

IL FABBISOGNO DI SERVIZI FINANZIARI  
DELLE IMPRESE BERGAMASCHE

ATTI DEL CONVEGNO

Anno XII – n. 2  
Giugno 2005



In questo quaderno provvediamo a pubblicare gli atti del convegno del 4 novembre 2004, comprendenti le relazioni svolte al termine della presentazione dei risultati della ricerca.

In particolare sono presenti i seguenti contributi:

- Progetto di ricerca “Il fabbisogno di servizi finanziari delle imprese” – Prof. Alessandro Berti – Associato di Economia degli Intermediari Finanziari – Università di Urbino
- Presentazione della ricerca su “Il fabbisogno di servizi finanziari delle imprese bergamasche. L’offerta di servizi” – Prof. Mario Comana – Ordinario di Tecnica Bancaria – Luiss Guido Carli – Roma
- “Il fabbisogno di servizi finanziari delle imprese bergamasche. La finanza come risorsa strategica dell’impresa” – Prof. Michele Modina – Docente di Economia del mercato mobiliare – Università Politecnica delle Marche
- Progetto di ricerca “Indagine sui fabbisogni finanziari delle imprese” – Dr. Alberto Longo – Direttore Centrale Finanza – Gruppo 3V

N.B. - In un’altra pubblicazione a disposizione presso gli uffici di Punto Finanziario sono stati pubblicati i risultati della ricerca effettuata sull’offerta di servizi finanziari per le imprese del territorio bergamasco.



## INDICE

- Progetto di ricerca  
**“Il fabbisogno di servizi finanziari delle imprese”**  
Intervento di Alessandro Berti pag. 1
  
- **Il fabbisogno di servizi finanziari delle imprese bergamasche**  
**L’offerta di servizi**  
Intervento di Mario Comana pag. 23
  
- Ricerca  
**“Il fabbisogno di servizi finanziari delle**  
**imprese bergamasche”**  
**La finanza come risorsa strategica dell’impresa**  
Intervento di Michele Modena pag. 35
  - Bibliografia pag. 59
  
- Progetto di ricerca  
**“Indagine sui fabbisogni finanziari delle imprese”**  
Intervento - Testimonianza di Alberto Longo pag. 61



Progetto di ricerca  
**“Il fabbisogno di servizi finanziari delle imprese”**  
Intervento di Alessandro Berti

*Commento alle elaborazioni sui questionari*

L'indagine svolta, eseguita su un campione più ristretto rispetto a quella riguardante una popolazione statistica più numerosa (ma nel contempo estesa non solo ai temi finanziari) conferma anzitutto le conclusioni della ricerca in parola: ribadisce, inoltre, molte delle caratteristiche stilizzate dalla principale letteratura sull'argomento, sia per quanto si riferisce alle differenze organizzative fra pmi e grandi imprese, sia per quanto riguarda strumenti utilizzati e visione del rapporto banca-impresa.

Il tema dei contenuti delle relazioni banca-impresa assume da sempre un rilievo particolare nel nostro Paese, sia per la tradizionale dipendenza dalle banche delle imprese stesse, soprattutto Pmi (queste ultime, com'è noto, particolarmente rappresentate in Italia), sia per la tipologia prevalente di rapporti, tipicamente dominati dallo schema del *multifido*, da una parte, del *sovraffidamento*, dall'altra: è noto, del resto, come all'interno di tale schema abbiano via via prevalso nel tempo preoccupazioni di tipo *quantitativo* (ammontare del credito a disposizione, tassi e condizioni applicate, garanzie richieste), rispetto alla ricerca di una *qualità* della relazione che tendesse alla *partnership*, da un lato, che consentisse la prosecuzione dell'impresa in condizioni di equilibrio economico e finanziario, dall'altra. In altre parole, se nessuna banca è il banchiere dell'impresa, la questione che assume maggiore rilievo diviene quella di ottenere tutto il credito ritenuto disponibile ed alle migliori condizioni possibili, dando per scontato che le decisioni imprenditoriali richiedano, tutt'al più, un'adeguata e rapida forma di copertura esterna. Il compito della banca, in una simile visione, si riduce dentro lo schema cliente-fornitore, schema povero di contenuti qualitativi.

## Organizzazione

Il prevalere di variabili quantitative, in effetti, ha definito le relazioni di clientela anche in funzione del *gap* di cultura finanziaria che tradizionalmente connota la gestione delle Pmi, orientate più alla transazione che alla relazione: tale tipo di impostazione pare confermato dai risultati dell'indagine, i quali evidenziano comportamenti che, sotto l'aspetto organizzativo, possono essere sintetizzati come segue:

- a. la funzione finanziaria è concepita come *residuale* all'interno dell'organizzazione aziendale, sia in termini di reale importanza ed autonomia (essendo perlopiù inglobata all'interno della funzione amministrativa), sia in termini di peso assunto nel processo decisionale (gli aspetti finanziari della gestione vengono esaminati solo dopo che le scelte economiche, di crescita, sviluppo e investimento sono già state assunte);
- b. la funzione finanziaria non pare ancora assumere un'estensione, per così dire, *trasversale*, rispetto all'organizzazione nel suo complesso: in altre parole alla funzione finanziaria pare demandato il puro e semplice ruolo di trovare copertura a scelte che, nella realtà, non sono verificate in termini di compatibilità e fattibilità ma decise a prescindere da tale verifica;
- c. le attività svolte nell'ambito della funzione finanziaria sono indirizzate perlopiù ad attività di controllo di tipo storico, mentre la pianificazione e la redazione di conti economici e stati patrimoniali di previsione restano confinate alle poche grandi imprese. In tal modo la gestione finanziaria segue e non precede le altre scelte, sia di tipo economico, sia di investimento.

Nel dettaglio, i risultati del questionario, quanto all'aspetto organizzativo, sono i seguenti.

Quanto al primo punto, il 90% delle imprese del campione (*Grafico 1*), svolge totalmente al proprio interno la funzione di amministrazione, finanza e controllo (con un assorbimento di risorse che sul totale delle imprese intervistate è destinato prioritariamente –per il 55%– ad attività meramente amministrative, *Grafico 2*): il 10% delle imprese intervistate che non svolge integralmente al proprio interno la funzione è rappresentato esclusivamente da piccole imprese. Queste ultime, del resto, nel 75% dei

casi (*Grafico 3*), impiegano fino ad un massimo di tre risorse alla funzione in parola, mentre le grandi imprese nell'87% dei casi destinano all'attività almeno 4 risorse. Le attività di tipo amministrativo, pertanto, prevalgono in termini quantitativi, rispetto ai contenuti di tipo finanziario, che appaiono in secondo piano: non è difficile immaginare che tale prevalenza sia da collegarsi all'onere derivante dall'adempimento della numerosa mole di obblighi contabili e fiscali che caratterizzano il nostro Paese. In ogni caso risulta evidente il legame fra costi per il sostenimento di un'organizzazione destinata allo svolgimento di funzioni complesse e la dimensione aziendale: il che conferma gli ampi spazi e le possibilità operative offerte a tutti coloro (intermediari creditizi, professionisti, organizzazioni di categoria e loro strutture dedicate) che intendano offrire servizi finanziari qualificati a piccole e medie imprese che ne vogliano usufruire in *outsourcing*.

Le differenze di tipo organizzativo, rapportate alla dimensione aziendale, si riflettono anche sulla tipologia di strumenti utilizzati per la pianificazione finanziaria ed il controllo di gestione:

- il 16% delle imprese intervistate non svolge attività di pianificazione finanziaria (*Grafico 5*), mentre solo il 4% non fa controllo di gestione, *Grafico 6* (in entrambi i casi, la metà di coloro che hanno risposto in tal senso sono piccole imprese);
- il 17% delle piccole e delle medie imprese non svolge attività di pianificazione finanziaria *Grafico 7* (nel caso delle grandi il 13%), mentre solo il 4% ed il 6% rispettivamente non svolge attività di controllo di gestione, *Grafico 8* (al contrario delle grandi imprese, che tale strumento dichiarano di utilizzare nella totalità degli intervistati);
- fra coloro che svolgono attività di pianificazione finanziaria, prevale l'utilizzo di strumenti di "breve termine" non riconducibili *stricto sensu* all'attività di pianificazione finanziaria in quanto tale: il 28% degli intervistati utilizza il preventivo di tesoreria, il 58% il *cash-flow* preventivo ed il 48% il *budget* finanziario annuale, mentre solo l'16% del campione redige piani finanziari pluriennali (*Grafico 5*), peraltro senza che tale attività sia ritenuta particolarmente significativa, (0% delle risposte sul punto) *Grafico 9*;

- in particolare, rispettivamente il 38%, il 17% e l'8% delle grandi, medie e piccole imprese svolge attività di pianificazione finanziaria (utilizzando il piano finanziario pluriennale *Grafico 9*);
- quanto al controllo di gestione, il 58% del campione intervistato utilizza il *budgeting* collegato alla contabilità generale, mentre il 66% fa uso di sistemi per l'analisi dei costi extracontabili, (foglio elettronico) *Grafico 6*: tale percentuale è pari, per entrambi gli strumenti, al 75% delle grandi imprese, rispettivamente al 67% ed al 61% per le medie, al 46% ed al 67% per le piccole, *Grafico 10 e Grafico 11*;
- la semplice compilazione della distinta base è fatta esclusivamente dal 12% delle imprese del campione (*Grafico 6*), per l'84% appartenenti alle piccole imprese (*Grafico 12*).

