</sub>					-2,40*** (0,96)	-1,35 (1,07)		
COV <sub>t-1</sub>							0,005*** (0,01)	0,006*** (0,01)
L*COV <sub>t-1</sub>							-0,006*** (0,01)	-0,008*** (0,01)
<b>m<sub>1</sub></b>	-32,36	-21,83	-30,77	-18,09	-31,02	-22,09	-27,17	-9,56
<b>p</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>m<sub>2</sub></b>	0,45	0,44	-0,71	-0,45	0,18	0,30	1,03	-1,18
<b>p</b>	0,65	0,66	0,48	0,65	0,85	0,76	0,30	0,23
<b>S</b>	114,72	87,05	83,95	75,13	106,70	85,74	114,34	35,86
<b>p</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01

*m<sub>1</sub> ed m<sub>2</sub> sono i test di correlazione seriale di primo e secondo ordine, entrambi asintotici ad una Normale di media 0 e varianza 1 N(0,1)*

*S indica il test di Sargan, asintotico ad una  $\chi^2$  con 20 g.d.l.*

*I gradi di significatività del parametro sono i seguenti:*

*\* significativo al 10 %*

*\*\* significativo al 5 %*

*\*\*\* significativo al 1 %*

## Effetti asimmetrici dell'acceleratore finanziario sulle imprese Medio-Grandi

Considerando ora il modello dell'acceleratore notiamo come venga confermata la dinamica del *cash flow* evidenziata dall'equazione di Eulero sia per le piccole imprese che per quelle grandi riportando un segno positivo per  $S*COV_{t-1}$  ed uno negativo per  $L*COV_{t-1}$ , confermando la robustezza dei risultati ottenuti precedentemente.

Per ciò che riguarda i parametri specifici delle imprese di grandi dimensioni rispetto alle variabili collegate al debito ( $DA$ ,  $SDCA$ ,  $FS$ ) riscontriamo una significatività dei parametri ed un segno negativo. Questi elementi concordano con le ipotesi teoriche, ma smentiscono parzialmente quanto detto sopra, ovvero che le imprese di grandi dimensioni dell'area milanese non siano soggette a vincoli finanziari. Raffiniamo quindi le considerazioni espresse in merito al parametro  $L*CK$  osservando che le imprese di grandi dimensioni non sono strettamente vincolate al *cash flow*, ma lo sono rispetto agli indici di bilancio riguardanti il debito. Di conseguenza il fatto di aver rilevato un segno negativo in  $L*CK$ , può essere ricondotto anche al potere comunicativo posseduto dal *cash flow*. Alla luce di ciò le grandi imprese si comporterebbero esattamente come le altre, ovverosia sono anch'esse vincolate, fatta eccezione per quanto riguarda il *cash flow*.

Analizzando il comportamento delle piccole imprese parametri emergono alcuni risultati contrastanti: i segni dei coefficienti delle variabili  $S*DA_{t-1}$ ,  $S*SDCA_{t-1}$  ed  $S*FS_{t-1}$  sono infatti positivi. Se fosse vero ciò, dovremo affermare che il *leverage* o il *market access* influenzano positivamente gli investimenti delle imprese; questo però non è coerente con le teorie economiche. Probabilmente i segni positivi hanno la seguente spiegazione: le imprese di piccole dimensioni, come dimostrato dalla stima dell'equazione di Eulero, risultano razionate, ed il coefficiente significativo e positivo di  $S*COV$  ne è una conferma. Il fatto che porta ad affermare che siano razionate deriva dalla constatazione che le imprese di piccole dimensioni hanno quale primaria fonte di finanziamento il *cash flow*. Dato l'alto contenuto informativo di quest'ultimo in questa classe d'impresе, possiamo supporre che la presenza di un vincolo su questa variabile condizioni tutta la struttura finanziaria dell'impresa e che quindi il risultato empirico riveli una situazione diffusa di razionamento per le piccole imprese. In base a questo ragionamento l'interpretazione delle variabili esplicative collegate al debito muta;  $DA$  (ad esempio) verrà qui interpretato non più come vincolo negativo, ma come indicatore di un rapporto causa effetto.