Ne risulta, pertanto, un contenuto relativamente “povero” dell'attività di pianificazione (piano finanziario pluriennale), che in quanto tale è ristretta a solo l'8% delle imprese appartenenti al campione che la ritengono, peraltro, non particolarmente importante per l'impresa. La distinzione, in termini di contenuto, fra attività “povere” ed altre a più elevato valore aggiunto per la gestione, risiede nell'ampiezza dell'orizzonte temporale e nella complessità ad esso connessa. Attività quali il preventivo di tesoreria, il *cash-flow* preventivo o il *budget* finanziario annuale si limitano, più che altro, a registrare le conseguenze, in termini di flussi di cassa attesi, delle scelte economiche e di investimento già assunte, al fine di ricercare la massima sincronia possibile fra entrate ed uscite, nell'arco di un periodo massimo di 12 mesi. In altre parole, se le attività di pianificazione finanziaria si limitano a quelle enunciate, ne deriva una concezione della finanza d'impresa circoscritta alla gestione dei saldi di tesoreria, al fine di ottimizzarne la distribuzione nell'arco dell'esercizio, senza che la valutazione delle scelte imprenditoriali venga messa in discussione da giudizi di compatibilità e fattibilità prospettiche. Ove si assuma che la pianificazione finanziaria consista in un approccio integrato all'insieme delle scelte imprenditoriali, comprese, per esempio, quelle riguardanti la politica commerciale ed il livello del circolante operativo (senza limitarsi alle scelte di natura straordinaria o di investimento), le risposte offerte dal questionario confermano una visione circoscritta del problema, che trascura le conseguenze finanziarie delle decisioni, limitandosi a ricercare la

soluzione del problema di come coprire il fabbisogno solo *dopo* che esso è sorto, senza cercare di anticiparne la dimensione e l'evoluzione. Ne deriva, inoltre, una concezione di equilibrio finanziario che non tiene conto dei legami fra l'equilibrio economico di medio-lungo termine e la capacità dell'impresa di produrre adeguati flussi di cassa prospettici. Infine, quanto agli strumenti di controllo di gestione, la loro ampia diffusione, da valutare senza dubbio positivamente, conferma tuttavia la preminenza assegnata dalla visione imprenditoriale alle scelte di tipo economico, il cui controllo e la cui verifica sono ritenuti di grande importanza ma per le quali si tende a trascurare le conseguenze di tipo finanziario.

Le considerazioni sull'importanza di una gestione proattiva dell'impresa anche attraverso adeguati processi di programmazione economico-finanziaria, sembrano essere rafforzate dall'esame dei risultati ottenuti dalle imprese che fanno pianificazione finanziaria rispetto al totale del campione esaminate ed a quelle che non si servono affatto di tali strumenti. Pur tenendo conto dell'incompletezza del *database* per quanto riguarda i bilanci disponibili (il dato riguardante i bilanci del 2001 è da ritenersi insufficiente), la *performance* delle imprese che fanno pianificazione finanziaria pare decisamente migliore.

I parametri esaminati a tale scopo sono i seguenti:

- rapporto oneri finanziari/totale debiti finanziari
- rapporto debiti finanziari/patrimonio netto
- rapporto debiti finanziari/totale attivo
- rapporto oneri finanziari/totale attivo
- rapporto oneri finanziari/risultato operativo

Tabella 1: *Performance delle imprese che fanno pianificazione finanziaria*

		<i>Performance delle imprese</i>				
Anno di analisi	Imprese/ Pianificaz. Finanz.	On.Fin/D.b	D.b./PN	D.b. /tot. Attivo	On. Fin./tot. Attivo	On. Fin/ R O
2000	Sì	0,235	0,533	0,130	0,026	0,095
	No	0,948	2,242	0,224	0,024	0,333
	Media 2000	0,859	2,028	0,212	0,024	0,293
2001	Sì	0,579	0,243	0,077	0,025	0,505
	No	0,199	1,152	0,232	0,025	0,033
	Media 2001	0,247	1,045	0,214	0,025	0,089
2002	Sì	0,284	2,588	0,194	0,026	-0,042
	No	0,740	2,074	0,223	0,223	0,026
	Media 2002	0,687	2,143	0,219	0,026	0,611

Quanto all'esame dei bilanci dei tre anni considerati, si deve ricordare che l'attendibilità dei dati del 2001 soffre della mancanza dei bilanci di 5 imprese sul totale di 7 di quelle che complessivamente fanno pianificazione finanziaria, il che fa propendere per la verosimiglianza delle conclusioni ottenibili esaminando l'anno precedente e l'anno successivo.

Per quanto si riferisce al primo parametro, le imprese che fanno pianificazione finanziaria hanno un rapporto decisamente migliore negli anni 2000 e 2002: infatti, nei due anni considerati (2000 e 2002) le imprese che fanno pianificazione finanziaria hanno un rapporto rispettivamente pari a 0,23 e 0,28, contro un indicatore pari a 0,94 e 0,74 per le imprese che non attuano tali processi, *Tabella 1*.

Anche il rapporto di indebitamento è migliore, pari a 0,23 e 0,28, contro un valore di 0,94 e 0,73 per le altre imprese del campione.

Quanto al rapporto fra debiti finanziari e totale dell'attivo, lo stesso è pari a 0,13 e 0,19 per le imprese che pianificano, contro un valore di 0,224 e 0,222 per le altre.

Il rapporto fra oneri finanziari e totale dell'attivo non risulta discriminare in modo particolarmente significativo le due tipologie di

imprese, collocandosi su livelli praticamente identici, sia nel 2000, sia nel 2002.

Da ultimo, di particolare interesse risulta il dato riguardante l'incidenza degli oneri finanziari sul risultato operativo: tale rapporto, infatti, assume particolare importanza ai fini della valutazione del merito di credito, per quanto si riferisce all'esistenza delle condizioni di equilibrio economico. Nel 2000 il rapporto è pari a 0,095 ed a -0,041 nel 2002, contro 0,33 e 0,002 delle altre imprese nel 2002.

### *Conoscenza ed utilizzo servizi*

Di particolare interesse l'analisi dei dati riguardanti l'indagine circa la conoscenza e l'utilizzo dei servizi bancari, suddivisi in *transattivi/informativi*, *informativi*, *gestione dei rischi*, *consulenza e finanza straordinaria*, poiché i risultati evidenziati differiscono notevolmente proprio in base al tipo di servizio.

La conoscenza dei servizi transattivi/informativi è quasi unanime (solo l'8% del campione –il 13% delle piccole ed il 6% delle medie– dichiara di non conoscere il servizio di *remote banking*, *Grafico 13*), con un grado di utilizzo e di apprezzamento entrambi molto elevati (mediamente meno del 10% degli intervistati dichiara di non utilizzare o di non apprezzare tali servizi, *Grafico 14*). I risultati ottenuti confermano l'ampia diffusione di tale genere di servizi e la loro sostanziale assimilazione a quella dei servizi di pagamento ed altri di tipo tradizionale.

Tuttavia, passando ai servizi di natura informativa, (*business e mercati*, *opportunità di finanziamento ed opportunità di investimento*), con l'eccezione "opportunità di finanziamento agevolato" (52%), "nuovo capitale di rischio" (30%) e "andamento economico generale e settoriale" (26%) in media oltre l'80% degli intervistati dichiara di non conoscere i servizi stessi, con punte minime (10%) per quanto si riferisce a "segnalazione criticità del *business*", "*benchmarking* settoriale", "*partnership*" vedi *Tabella 2*. Le percentuali in questione si innalzano, per quanto riguarda la conoscenza nel caso delle grandi imprese, e si riducono, quanto alla non conoscenza, nel caso delle piccole: ove si considerino le

percentuali di coloro che, pur conoscendoli, utilizzano poco o nulla i servizi suddetti, tali valori risultano pari, mediamente, al 50%.

Il giudizio che se ne può trarre, almeno in prima approssimazione, è di una concezione “povera” della funzione finanziaria, come già si è visto in precedenza *residuale e non strategica rispetto alla gestione*, tesa com’è a ricercare opportunità di finanziamento agevolato quasi che il problema non risieda mai nella natura, nella cause e nella durata del fabbisogno finanziario (e quindi nella natura delle scelte, economiche e di investimento), ma esclusivamente nella sua copertura. Le imprese appartenenti al campione esaminato attribuiscono grande importanza alla possibilità di fruire di finanziamenti a tasso agevolato, ma non ritengono significativo poter disporre di elementi informativi utili alle decisioni strategiche, quali la conoscenza dei fattori di criticità, del proprio posizionamento competitivo, della possibilità di individuare nuove forme di *partnership*. Gli stessi servizi maggiormente conosciuti (“nuovo capitale di rischio” e “andamento economico generale e settoriale”) risultano comunque noti solo ad una *minoranza* degli intervistati. L’atteggiamento che tale genere di risposte sembra sottendere assegna al rapporto banca-impresa (ed ai suoi contenuti di servizio), il puro e semplice compito di procacciamento di provvista a buon mercato, tralasciando l’importanza di valutare gli aspetti di maggior rilievo strategico della gestione.

Tabella 2: *Conoscenza dei servizi bancari informativi*

<b>Servizi bancari INFORMATIVI</b>	<b>Conoscenza</b>	
	<b>SI</b>	<b>NO</b>
<b>Business e mercati</b>		
Andamento economico generale e settoriale	26%	74%
Opportunità di sviluppo dei business	22%	78%
Segnalazione criticità del business	10%	90%
Elementi per il benchmarking (analisi di settore)	10%	90%
<b>Opportunità di finanziamento</b>	<b>SI</b>	<b>NO</b>
Agevolato	52%	48%
Capitale di rischio	30%	70%
Partnership	22%	78%
<b>Opportunità di investimento</b>	<b>SI</b>	<b>NO</b>
Penetrazione mercati/prodotti	16%	84%
Accesso ai paesi esteri	22%	78%
Partnership	10%	90%

La criticità delle scelte di finanziamento è vista semplicemente sotto l'aspetto quantitativo: la chiara preferenza accordata alla possibilità di fruire di finanziamenti agevolati, conferma un atteggiamento tradizionalmente presente nella cultura della classe imprenditoriale italiana, propensa ad anteporre l'ottenimento di un'adeguata copertura alla verifica della qualità della formula competitiva.

Quanto alla categoria di servizi ricompresi, nel questionario, alla macro-voce "Gestione dei rischi", pur risultando il grado di conoscenza molto più elevato (superiore al 70% per "rischio di cambio" e "rischio di tasso", inferiore al 50% per "rischio di credito su clienti") rispetto alla categoria precedente, resta minoritaria la quota di coloro che, pur conoscendoli, utilizzano in misura significativa i servizi in parola, *Tabella 3*. Anche per questa sezione del questionario, le risposte differiscono in base alla dimensione delle imprese appartenenti al campione, riducendosi la conoscenza e l'utilizzo dei servizi stessi in funzione del ridursi della dimensione stessa. La sensibilità e la cultura imprenditoriale nei confronti

della gestione del rischio sono scarsamente presenti nelle Pmi, ma anche le imprese di maggiori dimensioni, pur dichiarando di conoscere tali servizi, ne fanno un uso limitato. È significativo, peraltro, che proprio il servizio di gestione del “rischio di credito su clienti” sia quello meno conosciuto ed utilizzato (Grafico 15): il peso del capitale circolante operativo, di cui i crediti verso clienti sono parte significativa, è particolarmente elevato soprattutto nei bilanci delle Pmi, influenzando la produzione di liquidità soprattutto nelle fasi di crescita e di sviluppo. Che la gestione del rischio di credito su clienti sia trascurata conferma lo squilibrio della percezione imprenditoriale nei confronti dell’importanza delle diverse attività gestionali, a favore delle fasi della produzione e della vendita.

Tabella 3: *Conoscenza dei servizi bancari di gestione dei rischi*

<b>GESTIONE DEI RISCHI</b>	<b>Conoscenza</b>	
	<b>SI</b>	<b>NO</b>
Rischio di cambio	72%	28%
Rischio di tasso	78%	22%
Rischio di credito su clienti	46%	54%

Di particolare rilievo è quanto emerge dalle risposte relative alla sezione “Consulenza”, il cui contenuto sembra ricalcare quanto già sottolineato rispetto alla concezione della funzione finanziaria, *Tabella 4*. In particolare, la conoscenza è significativamente elevata solo per quanto riguarda “Strumenti di finanziamento a b.t.” (68%), “Strumenti di finanziamento a m.l.t.” (74%) e “Strumenti di investimento” (62%), riducendosi a percentuali molto modeste per quanto riguarda gli altri punti: si deve sottolineare, inoltre, che con l’eccezione dei servizi di consulenza sugli strumenti di finanziamento a medio/lungo termine, la maggioranza di coloro che dichiara di conoscere il servizio lo utilizza, tuttavia, poco o nulla (*Tabella 5*). Anche per questa sezione del questionario, le risposte differiscono in base alla dimensione delle imprese appartenenti al campione, riducendosi la conoscenza e l’utilizzo dei servizi stessi in funzione del ridursi della dimensione stessa. Le imprese del campione, pertanto, dichiarano di ben conoscere i servizi relativi agli strumenti di finanziamento a breve termine: tale risultato è coerente sia con la durata media delle forme tecniche di finanziamento utilizzate dalle imprese

italiane (prevale, com'è noto, il debito a breve termine), sia con il modesto uso di strumenti di pianificazione finanziaria a medio-lungo termine. L'importanza assegnata alla conoscenza dei servizi di consulenza riguardanti le forme tecniche è coerente con la concezione della funzione finanziaria quale struttura aziendale deputata alla copertura del fabbisogno più che alla sua gestione, al suo governo, al suo indirizzo. Sotto tale profilo, la maggiore conoscenza ed il maggiore utilizzo dei servizi riguardanti i finanziamenti a medio-lungo termine, anche alla luce del quadro generale delle risposte ottenute, sembrano confermare l'importanza, per le imprese, di ottenere credito abbondante e con modalità di rimborso adeguatamente allungate nel tempo, più che la ricerca di fonti la cui forma tecnica sia coerente con processi di pianificazione economico-finanziaria.

I servizi di consulenza proposti possono essere suddivisi in due categorie: quelli relativi alle opportunità di finanziamento e di investimento ed i rimanenti (pianificazione finanziaria e controllo, struttura finanziaria dell'impresa, *check-up* posizionamento strategico, valutazione tendenza competitiva, condivisione e scelta di sviluppo), a più elevato valore aggiunto. Che siano i primi, e non i secondi, a risultare maggiormente conosciuti ed utilizzati, senza significative distinzioni fra le imprese in base alla dimensione, conferma la conclusione circa il posizionamento della funzione finanziaria all'interno dell'impresa e la concezione della gestione che, culturalmente, la sottende.

In particolare, il servizio di "*check-up* posizionamento strategico" e di "valutazione tendenza competitiva" raccolgono il minor numero di risposte positive, sia in termini di conoscenza, sia in termini di utilizzo, *Grafico 16*: tuttavia, anche i servizi maggiormente noti ("pianificazione finanziaria e controllo" e "condivisione e scelta di sviluppo"), risultano essere tali solo per una minoranza (rispettivamente 26% e 20%) delle imprese del campione, con utilizzi ridotti e, in alcuni casi, nulli. Infine, solo il 16% degli intervistati dichiara di conoscere il servizio relativo alla struttura finanziaria, il cui utilizzo appare ancora più modesto (il 75% di coloro che dichiarano di conoscere tale servizio ne fanno un uso nullo o molto basso): il dato sembra confermare il tradizionale ordine di preferenza adottato dagli imprenditori italiani, che assegna la preminenza all'autofinanziamento e, immediatamente dopo, al debito bancario,

lasciando per ultimo il ricorso al capitale di rischio interno ed esterno. Coerentemente al *pecking order* la struttura finanziaria non pare problema di particolare rilievo anche nella percezione degli imprenditori intervistati.

Tabella 4: *Conoscenza dei servizi bancari di consulenza.*

<b>CONSULENZA</b>	<b>Conoscenza</b>	
	<b>SI</b>	<b>NO</b>
Strumenti di finanziamento a breve termine	68%	32%
Strumenti di finanziamento a m/l termine	74%	26%
Strumenti di investimento	62%	38%
Pianificazione finanziaria e controllo	26%	74%
Struttura finanziaria dell'impresa	16%	84%
Check up posizionamento strategico	2%	98%
Valutazione tendenza competitiva	6%	94%
Condivisione e scelta di sviluppo	20%	80%

Tabella 5: *Utilizzo di alcuni dei servizi di Consulenza*

<b>Utilizzo finanz. a medio/lungo termine</b>	Molto	Abbastanza	Poco	Nulla	Non risponde
Piccole	4%	25%	17%	21%	0%
Medie	6%	61%	11%	0%	0%
Grandi	0%	50%	25%	13%	0%
<b>Utilizzo finanz. a breve termine</b>	Molto	Abbastanza	Poco	Nulla	Non risponde
Piccole	4%	17%	25%	17%	0%
Medie	6%	11%	44%	6%	0%
Grandi	0%	25%	25%	25%	13%
<b>Utilizzo Pianificazione finanziaria e controllo</b>	Molto	Abbastanza	Poco	Nulla	Non risponde
Piccole	0%	17%	4%	8%	8%
Medie	0%	0%	0%	6%	0%
Grandi	0%	13%	13%	13%	0%

Quanto alla sezione “Finanza straordinaria”, le risposte elaborate da un lato ricalcano la distinzione fra le imprese in base alla dimensione,

dall'altro confermano nuovamente le notazioni svolte in precedenza. Il livello di conoscenza generale è modesto (non supera il 28% nel caso della finanza per le acquisizioni e si ferma al 26% ed 12% rispettivamente nel caso “finanza per lo sviluppo interno” e “finanza per le acquisizioni”, *Tabella 6*) e prevale, fra coloro che sono al corrente di tali opportunità, un modesto grado di utilizzo, sempre minoritario con l'eccezione della “finanza per la crisi/ristrutturazione”. Il tenore delle risposte di questa parte del questionario risulta, pertanto, coerente con l'impostazione emersa finora: una gestione finanziaria attenta ed anticipativa non è la regola, bensì l'eccezione, dal momento che un numero molto modesto di imprenditori intervistati conosce (ed in misura ancor più ridotta utilizza) servizi di consulenza destinati ad accompagnare l'impresa nella delicata fase dello sviluppo e della crescita. Sotto tale profilo i risultati maggiormente positivi conseguiti dalla finanza straordinaria nell'ambito “crisi/ristrutturazione”, confermano la concezione della funzione finanziaria come residuale, lasciando sottendere che il problema della gestione della copertura del fabbisogno finanziario è più sentito quando, al contrario, ci si dovrebbe concentrare su questioni più urgenti e prioritarie, quali la perdita competitività, la redditività, l'efficienza.

Tabella 6: *Conoscenza dei servizi bancari di finanza straordinaria*

<b>FINANZA STRAORDINARIA</b>	<b>Conoscenza</b>	
	<b>SI</b>	<b>NO</b>
Per lo sviluppo interno	26%	74%
Per le acquisizioni	28%	72%
Per la crisi/ristrutturazione	12%	88%

### *Rapporto Banca-Impresa*

Dalle risposte del questionario emerge, anzitutto, l'importante aspetto *dell'inesistenza di condizioni* che possano configurare situazioni *di razionamento del credito* o di peggioramento della qualità delle relazioni di clientela, anche se la situazione delle imprese definite come piccole appare leggermente peggiorativa. In primo luogo il 96% delle imprese dichiara di ottenere tutto il credito di cui necessita (il 4% che si ritiene

razionato appartiene alla categoria delle piccole imprese) e solo il 12% degli intervistati ha ricevuto dinieghi a richieste di ampliamento o richieste di rientro (di costoro il 67% sono piccole imprese, *Grafico 17*): in quest'ultimo caso, del resto, la valutazione è risultata essere motivata, nel 70% dei casi, da eccessivo livello di indebitamento, mentre per il rimanente da andamento economico insoddisfacente, *Grafico 18*. Si tratta, con tutta evidenza, di motivazioni ampiamente condivisibili, anche alla luce delle disposizioni regolamentari di Basilea 2, che indicano, fra le altre cose, all'interno dei criteri di costruzione dei *rating*, *la capacità storica e prospettica dell'impresa di produrre liquidità* sufficiente a far fronte alle proprie obbligazioni passive. Il razionamento, se di razionamento si tratta, non pare pertanto imputabile all'entrata in vigore delle nuove regole, quanto piuttosto all'inesistenza delle condizioni di equilibrio economico (capacità di reddito) e di equilibrio finanziario (capacità di rimborso) in capo al soggetto affidato. In generale, peraltro, solo il 18% delle imprese ritiene di dover pagare tassi di interesse più elevati per l'ottenimento di nuovo credito, *Grafico 19* (le piccole imprese in tal caso rappresentano circa il doppio delle altre categorie), così come solo il 17% delle imprese dichiara di dover fornire nuove garanzie per la medesima ragione (ed anche in questo caso le piccole imprese sono circa il doppio delle grandi e delle medie). Il costo del credito non è stato utilizzato, pertanto, in misura significativa al fine di razionare, utilizzando la leva del prezzo, i prenditori compresi nel campione intervistato: la presenza di Pmi in misura doppia rispetto alle imprese di maggiori dimensioni pare scontare la tradizionale difficoltà di tale categoria nel rapportarsi correttamente con gli intermediari creditizi, sia in termini di qualità dell'informazione di bilancio, sia in termini di completezza dei dati e della documentazione fornita. Ove si aggiunga, coerentemente con il tipo di organizzazione adottata e di percezione del ruolo della funzione finanziaria, che in tale tipo di imprese prevale la concezione della finanza quale semplice copertura del fabbisogno conseguente a scelte imprenditoriali assunte inconsapevolmente in precedenza (approccio che più facilmente può condurre a squilibri, utilizzi sbagliati delle forme tecniche, sconfinamenti ed altre anomalie andamentali), è facile concludere motivando in tal senso il rialzo dei tassi.