In altre parole, essendo razionate sul lato del credito, le imprese non possono scegliere liberamente la propria struttura di capitale. Sappiamo infatti dall'analisi descrittiva svolta precedentemente che pochissime imprese fanno ricorso a forme di finanziamento esterno. Quando possono farlo, le imprese impiegano dunque questi fondi per li usano per investire determinando una relazione positiva tra investimento e questi indicatori.

In quest'ottica il razionamento ha lo stesso effetto di una variabile dicotomica: se l'impresa è razionata non riceve i fondi; se riceve i fondi li usa per realizzare i propri progetti di investimento. Il parametro è dunque positivo perché vi è un legame diretto tra fondi ricevuti (ad esempio aumentando  $DA$ ) e investimenti.

Il comportamento di  $L*FS$  ci permette di spiegare anche quello di  $FS$  nel caso generale: per le grandi imprese il *market access* si comporta come gli altri vincoli finanziari legati al debito, e quindi non crea particolari problemi di interpretazione.

Per le piccole aziende invece  $S*FS$  comunica il loro stato di imprese razionate secondo la logica di causa effetto appena esposta.

Le imprese piccole, che costituiscono circa il 90% del dataset, si finanziano quasi esclusivamente con debito a breve<sup>29</sup>. La medesima proporzione è riscontrabile anche tra le grandi imprese. Da ciò deriva che le imprese di grandi dimensioni assumono lo stesso atteggiamento delle di quelle piccole

---

<sup>29</sup> Per circa il 92%.

relativamente al *market access*. Conseguenza di ciò è il fatto che FS nel caso generale si comporti come  $S*FS$ , e quindi la giustificazione del segno è la medesima.

## CONCLUSIONI IPOTESI H<sub>2</sub>

L'evidenza empirica mostra come le imprese piccole subiscono senza ombra di dubbio gli effetti del razionamento e dei vincoli finanziari. La posizioni più delicata è invece quella delle grandi imprese che risultano non vincolate sui valori del *cash flow* ma non sugli indici di indebitamento.

## Costruzione Variabili

Le variabili usate nelle regressioni sono state costruite secondo i seguenti rapporti:

- **IK**: rapporto tra investimenti e capitale. Il capitale è definito come somma di immobilizzazioni immateriali e materiali, gli investimenti come differenza del capitale tra due periodi più i relativi ammortamenti;
- **SK**: rapporto tra ricavi e capitale;
- **DA**: rapporto tra totale debiti (a breve e a lungo periodo) e totale dell'attivo dello stato patrimoniale;
- **SDCA**: rapporto tra debiti a breve periodo ed attivo circolante;
- **FS**: rapporto i debiti a breve sul totale dei debiti dell'impresa;
- **COV**: è il *coverage ratio* costituito come rapporto tra *cash flow* e oneri finanziari;
- **CASH FLOW**: somma del risultato d'esercizio prima delle imposte, ammortamenti ed oneri finanziari;
- **CK**: rapporto tra *cash flow* e capitale;
- **YK**: rapporto tra ricavi d'esercizio e capitale
- **BK**: è il rapporto tra debito oltre l'esercizio e capitale

### Appendice 3: Metodologia e presupposti teorici

La rilevanza dei fattori finanziari nelle decisioni di investimento è tipicamente testata aggiungendo indicatori finanziari quali i *cash flows* ad una specificazione empirica derivata da un modello di investimento. I coefficienti stimati sono di conseguenza interpretati come una misura del gradi di sensibilità dell'investimento ai vincoli finanziari. In questa ricerca utilizziamo due forme funzionali che possono essere derivate da una specificazione teorica nella modalità indicata di seguito.

#### A1 Il modello dell'acceleratore

Nel modello dell'acceleratore l'investimento è determinato dall'eguaglianza tra prodotto marginale e costo marginale del capitale. Per una data tecnologia è possibile derivare il livello ottimale dello stock di capitale, di conseguenza l'impresa determinerà il livello di investimento aggiustando lo stock di capitale al livello desiderato. Formalmente il modello può essere derivato dal problema di massimizzazione dei profitti di una impresa (si veda Cho, 1996)

$$V_t = \sum_{i=0}^{\infty} \beta_{t+i} \left[ p_{t+i} F(K_{t+i}, L_{t+i}) - w_{t+i} L_{t+i} - p_{t+i}^I I_{t+i} \right] \quad (1)$$

sotto il vincolo

$$K_{t+i} = (1 - \delta) K_{t+i-1} + I_{t+i} \quad (2)$$

Ove  $\beta$  definisce il tasso di sconto,  $p$  è il prezzo dell'output,  $K$  lo stock di capitale,  $L$  il lavoro,  $w$  il salario,  $I$  l'investimento lordo,  $p^I$  il prezzo dei beni di investimento, e  $\delta$  il tasso di deprezzamento. La condizione di primo ordine per lo stock di capitale implica che

$$\left( \frac{\partial F}{\partial K} \right)_t \square \frac{p_t^I}{p_t} (r_{t+1} + \delta - \pi_{t+1}^I) = J_t \quad (3)$$

dove  $J$  definisce *costo d'uso* del capitale,  $r$  il tasso nominale di interesse e  $\pi^I$  il tasso di inflazione per il bene di investimento. Intuitivamente al livello ottimale di capitale il prodotto marginale del capitale eguaglia il costo d'uso di una unità addizionale dello stesso.

Se la funzione di produzione è caratterizzata da una elasticità di sostituzione costante (*CES*):

$$Y_t = \left[ \alpha K^\rho + (1 - \alpha) L^\rho \right]^{\frac{1}{\rho}} \quad (4)$$

dunque

$$F_K = \alpha Y^{(1-\rho)} K^{(\rho-1)} \quad (5)$$

cosicché la condizione di primo ordine implica

$$K_t^* = \alpha^{\frac{1}{1-\rho}} Y_t J_t^{-\sigma} = \alpha Y_t J_t^{-\sigma} \quad (6)$$

ove  $\sigma$  è la elasticità di sostituzione tra capitale e lavoro. Questa equazione determina lo stock desiderato di capitale come funzione delle vendite e del costo d'uso del capitale. Le decisioni di investimento devono essere indirizzate al raggiungimento dello stock desiderato di capitale.

Se la funzione di produzione è una Cobb-Douglas ( $\sigma = 1$ ), e otteniamo:

$$K_t^* = \alpha \left( \frac{Y_t}{J_t} \right) \quad (7)$$

Aggiungendo l'assunzione che non c'è sostituzione tra capitale e lavoro ( $\sigma = 0$ ), oppure che  $J_t$  è costante,

$$K_t^* = \alpha Y_t \quad (8)$$

L'investimento è dunque determinato da

$$I_t = \alpha Y_t - (1 - \delta) K_{t-1} \quad (9)$$

dividendo per  $K_{t-1}$  otteniamo il semplice modello dell'acceleratore, ove l'investimento non è influenzato dal costo d'uso del capitale<sup>30</sup>:

$$\left( \frac{I_t}{K_{t-1}} \right) = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{Y_t}{K_{t-1}} \right) \quad (10)$$

Questa relazione di equilibrio può essere modificata per tenere in considerazione un aggiustamento graduale dello stock di capitale verso il livello desiderato:

$$\left( \frac{I_t}{K_{t-1}} \right) = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{I_{t-1}}{K_{t-2}} \right) + \beta_2 \left( \frac{Y_t}{K_{t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{Y_{t-1}}{K_{t-2}} \right) \quad (11)$$

(si veda ad esempio Fazzari et al., 1988).

Per testare empiricamente la presenza di vincoli finanziari questa specificazione può essere modificata aggiungendo cash flows ritardati (in rapporto allo stock di capitale).

$$\left( \frac{I}{K} \right)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{I}{K} \right)_{i,t-1} + \beta_2 \left( \frac{Y}{K} \right)_{i,t} + \beta_3 \left( \frac{Y}{K} \right)_{i,t-1} + \beta_4 \left( \frac{CF}{K} \right)_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

ove  $I$  definisce l'investimento in attività fisse,  $K$  lo stock di capitale all'inizio del periodo,  $Y$  vendite nette e  $\varepsilon_{i,t} = \alpha_i + \gamma_i + \eta_{i,t}$ , ove  $\alpha_i$  rappresenta gli effetti *firm-specific*,  $\gamma_i$  gli effetti *time-specific*, e  $\eta_{i,t}$  costituisce il componente idiosincratico del termine di errore.