Il 68% delle imprese dichiara di non aver constatato modifiche rilevanti nei comportamenti delle banche a seguito dell'entrata in vigore

della disciplina nota come Basilea 2: tuttavia solo il 54% delle piccole imprese risponde in tal modo, contro l'89% delle medie imprese ed il 63% delle grandi imprese, *Grafico 20*. L'8% delle imprese dichiara di aver subito aumenti di tasso ed una percentuale analoga ha rilevato aumenti del prezzo delle altre condizioni del rapporto bancario. Più significativo il dato riferito alla richiesta di maggiori informazioni, dichiarato nel 16% dei casi. A conferma del consueto *gap* informativo attribuito alle piccole imprese, sono quasi solo queste ultime che rispondono in tal senso nel questionario (solo 1 media ed 1 grande impresa hanno ricevuto richieste di nuove informazioni). Il rifiuto di nuovi affidamenti, la richiesta di rientro e di nuove garanzie si attestano su percentuali modeste, rispettivamente pari al 4%, 6% e 2%: le imprese che hanno risposto in tal senso sono, tuttavia, appartenenti *esclusivamente* alla categoria delle piccole imprese.

Le motivazioni genericamente definite come "altre" non sono ascrivibili ad una motivazione prevalente: si va dall'aumento di tassi ed altre condizioni (dichiarato da una piccola impresa), ad una generale cautela e modifiche di comportamento definite, in un caso, anche strumentale.

Infine, quanto al numero di rapporti bancari intrattenuti, il 64% delle imprese dichiara di avere rapporti fino ad un massimo di 5 banche, contro il rimanente 36% che ne ha fino a 7 (18%) ed oltre 7 (18%), *Grafico 21*. La distribuzione per categorie delle imprese non è uniforme: le piccole imprese hanno un numero di relazioni prevalentemente contenute (il 38% fino a 3 ed il 46% fino a 5), mentre il 46% delle medie ed il 75% delle grandi ha relazioni con un numero di banche superiore a 6.

I dati esaminati non segnalano situazioni ben definite, che facciano propendere per una tipologia di rapporti improntata al fido multiplo o alla *main bank*, anche se il numero di banche mediamente utilizzate sembra relativamente elevato, anche nel caso di Pmi.

I parametri di scelta delle banche e le altre domande riguardanti la qualità delle relazioni intrattenute, comprese quelle attinenti la natura del rapporto di clientela, se rientrante all'interno della prassi del *multibanking* (nessuna banca è il banchiere dell'impresa), o della banca di riferimento (*main bank*), offrono indicazioni di vario genere.

Anzitutto fra i parametri ritenuti rilevanti, poca o nessuna importanza è attribuita alla vicinanza o alla diffusione geografica: lo stesso dicasi per l'attività consulenziale, mentre i fattori quantitativi prevalgono, con al primo posto le condizioni applicate e subito dopo il tasso di interesse. Il risultato è accentuato ed enfatizzato per le piccole imprese. Non sfugge l'importanza del dato riguardanti l'attività consulenziale svolta dalle banche quale fattore di differenziazione del rapporto banca-impresa. Il questionario non contiene riferimenti al fatto che tale tipo di attività sia effettivamente svolta dalle banche con le quali le imprese appartenenti al campione di relazionano (le imprese potrebbero non attribuire importanza a tale fattore non avendo mai avuto occasione di sperimentarne l'importanza o non essendo presente tale attività nel portafoglio di prodotti/servizi offerti): in ogni caso il rapporto con la banca viene concepito, in effetti, privo di contenuti qualitativi, orientato più alla transazione che alla relazione, nonostante che numerose risposte attribuiscono elevata importanza alle relazioni personali. I due aspetti non sono in contraddizione, dal momento che è perfettamente plausibile che relazioni particolarmente stringenti e caratterizzate da mancanza di formalismo siano, tuttavia, improntate all'ottenimento del massimo ammontare di credito disponibile, alle migliori condizioni possibili.

Come anticipato, il 76% delle imprese attribuisce un'elevata importanza alle relazioni personali, giungendo a definirle prevalenti rispetto ai caratteri di cui sopra. Il 75% delle piccole imprese risponde in conformità, contro l'89% delle medie e solo il 50% delle grandi, *Grafico 22*. L'86% delle imprese intervistate dichiara di intrattenere rapporti con un massimo di 2 banche definibili come di "banca di riferimento" *Grafico 23*: tuttavia tale percentuale sale all'88/89% nel caso delle piccole e delle medie e scende al 75% nel caso delle grandi. Alla verifica quantitativa (quota percentuale del lavoro bancario appoggiata sulle banche di riferimento) il 58% degli intervistati utilizza le banche in questione per oltre il 50% del lavoro: tale percentuale è pari al 58% nel caso delle piccole imprese, passando al 61% delle medie ed al 50% delle grandi, (*Grafico 24*).

Si ritiene di poter concludere circa l'esistenza di relazioni di clientela indirizzate progressivamente verso un numero ristretto di *partner* bancari, in conformità ai dati degli ultimi anni della Centrale dei Rischi, che

mostrano una riduzione del numero medio di banche per soggetto affidato ed in crescita la quota di lavoro bancario appoggiata sulla prima banca: tali relazioni restano però limitate ad un ambito caratterizzato dalla prevalenza degli aspetti quantitativi. Se la consulenza non è considerato fattore significativo, infatti, viene meno un fattore decisivo per impostare il rapporto banca-impresa in termini di *partnership*, laddove la banca non offre finanza (ovvero sostegno finanziario e *know-how* consulenziale), ma solo finanziamenti, nel presupposto che il problema non sia la gestione del fabbisogno finanziario, ma la sua copertura *tout-court*.

### *Apprezzamento Servizi Bancari*

Il costo del debito bancario è percepito come maggiormente elevato per quanto si riferisce ai costi accessori, *Grafico 25* (70% delle imprese del campione lo giudica come alto) ed in relazione al valore dei servizi erogati (ritenuto alto nel 48% dei casi), mentre il tasso di interesse è l'elemento valutato come meno importante, (*Grafico 26*): tale graduatoria si ripete senza differenze significative per le varie classi dimensionali d'impresa. Quanto al grado di trasparenza, la stabilità/variabilità delle condizioni risulta essere l'elemento percepito come meno trasparente, mentre la conoscenza preventiva delle condizioni risulta essere l'elemento valutato come più chiaro nel rapporto: anche in questo caso le differenze fra le imprese, in funzione della dimensione, non paiono importanti.

La “proattività nell’offerta dei servizi” viene percepita come l’elemento di livello qualitativamente più basso nell’offerta bancaria, mentre la “tempestività nell’esecuzione degli ordini” si colloca al posto più alto, insieme alla “regolarità nello svolgimento del rapporto”: le dimensioni d’impresa non modificano le valutazioni dell’insieme del campione, (*Grafico 27*).

Infine, quanto ai problemi maggiormente riscontrati con le banche, i costi elevati si collocano al primo posto (54% di risposte positive), seguiti dalla lentezza procedurale (30% di risposte positive): in questo caso vi sono, tuttavia, significative differenze, poiché per le piccole imprese il problema dei costi elevati è tale nel 79%, percentuale che si riduce al 25%

per le grandi; le lentezze procedurali risultano problematiche per il 29% delle piccole imprese e per ben il 38% delle grandi, (*Grafico 28*).

Nel complesso, la valutazione dei servizi si colloca in una visione che assegna una prevalenza complessivamente più elevata ai fattori di transazione piuttosto che a quelli di relazione: non basta, in effetti, la lamentata mancanza di proattività nell'offerta di servizi per giungere ad una valutazione di rapporto qualitativamente più elevato. Prevale l'importanza dei fattori di costo, sia in quanto tali, sia in relazione al contenuto dei servizi offerti.

### *Punto Finanziario*

L'indagine sulla conoscenza e l'utilizzo dei servizi di *Punto finanziario* offre, in base alle risposte dei questionari, risultati particolari.

Quanto ai servizi di *finanza agevolata* e di *finanza aziendale*, con l'eccezione dei servizi di *check-up bancario estero* (scarsamente noto, 22% di risposte positive), tutti gli altri servizi sono sufficientemente noti, anche se quelli relativi alla finanza agevolata, ai finanziamenti di qualunque durata ed al *leasing*, sia strumentale sia immobiliare risultano più conosciuti, con percentuali molto elevate, (*Tabella 7*). Tuttavia solo i servizi di finanza agevolata e quelli offerti dai confidi registrano significativi livelli di utilizzo, che scendono anche allo 0% in alcuni casi (i *check-up* bancari, per esempio, *Grafico 29*): ciò pare confermare la considerazione fatta in precedenza riguardo la concezione non solo della funzione finanziaria, ma anche riguardo la gestione finanziaria stessa, concepite quasi sempre in termini di copertura del fabbisogno e di procacciamento delle fonti. In altre parole, anche quando ci si rivolge ad una struttura specializzata, quale quella di "Punto finanziario", i contenuti delle esigenze manifestate dalle imprese del campione paiono limitarsi ad aspetti quantitativi: il ricorso ai servizi offerti dai Confidi manifesta, in tal senso, i segni di un'analogia concezione. Quanto alle differenze dimensionali, le grandi imprese utilizzano maggiormente (75% nei due casi) i *software* per la finanza aziendale (*Grafico 30*) e di formazione finanziaria specifica (*Grafico 31*). Le piccole imprese utilizzano in prevalenza (50%) i servizi dei Confidi (*Grafico 32*) e quelli di finanza

agevolata (75%) *Grafico 33*, mentre gli altri servizi sono tutti modestamente utilizzati: con percentuali leggermente diverse le medie imprese confermano tali dati (meno alte le percentuali dei servizi più utilizzati, meno basse le percentuali dei servizi meno utilizzati). È significativo annotare che proprio le imprese che avrebbero maggiormente bisogno di determinati tipi di servizi (*check-up* bancario, *software* per la finanza aziendale e formazione finanziaria specifica), ossia le Pmi, mostrano di trascurarli o di ignorarli, nonostante la modesta organizzazione per le quali si caratterizzano e la semplicità delle funzioni svolte all'interno dell'azienda. Si aprono, al riguardo, utili spazi di riflessione per tutti coloro che, a vario titolo, siano in grado di sviluppare ed incrementare la cultura finanziaria delle imprese, sia attraverso strumenti specifici, sia attraverso processi formativi.

Meno significativi i risultati relativi ai servizi di controllo di gestione: le piccole imprese mostrano scarsa conoscenza dei servizi stessi ed un ancor minor grado di utilizzo; le medie imprese, pur conoscendo i servizi stessi ne fanno un uso assai modesto; solo le grandi imprese, da ultimo, dimostrano di ben conoscere ed apprezzare (eccetto che per i servizi relativi al credito commerciale).

Infine, in media, la metà del campione di imprese intervistate dimostra di conoscere le convenzioni di Punto finanziario ma una percentuale molto modesta (al massimo il 22% dichiara di utilizzare la convenzione di assicurazione crediti) li utilizza.

Tabella 7: *Conoscenza dei servizi di Punto Finanziario*

	<b>Conoscenza</b>	
	<b>SI</b>	<b>NO</b>
<b>Finanza agevolata</b>	92%	8%
<b>Finanza aziendale</b>	<b>SI</b>	<b>NO</b>
Finanziamenti a b/m/l lungo termine	72%	28%
Leasing strumentale e immobiliare	74%	26%
Factoring	48%	52%
Export finance	46%	54%
Confidi: garanzie per finanziamenti a b/m/l termine	80%	20%
Software per la finanza aziendale	72%	28%
Formazione finanziaria specifica	84%	16%
Check up finanziari	56%	44%
Check up bancario estero	22%	78%
<b>Controllo di gestione</b>	<b>SI</b>	<b>NO</b>
Analisi dei costi	64%	36%
Modello di controllo di gestione	64%	36%
Business plan	62%	38%
Check up contabili e del sistema di controllo interno	42%	58%
Check up assicurazioni	56%	44%
Check up del sistema di controllo del credito commerciale	40%	60%
Modelli di gestione dei crediti commerciali	34%	66%

*Analisi mediante strumenti di analisi statistica multivariata*

A conclusione dell'indagine, oltre ai tradizionali strumenti di analisi di statistica descrittiva, si sono verificate ipotesi di possibili correlazioni statistiche ed indici di associazione. Non si sono riscontrate, al riguardo, indicazioni particolarmente significative, sia per la ristrettezza del campione considerato, sia perché gli indicatori utilizzati non sono concordi. Nello specifico, ad un indice Gamma pari a 1 fra grado di apprezzamento di vari servizi bancari e la concentrazione dei rapporti bancari, corrispondono valori modesti dell'indice di Kendall ma, soprattutto, dell'indice di Cramer, con l'eccezione dei servizi di finanza

straordinaria per la crisi/ristrutturazione, di gestione dei rischi per il rischio di credito su clienti, di finanza straordinaria per lo sviluppo interno, (Tabella 8).

Tabella 8: *Indici di correlazione del grado di apprezzamento della qualità dei servizi bancari con la concentrazione dei rapporti bancari (banca di riferimento)*

CATEGORIE DEI SERVIZI	TIPOLOGIE DEI SERVIZI BANCARI	Indici Statistici				
		Indice Gamma	Indice Kendal	Indice di Cramer's	Associaz. di Pearson	Chi-quadrato di Pearson
<b>FINANZA STRAORDINARIA</b>	Per la crisi ristrutturazione	1,000	0,667	0,667	0,555	2,222
<b>GESTIONE DEI RISCHI</b>	Rischio di credito su clienti	1,000	0,500	0,500	0,447	4,500
<b>FINANZA STRAORDINARIA</b>	Per lo sviluppo interno	1,000	0,258	0,258	0,250	0,800
<b>CONSULENZA</b>	Pianificazione finanziaria e controllo	1,000	0,258	0,258	0,250	0,467
<b>INFORMATIVI</b>	Accesso ai paesi esteri	1,000	0,250	0,250	0,243	0,563
<b>CONSULENZA</b>	Strumenti di finanziamento a m/l termine	1,000	0,155	0,155	0,153	0,764
<b>INFORMATIVI</b>	Agevolato	1,000	0,132	0,132	0,131	0,351
<b>INFORMATIVI/ TRANSATTIVI</b>	Remote banking	1,000	0,088	0,088	0,087	0,331
<b>INFORMATIVI/ TRANSATTIVI</b>	Incasso/ pagamento	1,000	0,077	0,077	0,077	0,291
<b>INFORMATIVI/ TRANSATTIVI</b>	Rendicontazioni contabili	0,361	0,097	0,097	0,096	0,460
<b>CONSULENZA</b>	Strumenti di finanziamento a breve	0,143	0,042	0,042	0,042	0,050
<b>FINANZA STRAORDINARIA</b>	Per le acquisizioni	-0,200	-0,091	0,091	0,091	0,058
<b>CONSULENZA</b>	Strumenti di investimento	-0,231	-0,061	0,061	0,061	0,104
<b>GESTIONE DEI RISCHI</b>	Rischio di tasso	-1,000	-0,219	0,219	0,214	1,298
<b>GESTIONE DEI RISCHI</b>	Rischio di cambio	-1,000	-0,322	0,322	0,307	2,390
<b>INFORMATIVI</b>	Segnalazione criticità del business	-1,000	-0,577	0,577	0,500	1,333



## **Il fabbisogno di servizi finanziari delle imprese bergamasche L'offerta di servizi**

Intervento di Mario Comana

### *La situazione della finanza delle imprese*

In questi primi anni del nuovo millennio, le imprese si sono trovate ad affrontare una situazione economica generale sicuramente molto impegnativa. Essa infatti è caratterizzata dal perdurare della debolezza della domanda e dalla forte dinamica dei prezzi delle materie prime. La combinazione dei due fattori è particolarmente severa, in quanto non solo non è possibile procedere ad aumenti dei prezzi, ma soprattutto diventa impossibile trasferire l'incremento dei costi di produzione a valle del processo produttivo. L'effetto netto è la marcata contrazione dei margini di redditività pur in presenza di volumi produttivi che si mantengono stazionari o anche leggermente positivi. A ciò si deve aggiungere che, con l'adozione dell'euro e la debolezza della valuta americana, non sono più possibili gli aggiustamenti del cambio che, sotto il nome di svalutazioni competitive, assicuravano in passato spazi di miglioramenti delle ragioni di scambio con l'estero, sostenendo la domanda mediante la componente delle esportazioni.

Il riflesso di queste condizioni sulla finanza aziendale è facilmente intuibile: l'erosione dei margini comporta la diminuzione del cash flow e riduce parimenti la capacità del servizio del debito. Come si evince dalla tabella seguente, il margine operativo lordo sul valore aggiunto è in diminuzione, così come il rapporto fra l'autofinanziamento e lo stesso valore aggiunto. L'unico dato che migliora, fra quelli esplicativi della dinamica finanziaria delle imprese, è il rapporto fra gli oneri finanziari e il valore aggiunto, che diminuisce per effetto della contrazione degli interessi passivi. Ma ciò discende, a sua volta, da due condizioni diverse: da un lato il livello molto basso dei tassi di interesse, dall'altro il fatto che il livello di indebitamento non cresce a motivo della stasi negli investimenti produttivi.

## Misure dell'impatto della debolezza ciclica sulla redditività delle imprese

	<b>2002</b>	<b>2003</b>
$\frac{MOL}{V.A.}$	<b>36%</b>	<b>35%</b>
$\frac{Onerifinanziari}{V.A.}$	<b>5,2%</b>	<b>4,9%</b>
$\frac{Autofinanziamento}{V.A.}$	<b>15,2%</b>	<b>14,5%</b>

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale, 2004

Dal canto loro le banche percepiscono la condizione di aumento del rischio tendenziale del credito e infatti, secondo le rilevazioni della Banca Centrale Europea<sup>1</sup>, è in atto un inasprimento delle condizioni per l'accesso al credito. A gennaio 2004 il 17% delle banche ha adottato politiche di concessione dei finanziamenti più severe, dopo che il 23% delle banche aveva operato simile manovra nel corso del 2003. Per altro, nel quarto trimestre del 2003 il 16% delle banche indicava di aver sperimentato una più forte domanda di prestiti da parte delle imprese rispetto all'ottobre 2003.

La riflessione che si impone di fronte a queste nuove situazioni, è che probabilmente non si tratta solo di evoluzioni congiunturali ma che siamo di fronte a cambiamenti strutturali nell'economia dei paesi occidentali, a cui consegue anche la modifica delle relazioni fra l'economia delle imprese e la dinamica finanziaria. A sua volta, ciò produce una revisione del rapporto fra le banche e le aziende clienti. Per questa ragione, l'iniziativa dell'Unione Industriali della Provincia di Bergamo di studiare attentamente il fabbisogno di servizi finanziari delle imprese è particolarmente preziosa, sia per le stesse imprese che per le banche, in quanto fornisce le indicazioni necessarie affinché non si determini un deterioramento delle relazioni banca-impresa come invece spesso accade nei periodi di difficoltà ma, al contrario, le banche siano di maggiore supporto alle imprese proprio nel momento in cui devono affrontare altre e più impegnative sfide provenienti dai mercati reali.

---

<sup>1</sup> The euro area bank lending survey, gennaio 2004, indagine condotta dalla BCE su un campione di 86 banche dei paesi dell'area euro

## *Il rapporto con la banca*

L'indagine dell'Unione degli Industriali mostra con chiarezza due elementi, fra loro strettamente connessi:

- a. le imprese non hanno grandi motivi di lamentare difficoltà sul fronte prettamente creditizio, giacchè i tassi di interesse e l'erogazione del credito non sono percepiti in modo problematico;
- b. le imprese lamentano invece difficoltà di rapporto con le banche in termini qualitativi, per ciò che attiene alla trasparenza, alla qualità e al costo dei servizi.