## A2. Il modello Q e l'equazione di Eulero

Il limite principale di questo approccio è che è *backward looking* e non considera le aspettative soggettive delle imprese relative alla profittabilità futura dei progetti di investimento. Inoltre il processo di aggiustamento è tecnicamente istantaneo, dunque se si vuole ottenere una specificazione dinamica più ricca, occorre introdurla con assunzioni *ad hoc*. I modelli di investimento con costi dinamici di aggiustamento incorporano in modo esplicito il costo di aggiustamento dello stock di capitale e dunque sono in grado di caratterizzare il processo di aggiustamento del capitale quando esso è lontano dal livello desiderato. Questo permette inoltre un trattamento esplicitamente *forward looking* delle aspettative. L'idea di fondo è che in una situazione di equilibrio l'incremento nel valore dell'impresa derivante dall'impiegare una unità aggiuntiva di capitale debba essere uguale al costo di acquisizione del capitale stesso.

Formalmente le imprese massimizzano il proprio valore attualizzato

$$V_t = E_t \sum_{j=0}^{\infty} \beta_{t+j} \left\{ p_{t+j} \left[ F(K_{t+j}, L_{t+j}) - AC(I_{t+j}, K_{t+j}) \right] - w_{t+j} L_{t+j} - p_{t+j}^I I_{t+j} \right\} \quad (13)$$

<sup>30</sup>In alternativa è possibile assumere che la variazione del costo d'uso del capitale è catturata dagli effetti *time-specific* o *firm-specific* nel termine di errore.

soggetto a

$$K_{t+j} = (1-\delta)K_{t+j-1} + I_{t+j} \quad (14)$$

ove  $AC$  definisce il costo di aggiustamento dell'investimento.

Dalle equazione precedenti possiamo derivare l'equazione di Bellman:

$$V_t(K_{t-1}) = \max_{L_t, I_t} \{ \Pi(K_t, L_t, I_t) + \beta E_t [V_{t+1}(K_t)] \} \quad (15)$$

Le condizioni di primo ordine risultano:

$$-\left(\frac{\partial \Pi}{\partial I}\right)_t = \left(\frac{\partial \Pi}{\partial K}\right)_t + \beta E_t [V'_t] = 0 \quad (16)$$

$$V'_t = (1-\delta) \left(\frac{\partial \Pi}{\partial K}\right)_t + (1-\delta) \beta E_t [V'_{t+1}] \quad (17)$$

Ove  $V'_t = \frac{\partial V_t}{\partial K_{t-1}}$ . Intuitivamente la, (16) stabilisce che il costo marginale dell'investimento (costo diretto più il costo di aggiustamento) deve essere uguale al beneficio marginale (ovvero l'incremento corrente dei profitti più il futuro incremento nel valore dell'impresa). L'equazione di Eulero (17) stabilisce che, durante il percorso di equilibrio dell'investimento, l'incremento al margine del valore attualizzato dell'impresa derivante dall'incremento di una unità di capitale, sia uguale all'incremento dei profitti più l'incremento marginale atteso nel valore dell'impresa

Combinando le due condizioni di primo ordine otteniamo:

$$V'_t = -(1-\delta) \frac{\partial \Pi}{\partial I_t} \quad (18)$$

Intuitivamente l'incremento marginale nel valore dell'impresa derivante dall'utilizzare una unità addizionale di capitale al periodo  $t-1$  è pari al costo di acquisire  $(1-\delta)$  unità di capitale al periodo  $t$ . In altri termini le imprese dovrebbero investire sino al punto in cui il costo marginale dell'investimento è pari al suo beneficio marginale atteso.

Queste equazioni, tuttavia, non rappresentano ancora un modello di investimento testabile empiricamente in quanto il valore "ombra"  $V'_t$  non è osservabile. Il modello  $Q$  e l'equazione di Eulero forniscono due approcci alternativi che permettono la stima delle condizioni di ottimalità sopra descritte.