Una terza evidenza da non sottovalutare è che la disaggregazione del campione mostra, ancora una volta, la differenza dimensionale fra le imprese. Mentre le maggiori hanno più consapevolezza delle tematiche finanziarie, dispongono di risorse adeguate e interloquiscono su un piano paritario con le banche, sono ancora le più piccole a presentarsi su un livello svantaggiato nel dialogo con le aziende di credito, a causa del livello di indebitamento ma soprattutto della minore capacità di confrontarsi sul piano professionale.

Quanto al primo punto, il costo dei servizi creditizi, sicuramente il forte calo dei tassi di interesse ha creato le condizioni per il venir meno dell'aspro e talvolta polemico confronto fra banche e imprese sul tema del costo del denaro. Non è lontano il 1992 quando i tassi minimi a breve erano superiori al 12%, per poi calare rapidamente a poco più dell'8% già due anni dopo e scendere ulteriormente a meno della metà (3,92%) nel 2000. Lo scorso anno, secondo le rilevazioni della Banca d'Italia, il tasso minimo medio a breve si collocava intorno al 2,80%. Il calo dei tassi di interesse ha permesso anche un significativo allungamento delle scadenze del debito delle imprese, con la componente di prestiti a medio e lungo termine alle imprese che è aumentata fino a circa il 40%.

Anche con riguardo al razionamento del credito emergono risultati rassicuranti. La stragrande maggioranza delle imprese, potremmo dire la quasi totalità, afferma di poter ottenere tutto il credito desiderato e solo il 12% ha ricevuto richieste di rientro o dinieghi all'ampliamento. Tuttavia già qui emerge la differenziazione dimensionale di cui si diceva in quanto

due terzi delle aziende che hanno incontrato questa situazione appartengono alla fascia delle minori.

Si deve osservare come ancora il pieno soddisfacimento delle esigenze creditizie sia ottenuto con il ricorso al multiaffidamento, che le imprese interpretano come una forma di assicurazione contro la restrizione dei finanziamenti. Mantenendo sistematicamente e simultaneamente attivi più rapporti di clientela, le aziende cercano di compensare eventuali richieste di rientro di una banca con l'incremento di esposizione presso un'altra. Anche dove non serva a questi fini, il multiaffidamento è comunque un sistema per tenere costantemente in concorrenza fra loro le banche, al fine di spuntare le condizioni economiche più favorevoli, almeno per quanto riguarda il finanziamento a breve termine.

Tuttavia, il fenomeno del multiaffidamento si accompagna oggi maggiormente alla presenza di una banca principale fra quelle che assistono l'impresa. Infatti, se è ancora vero che il 65% delle imprese ha almeno 5 banche e il 37% ne ha 7, emerge anche che oltre la metà attribuisce ad una fra queste un ruolo speciale, di riferimento, che si consolida nel tempo. Le imprese mostrano di apprezzare l'importanza della continuità della relazione con questa banca, nei confronti della quale riescono a stabilire il rapporto più completo e costruttivo.

Ma, come si diceva, se il rapporto banca-impresa è oggi sostanzialmente positivo in termini squisitamente creditizi, cessa di essere tale ampliando lo spettro di osservazione. I clienti delle banche denunciano l'alto costo dei servizi, accessori al credito o anche diversi, e ben nel 70% dei casi hanno manifestato un giudizio sfavorevole. A ciò si aggiunga, come rafforzativo, se ce ne fosse bisogno, che la metà delle imprese giudica questi prezzi non giustificati in rapporto alla qualità dei servizi sottostanti. Inoltre, le polemiche sul costo dei servizi bancari non si limitano alle imprese ma sono condotte anche dalla clientela di altro tipo, soprattutto quella privata, colpita particolarmente dall'incremento dei costi, forse anche più che dal loro livello assoluto. Ancora, la clientela imprese è fortemente critica sulla trasparenza delle condizioni e sulla lentezza dei processi bancari e proprio per questo, forse, il giudizio sulla relazione prezzo-qualità dei servizi è così severo.

Su questo punto merita spendere qualche parola. In effetti, il calo dei tassi di interesse ha determinato una modifica radicale della struttura dei ricavi delle banche, che rappresenta ovviamente la condizione speculare dei costi della clientela. Il calo dei proventi dai prestiti non è stato compensato pienamente dalla minore remunerazione della provvista, sia perché questa è quantitativamente inferiore agli impieghi, sia perché comunque lo *spread* fra i tassi è legato da una relazione positiva con il loro livello assoluto. Dunque, le banche hanno dovuto agire sulla leva delle tariffe dei servizi per compensare la riduzione di redditività che derivava dall'intermediazione creditizia e dagli investimenti mobiliari. Questo spiega le ragioni della manovra sui prezzi delle banche e giustifica la percezione in questo senso da parte delle imprese, ma non risolve certo il problema.

Sono dell'opinione che il confronto su questo tema sia difficile. Le imprese lamentano il vertiginoso aumento di alcuni costi; le banche muovono dalla constatazione che alcuni prezzi erano ingiustificatamente bassi, perché la remunerazione dei servizi proveniva anche dal margine di interesse. C'è del vero in entrambe le affermazioni. Ancora: le imprese chiedono che i prezzi siano determinati sulla base del costo di produzione; le banche sottolineano che in una struttura caratterizzata da prevalenti costi fissi e comuni la determinazione dei costi industriali è quasi impossibile o almeno molto discutibile se non arbitraria. Infine: le imprese criticano la qualità dei servizi; le banche lamentano che molti servizi di qualità non siano sfruttati da parte delle imprese. Questo punto di incomprensione è forse l'elemento centrale anche della indagine che qui presentiamo e pertanto torneremo più avanti su questo punto.

### *Il problema di Basilea 2*

Se già i mutamenti e le condizioni esposte non fossero bastanti a giustificare il difficile momento della finanza d'impresa, si aggiunga la complessità prospettica derivante dall'adozione dell'accordo di Basilea 2. Benché questa riforma si rivolga esclusivamente alle banche, è noto che produrrà effetti significativi anche nei confronti delle imprese finanziate, sia perché introdurrà nuovi e diversi coefficienti patrimoniali legati al

rischio dei prestiti, sia perché indurrà le banche a modificare, anche significativamente, il processo di valutazione dei fidi.

La prospettiva dell'adozione di Basilea 2 ha suscitato molti timori presso le imprese, soprattutto perché nelle prime versioni non differenziava il trattamento in base alla dimensione dei rischi e quindi risultava penalizzante nei confronti della maggior parte delle aziende italiane, notoriamente appartenenti in prevalenza alla classe delle piccole e medie e perfino a quella delle microimprese. Il testo finale dell'accordo ha introdotto diversi correttivi che mitigano notevolmente questo rischio, ma tuttavia ciò non è bastato a rimuovere del tutto le paure che si erano determinate.

Fra le diverse ricerche condotte sul tema del rapporto banca-impresa alla luce di Basilea 2, è interessante riprendere i risultati di quella svolta dalla Bnl, che produce evidenze molto significative: il 60% delle imprese ritiene di non essere adeguatamente preparato su questo tema e inoltre emerge che la maggior parte delle informazioni proviene dalla stampa (67%) mentre solo il 27% afferma di avere avuto informazioni dalla banca. Passando dal tema informativo a quelli più sostanziali, l'indagine rivela che l'87% delle imprese auspica un forte ruolo consulenziale da parte delle banche per affrontare Basilea 2, e comunque più della metà (62%) considera che, alla fine, la nuova disciplina produrrà una ricaduta sostanzialmente positiva nella relazione con le aziende di credito. Accanto a questi dati, come dire: in chiaroscuro, v'è però un elemento totalmente negativo: il 90% delle imprese intervistate dalla Bnl teme che Basilea 2 comporterà un aumento dei tassi di interesse.

Le stime quantitative più accreditate, basate su simulazioni dell'impatto dei nuovi coefficienti, mostrano una realtà diversa e molto più rassicurante. Lo studio di Unioncamere ha evidenziato quali, fra le piccole imprese, avranno un peggioramento dello *spread* per il rischio e ha misurato in oltre il 60% la quota di quelle che avranno un beneficio. Anche Prometeia valuta che con l'adozione dei nuovi criteri di ponderazione, alle imprese con fatturato compreso fra 5 e 50 milioni di euro sarà applicato un requisito patrimoniale più favorevole, e a quelle con fatturato inferiore a 5 milioni si applicherà un coefficiente del 7,4%, dunque più vantaggioso dell'8% attuale. Infine, lo stesso Comitato di Basilea, nel suo terzo studio

di impatto quantitativo, ha verificato e misurato il beneficio complessivo in termini di requisiti patrimoniali per il rischio di credito, sia per le imprese appartenenti al segmento *corporate*, sia e soprattutto per quelle del comparto *retail*.

La nostra indagine mostra evidenze leggermente diverse e sicuramente più tranquillizzanti. La maggior parte delle imprese afferma infatti di non aver ancora percepito effetti tangibili nel comportamento delle banche attribuibili a Basilea 2, ma anche qui emerge la differenziazione dimensionale: gli effetti sono stati percepiti da quasi la metà delle aziende di questa categoria e nel 20% di imprese che ha ricevuto richieste di maggiori informazioni ricadono quasi esclusivamente le aziende minori.

Dunque: tanto rumore per nulla? Certamente no. Combinando le indagini con la conoscenza diretta del fenomeno, è possibile trarre due conclusioni:

1. vi è stato un grave deficit di comunicazione che ha permesso il radicarsi di timori e di aspettative funeste. Risponde alla natura umana alimentare la paura quando si va incontro a fenomeni sconosciuti;
2. gli effetti sul costo e sulla disponibilità del credito alle imprese non possono essere definiti per grandi aggregati mentre è certo che vi sarà una polarizzazione delle conseguenze.