Il modello  $Q$  impone alcune assunzioni ulteriori che fanno sì che il valore ombra del capitale sia correlato con il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa ed il suo stock di capitale; tale rapporto è osservabile empiricamente.

Se assumiamo che le imprese operino in un ambiente perfettamente concorrenziale otteniamo:

$$\left(\frac{\partial \Pi}{\partial I}\right)_t = -p_t \left(\frac{\partial AC}{\partial I}\right)_t - p'_t \quad (19)$$

$$\left(\frac{\partial \Pi}{\partial K}\right)_t = p_t \left[ \left(\frac{\partial F}{\partial K}\right)_t + \left(\frac{\partial G}{\partial K}\right)_t \right] \quad (20)$$

Utilizzando la (19) nella (18) otteniamo

$$V'_t = (1-\delta) \left[ p_t \left(\frac{\partial AC}{\partial I}\right)_t + p'_t \right] \quad (21)$$

e dunque

$$\left(\frac{\partial AC}{\partial I}\right)_t = \left[\frac{V'_t}{(1-\delta)p'_t} - 1\right] \frac{p'_t}{p_t} = [q_t - 1] \frac{p'_t}{p_t} \quad (22)$$

ove  $q_t$  misura il rapporto tra il valore ombra di una unità addizionale di capitale nel periodo  $t$  ed il suo prezzo. Intuitivamente le imprese dovrebbero investire sino al punto in cui il costo marginale di aggiustamento è esattamente compensato dal beneficio marginale dell'investimento. Si noti che il termine nelle parentesi quadre è positivo se una unità addizionale di capitale vale più del proprio costo: questo beneficio marginale netto deve eguagliare il costo marginale di aggiustamento

Per ottenere una specificazione empirica del modello dobbiamo definire una forma funzionale per la funzione di costi di aggiustamento; assumiamo costi di aggiustamento convessi, in particolare per semplicità utilizziamo una funzione quadratica:

$$AC(I_t, K_t) = \frac{b}{2} \left[ \left( \frac{I}{K} \right)_t - c \right]^2 K_t \quad (23)$$

che implica

$$\left(\frac{\partial AC}{\partial I}\right)_t = b \left[ \left( \frac{I}{K} \right)_t - c \right] \quad (24)$$

$$\left(\frac{\partial AC}{\partial K}\right)_t = -b \left[ \left( \frac{I}{K} \right)_t - \frac{c}{2} \right] \quad (25)$$

in questo modo la (22) diviene

$$b \left[ \left( \frac{I}{K} \right)_t - c \right] = [q_t - 1] \frac{p'_t}{p_t} \quad (26)$$

e

$$\left( \frac{I}{K} \right)_t = c + \frac{1}{b} [q_t - 1] \frac{p'_t}{p_t} \quad (27)$$

Intuitivamente poiché la funzione dei costi di aggiustamento è convessa, il costo marginale di aggiustamento risulta essere crescente in  $I$ , ovvero le imprese desiderano un maggior investimento maggiore risulta l'incremento marginale nel valore attualizzato netto dell'impresa derivante da una unità addizionale di capitale rispetto al suo costo di rimpiazzo ( $q_t$ ). Si noti che  $q_t$  riflette aspettative inerenti a profitti futuri dell'impresa.

Sotto l'assunzione che la funzione di profitto è omogenea di grado 1 (questa assunzione risulta soddisfatta se i mercati sono competitive, vi sono rendimenti di scala costanti e i costi di aggiustamento sono omogenei di grado 1), e se il mercato azionario è efficiente – cosicché  $V_t$  può essere misurato dal valore di mercato dell'impresa, Hayashi (1982) ha dimostrato che il valore marginale di  $q$  (non osservabile) è una semplice funzione del suo valore medio (osservabile):  $q$  ( $V'_t = \alpha \frac{V_t}{p'_t K_{t-1}}$ ), cosicché

$$\left( \frac{I}{K} \right)_t = c + \frac{1}{b} \left[ \frac{V_t}{(1-\delta)p'_t K_{t-1}} - 1 \right] \frac{p'_t}{p_t} = c + \frac{1}{b} Q_t \quad (28)$$