In particolare, se i sistemi di vaglio del merito di credito miglioreranno e se a essi sarà riferito sempre più direttamente il prezzo del credito, vi saranno molte imprese, le migliori, che vedranno forse addirittura migliorare le proprie condizioni, mentre per quelle più marginali, il costo del rischio diventerà più esplicito e più rilevante. Se questa fosse la conclusione effettiva, Basilea 2 avrebbe centrato il proprio obiettivo: approfondire lo scandaglio del rischio di credito e correlare ad esso sia il grado di capitalizzazione delle banche sia le condizioni economiche praticate alle imprese.

Alle imprese compete, in questa fase, dedicarsi alla preparazione di fronte a Basilea 2. Esse devono percepire che la nuova disciplina pone l'accento su alcuni aspetti che da tempo vengono segnalati come

importanti per essere apprezzati da finanziatori: la comunicazione della qualità dell'impresa, l'ordine contabile e la pulizia del bilancio, il grado di capitalizzazione. Il fatto che queste indicazioni siano soltanto la conferma delle raccomandazioni che la dottrina e la prassi da tempo fanno alle imprese, è a sua volta la prova che Basilea 2 non è nulla di rivoluzionario ma, semmai, codifica in modo più sistematico l'importanza di attenersi alle migliori regole per condurre il rapporto banca-impresa.

### *La richiesta delle imprese: fra servizio e consulenza*

Il gradimento manifestato dalle imprese nei confronti dei servizi proposti dalle banche mette in luce un elemento importante che può essere così sintetizzato: le imprese conoscono, utilizzano e, sostanzialmente, apprezzano i servizi transattivi, soprattutto il remote banking, mentre sono poco conosciuti i servizi di consulenza. Si pensi che meno del 50% delle imprese si è detta a conoscenza delle possibilità di supporto delle banche in materia di promozione e informazione commerciale, di penetrazione dei mercati, di gestione dei rischi. Addirittura soltanto il 20% delle imprese ha risposto di conoscere i servizi proposti dalle banche relativamente al capitale di rischio e alla finanza straordinaria.

Questo risultato fa emergere una discrasia fra le linee di tendenza delle imprese e delle banche. Mentre queste ultime si sforzano di spostare su un piano sempre più elevato e a maggior valore aggiunto la relazione con la clientela, le imprese proseguono a mostrare interesse soprattutto nei settori più tradizionali dell'offerta bancaria: il credito e i servizi di pagamento. Gradiscono e sfruttano le innovazioni di processo, sostanzialmente il *remote banking*, ma non sembrano essere attratte dalla innovazione di prodotto.

Naturalmente, quando c'è una divergenza di questo tipo, non si può negare che la ragione sta dalla parte della domanda. Anche se astrattamente l'offerta delle banche è suscettibile di rispondere a effettive esigenze delle imprese, se questa non riesce a tradursi nella richiesta di servizi concreti, significa che, come minimo, siamo di fronte a un problema di comunicazione della proposta. Certo, potrebbero esserci anche ragioni diverse, come per esempio il prezzo, ma il così scarso ricorso a tali

servizi indica inequivocabilmente che non attiva il flusso di prestazioni perché non si riesce a colpire l'interesse delle imprese. La conclusione è rafforzata da un altro punto: fra i fattori principali di scelta della banca da parte delle imprese *non* è indicata la sua capacità di offrire supporto in termini di consulenza. C'è materia per un'approfondita riflessione e per una domanda inquietante: chi fa la consulenza finanziaria all'impresa? Il commercialista, le finanziarie, sedicenti consulenti apprendisti stregoni?

### *Il rapporto banca impresa*

#### I problemi dal lato dell'impresa

L'indagine sui fabbisogni finanziari delle imprese pone in luce alcuni significativi punti cardine. In sintesi, emerge che le imprese hanno una funzione finanziaria "povera", nonostante l'evidenza che quelle che investono di più nella pianificazione ottengono performance finanziarie più favorevoli. Da qui scaturisce una domanda di servizi altrettanto "povera". Le imprese hanno una scarsa consapevolezza dei propri veri bisogni di servizi finanziari che fanno coincidere con i fabbisogni finanziari. Incentrano la relazione e il giudizio sulla relazione su elementi di base come le condizioni economiche immediate, il prezzo, la puntualità nello svolgimento del processo, e attribuiscono poco peso, forse addirittura nessuno, ad altri fattori a maggior valore aggiunto. L'assenza di una accurata pianificazione è ovviata dal multiaffidamento e dal sovraffidamento, atteggiamenti che tradiscono come la banca sia vista alla stregua di un fornitore *tout court*.

Questo modo di vedere la finanza e il rapporto con gli intermediari finanziari è certamente legittimo, ma stride con la capacità delle nostre imprese di tenere comportamenti molto più maturi, addirittura avanzati in altri ambiti della gestione. Le nostre imprese non investono nella finanza, non investono nella relazione di clientela con la banca, gli stessi imprenditori vedono la finanza come una funzione ancillare e non strategica, quando non addirittura una funzione ancillare ad altra funzione ancillare, quella amministrativa. Non dirò qui le ragioni per cui questa visione è da superare perché essa è il messaggio contenuto nella relazione del prof. Modena.

È utile però ricordare che da questa posizione non certo avanzata le imprese devono riscattarsi da sole, cercando di farsi permeare da una cultura della finanza che non sia certo il piegarsi ai dogmi della *finanza per la finanza* ma sia, correttamente, la *finanza al servizio dell'impresa*. L'apertura del capitale, l'adozione di modalità di gestione finanziaria più sofisticate, l'impiego di modelli di valutazione finanziaria come orientamento al fine della creazione di valore per gli azionisti, non sono un tributo da pagare alle banche ma sono atteggiamenti culturali che gioverebbe alle imprese adottare per favorire il proprio miglior successo competitivo in tutti i sensi.

### I problemi dal lato della banca

Le banche escono da questa indagine con un'immagine francamente poco bella. Appaiono sì come i soggetti che forniscono alle imprese il credito di cui abbisognano, a un prezzo comunque non reputato eccessivo, e già questo non era scontato! Ma sono fortemente criticate per tutto quanto esula da questo aspetto: sono giudicate lente nei processi e nelle decisioni, esose nelle tariffe sui servizi, opache nella formulazione e nella applicazione di tali tariffe. Di più, non appaiono come *partner* delle imprese, a differenza di quanto ogni intermediario afferma di aspirare; non riescono a trasmettere la propria volontà e capacità di fare consulenza. In altri termini, la banca viene vista ancora come un'azienda di servizi che oltre al credito espleta funzioni nell'ambito del sistema dei pagamenti. Ne consegue che è corretto portare la concorrenza sul piano dei prezzi piuttosto che su quello dei contenuti, giacché in una visione così piatta non c'è reale differenziazione fra una banca e l'altra.

Gli intermediari si trovano così costretti a giocare un ruolo che trovano stretto ma dalla cui morsa non riescono a divincolarsi. È vero che la banca di riferimento è eletta da tutte le imprese ed è vista come importante, come è vero che esiste una vera funzione di consulenza informale, ma il passo da qui alla esplicitazione di questo ruolo è troppo lungo per essere compiuto.

### Una sintesi

Il rapporto banca-impresa appare stretto fra bisogni latenti che generano una domanda inespressa e non pagante, e una *valute proposition* non comunicata o comunque non percepita. Gli sforzi delle banche di

costruire un nuovo e diverso rapporto con le imprese non sono coronati da successo, perché le imprese, di fatto, preferiscono conservare una relazione più di servizio che di *partnership*. In termini più scientifici, le banche non riescono nel loro tentativo di trasformare il *transaction banking* nel *relationship banking*. Ripeto: quando un'offerta non riesce a suscitare un'offerta pagante, il problema è sostanzialmente dal lato dell'offerta. La proposta delle banche è sbagliata o semplicemente non è comunicata nel modo giusto? Io credo che la proposta sia corretta ma che, al tempo stesso, non sia solo un problema di comunicazione ma anche di credibilità. In realtà, le imprese desidererebbero un rapporto di *partnership* con le banche, anche se non sono disposte a sacrificare granché in termini di prezzo e di costi. Tuttavia, conquistare la fiducia e la domanda di un'impresa relativamente a servizi a maggior valore aggiunto richiede da parte dell'intermediario di aver già ottenuto un riconoscimento pieno della sua capacità operativa, della sua attitudine a interpretare i bisogni della clientela e di saper rispondere in modo efficiente, rapido, efficace e innovativo. Ma questa credibilità non si può pretendere che nasca già sui servizi ad alto valore aggiunto: va conquistata quotidianamente nell'esperienza della relazione bancaria di base. L'assenza di questa verifica, insieme al superiore alone di credibilità di cui sono circondate, spiega anche perché le istituzioni finanziarie straniere siano spesso percepite molto meglio in termini di erogazione di servizi innovativi in particolare nell'area del capitale di rischio.

### *Il ruolo dell'associazione: una conferma*

Di fronte a questa discrasia, si apre uno spazio notevole di intervento per un'associazione di categoria. In primo luogo appare giustificatissimo l'investimento nel settore della finanza proprio perché esso risulta sottodimensionato all'interno delle singole imprese. Inoltre, si giustifica per la possibilità realizzare economie di scala a livello associativo e per la capacità di assicurare interventi di qualità che sarebbero più difficilmente accessibili alle singole imprese.

Nel momento della progettazione dell'indagine ci aspettavamo forse che emergessero singoli servizi finanziari che le imprese richiedevano e rispetto ai quali non trovavano risposta da parte delle banche o di altri

interlocutori. La realtà che emersa è diversa: non c'è un *deficit* di offerta rispetto a singole specifiche domande, ma c'è quello iato più profondo denunciato in precedenza. C'è un'offerta che non trova la sua domanda e ci sono esigenze non percepite che potrebbero essere soddisfatte.

L'analisi condotta ci ha portato a individuare due cause:

- a. le necessità non sono conosciute dalle stesse imprese (problema di cultura interno alle aziende);
- b. le proposte non sono correttamente portate alle imprese (problema di comunicazione da parte delle banche).