Si noti che se  $V_t$  include il debito e considera anche l'effetto della tassazione allora il valore di  $Q$  risulta

$$Q_t = \left[ \frac{V_t + B_t - A_t}{(1-\delta)p'_t(1-\eta_t)K_{t-1}} - 1 \right] \frac{p'_t(1-\eta_t)}{p_t(1-\tau_t)} \quad (29)$$

ove  $B_t$  indica il valore di mercato del debito dell'impresa,  $\tau_t$  definisce l'aliquota di imposta,  $\eta_t$  è il valore attualizzato di tutti gli accantonamenti per ammortamenti associati ad una unità addizionale di investimento nel periodo  $t$ , e  $A_t$  è il valore attualizzato di tutti gli accantonamenti per ammortamenti associati alle spese per investimento già effettuate. L'intuizione è che il numeratore misura il valore di mercato del capitale fisso dell'impresa, mentre il denominatore misura il suo costo di rimpiazzo in presenza di tasse.

Il problema principale del modello  $Q$  è che al fine di ottenere una misura osservabile del valore ombra del capitale, è necessario formulare assunzioni ausiliarie abbastanza forti. L'approccio dell'equazione di Eulero (Abel, 1980) permette di superare questa difficoltà, utilizzando la relazione di equilibrio tra i costi marginali di aggiustamento tra due periodi, non richiedendo dunque la conoscenza del termine  $q$ .

Si usi la (18) per eliminare il valore ombra nella (17), ottenendo in questo modo:

$$-\left(\frac{\partial \Pi}{\partial I}\right)_t = \left(\frac{\partial \Pi}{\partial K}\right)_t - \beta(1-\delta) E_t \left(\frac{\partial \Pi}{\partial I}\right)_{t+1} \quad (30)$$

Intuitivamente, lungo il percorso di aggiustamento ottimale il costo di investimento oggi (al netto dell'incremento dei profitti derivante dall'utilizzo di maggior capitale) deve essere uguale al valore attualizzato atteso del costo marginale domani.

In presenza di aspettative razionali otteniamo:

$$\beta(1-\delta) \left(\frac{\partial \Pi}{\partial I}\right)_{t+1} = \left(\frac{\partial \Pi}{\partial K}\right)_t + \left(\frac{\partial \Pi}{\partial I}\right)_t - (1-\delta) \varepsilon_{t+1} \quad (31)$$

Al fine di derivare un modello empirico dobbiamo specificare gli effetti marginali in termini di variabili osservabili. Assumendo che la funzione di profitto sia la (13) e che la funzione dei costi di aggiustamento sia la (23), otteniamo (si veda Bond e Meghir, 1994):

$$\left(\frac{\partial \Pi}{\partial I}\right)_t = -b\alpha p_t \left(\frac{I}{K}\right)_t + bc\alpha p_t - p_t' \quad (32)$$

$$\left(\frac{\partial \Pi}{\partial K}\right)_t = \alpha p_t \left(\frac{Y}{K}\right)_t - \alpha p_t \left(F_L \frac{L}{K}\right)_t + b\alpha p_t \left(\frac{I}{K}\right)_t^2 - bc\alpha p_t \left(\frac{I}{K}\right)_t \quad (33)$$

Intuitivamente il costo marginale di investimento risulta essere maggiore tanto maggiore risulta il valore soglia  $c$ , e tanto maggiore risulta il prezzo del capitale. L'incremento marginale dei profitti derivante dall'impiego di una unità addizionale di capitale è maggiore tanto maggiore è la produttività e i costi di aggiustamento.

Bond e Meghir dimostrano che, sotto queste condizioni, l'equazione empirica è data dalla:

$$\begin{aligned} \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} &= \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_3 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} \\ &+ \beta_4 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_5 \left(\frac{B}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \alpha_i + \delta_i + u_{i,t} \end{aligned} \quad (34)$$

Che risulta essere l'equazione stimata nell'analisi empirica.