Certo, ci sono anche numerosi problemi sul versante degli intermediari finanziari, ma non è su questo fronte che un'associazione di categoria può intervenire se non con un'azione di denuncia e di segnalazione. In concreto, coerentemente con la diagnosi, essa può agire, ancor più che in passato, per far crescere la cultura finanziaria all'interno delle imprese, utilizzando ogni strumento a sua disposizione: la formazione, i modelli software, l'offerta di servizi di assistenza e di affiancamento, la proposta di interventi di verifica e di *check up* all'interno delle aziende. Puntofinanziario ha una consolidata e significativa esperienza in questo senso che si può ben qualificare di successo, maturata nel corso degli anni. L'indagine conferma che è indispensabile proseguire lungo questa strada, perché i risultati sono stati conseguiti ma evidentemente ancora molta strada deve essere percorsa.

Inoltre, la seconda pista è quella della funzione di raccordo fra gli intermediari finanziari e le imprese. Se offerta e domanda non si incontrano, e non c'è ancora un problema di prezzo, vi è sicuramente una difficoltà in termini di comunicazione, di conoscenza delle rispettive esigenze e capacità, un'incapacità di stabilire un corretto piano di confronto. L'associazione imprenditoriale può svolgere qui una funzione molto importante, sia nel veicolare, in modo imparziale, l'offerta degli intermediari, sia nel trasmettere loro input per la costruzione dell'offerta verso le imprese, orientando le scelte verso quelle che sono le necessità più vere e più sentite dalle imprese stesse. Anche in questo campo Puntofinanziario può vantare più di un successo, ma pure emerge che è importante proseguire ancora in questa direzione.

Ricerca

**“Il fabbisogno di servizi finanziari delle imprese bergamasche”**  
**La finanza come risorsa strategica dell’impresa**  
Intervento di Michele Modina

*Introduzione*

Si sta diffondendo l'idea che la finanza aziendale debba elevare il suo ruolo all'interno dell'impresa trasformandosi da attività operativa ad attività integrata con le altre funzioni per supportare la realizzazione degli obiettivi aziendali. Consapevoli di tale necessità, alcune imprese di successo hanno rivisto la funzione finanziaria a cui hanno riconosciuto la valenza di risorsa strategica per l'azienda.

Tuttavia, molto rimane ancora da fare soprattutto nel nostro paese dove persiste un atteggiamento non sempre favorevole nei confronti della finanza aziendale. Imprenditori e manager la considerano una funzione secondaria che deve soddisfare un solo obiettivo: raccogliere capitali quando si presentano opportunità di investimento. Alla finanza non è così riconosciuta la medesima importanza riservata, invece, a funzioni quali la produzione, la vendita e, in parte, la logistica.

La poca attenzione riservata a questo aspetto della gestione emerge anche dall'analisi del questionario sulla richiesta di servizi finanziari delle imprese bergamasche. La funzione finanziaria è relegata in secondo piano all'interno della struttura organizzativa aziendale. Spesso subordinata all'area amministrazione e controllo, essa non ha chiara visibilità e non partecipa in modo attivo al processo decisionale anche perché la sua attività è più orientata alle scelte del passato che al supporto alle decisioni sui futuri obiettivi dell'impresa. La finanza non è così trasversale alla vita aziendale e il suo ruolo sembra limitarsi alla raccolta di risorse finanziarie per soddisfare necessità contingenti.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Per un approfondimento sui risultati dell'indagine svolta sul fabbisogno finanziario delle imprese bergamasche, si rinvia al commento alle elaborazioni dei questionari curato dal Prof. Berti. In questo saggio sono tuttavia presenti diversi riferimenti all'indagine utili per meglio comprendere le considerazioni e riflessioni ivi contenute.

La diffidenza verso la finanza aziendale tende inoltre a crescere quando si introduce il tema della creazione di valore. Se, come vedremo, il principale obiettivo dell'impresa è la massimizzazione del valore dell'impresa e della ricchezza degli azionisti, le decisioni di investimento e di finanziamento, tipiche responsabilità del manager finanziario, diventano più importanti e delicate allo stesso tempo: la valutazione degli impieghi di capitale deve garantire che il rendimento del capitale investito sia superiore al suo costo opportunità rappresentato dal ritorno richiesto in investimenti alternativi di pari rischio. La selezione dei migliori investimenti e l'utilizzo della corretta struttura finanziaria, che tende a contenere il costo del capitale, sono così le determinanti che favoriscono l'incremento del valore complessivo dell'impresa.

Eppure, imprenditori e manager delle imprese italiane, soprattutto se di piccola-media dimensione e a conduzione familiare, non tengono nella dovuta considerazione il rendimento del capitale che non è posto tra gli obiettivi prioritari, come invece afferma la moderna teoria finanziaria, ma è visto come un effetto residuale della gestione aziendale.

Ma il generale diffidente atteggiamento degli imprenditori verso la finanza è completamente da biasimare? Non completamente.

Come annota Demattè (1999), il riluttante atteggiamento dell'imprenditoria nazionale (e bergamasca) non è da disapprovare se la minore attenzione alla finanza è compensata dal maggiore focus verso le attività che creano valore per i clienti, e che determinano il reale successo dell'impresa, quali il lancio di un nuovo prodotto, il miglioramento dei processi produttivi, l'implementazione della rete di vendita e così via. Allo stesso tempo, l'azione di biasimo non si esercita se il disinteresse serve ad arginare l'azione di coloro che vedono nella finanza, soprattutto quella creativa, uno strumento di arricchimento personale o una funzione, isolata dalla gestione caratteristica dell'impresa, destinata a generare profitti in via indipendente e autonoma.

L'attuale contesto economico e competitivo rende però pericoloso rinviare il riconoscimento della finanza come risorsa strategica dell'impresa. Non assegnarle i meritati quarti di nobiltà indebolisce la capacità dell'impresa italiana di sostenere il proprio posizionamento

strategico continuamente minacciato dalla trasformazione del quadro ambientale in cui globalizzazione, nuove tecnologie, evoluzione dei mercati finanziari, rischio e incertezza della gestione costituiscono le principali spinte al cambiamento.

Il riconoscimento deve prendere avvio con l'assegnare alla funzione finanziaria una posizione paritaria, e non subordinata alle altre storiche funzioni aziendali con le quali essa deve integrarsi e coordinarsi per conseguire gli obiettivi di lungo periodo dell'impresa. Continuare a sottovalutare (o, parallelamente, a sopravvalutare) il suo ruolo all'interno dell'organizzazione aziendale e rinviare l'intrapresa del processo virtuoso che rafforzi il legame tra finanza e strategia aziendale (altra attività spesso trascurata da molte, troppe imprese italiane) possono divenire un pericoloso punto di debolezza per l'impresa italiana. Ancora Demattè (1999) evidenzia chiaramente l'incombente pericolo: il rischio è che la nostra impresa, che già fatica a mantenersi competitiva sui prodotti nonostante l'impegno profuso nell'attività industriale e commerciale, si possa trovare in difficoltà, rispetto alle imprese concorrenti di altri paesi, per non essere riuscita ad acquisire la conoscenza finanziaria necessaria per proporsi con successo agli investitori e al mercato dei capitali.

Oggi, la conoscenza finanziaria non si limita all'area finanza dell'impresa. L'imprenditore attento ai cambiamenti ambientali deve sempre più considerare quali implicazioni di natura finanziaria derivano dalle decisioni che vengono prese a tutti i livelli della struttura aziendale. E' in tale prospettiva che la gestione finanziaria diventa parte integrante del business divenendo funzione trasversale e permeata nella vita aziendale.

Questo contributo si propone di illustrare come la finanza possa divenire una risorsa strategica per l'impresa capace di "dialogare" con tutte le aree funzionali dell'impresa. Il par. 1 presenta alcune chiavi di lettura della finanza aziendale attraverso la comprensione dell'obiettivo primario che l'impresa è chiamata a raggiungere. Il par. 2 offre e commenta alcuni fatti e dati della struttura finanziaria delle imprese italiane cercando di cogliere i riflessi sulla loro crescita. Dopo avere compreso l'importanza che le scelte finanziarie comportano sul processo di sviluppo dell'impresa, il paragrafo 3 cerca di delineare il nuovo ruolo della finanza nella strategia di impresa presentando i principi guida del processo virtuoso che stimola

l'agire in simbiosi di strategia e finanza. Il par. 4 presenta alcune riflessioni conclusive.

### *1. Le chiavi di lettura della finanza aziendale*

La finanza è una disciplina relativamente giovane. Nella sua forma moderna, la nascita è fatta risalire agli anni cinquanta dello scorso secolo. Nonostante la sua giovane vita, molte sono state le trasformazioni che questa disciplina ha vissuto e notevole è stato l'interesse che è riuscita ad attirare sia a livello accademico che professionale.

In accademia, gli studi di Markowitz (1952) sulla teoria della selezione del portafoglio, i contributi di Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) sulla determinazione del costo del capitale con la costruzione del modello del CAPM, la teoria di Modigliani e Miller (1961) sulla struttura del capitale e quella di Fama (1970) sull'efficienza dei mercati, la determinazione del prezzo delle opzioni nella formula di Black-Scholes-Merton sono alcuni, tra i tanti, lavori di studiosi che hanno segnato la storia e l'evoluzione della finanza.<sup>2</sup>

Anche la prassi professionale ha seguito un percorso di sviluppo parallelo a quello vissuto dagli studi accademici soprattutto nei paesi anglosassoni. Se all'inizio la funzione finanziaria era di fatto subordinata a quella amministrativa, nel corso del tempo essa ha assunto una graduale autonomia allargando il proprio raggio di azione: al compito di gestire la liquidità (ovvero la dinamica degli incassi e dei pagamenti) e la tesoreria, si è affiancato il compito di raccogliere e amministrare le risorse finanziarie necessarie per sostenere gli investimenti nel rispetto del profilo di rischio dell'impresa e alle migliori condizioni economiche possibili. Successivamente, l'attività di raccolta dei fondi è stata affiancata dalla valutazione e gestione dell'attività di investimento rendendo così il ruolo della funzione finanziaria più articolato e complesso.

Nel corso degli anni il ruolo della finanza d'azienda si è così evoluto quale risposta ai cambiamenti ambientali che hanno caratterizzato lo

---

<sup>2</sup> Un'interessante e arguta lettura della storia della finanza è contenuta in Miller (1999).

scenario economico e competitivo.<sup>3</sup>

Oggi, le responsabilità del manager finanziario sono principalmente due: individuare gli investimenti in cui è conveniente investire (decisione di investimento) e scegliere il corretto mix di risorse finanziarie (decisione di finanziamento). L'impiego delle risorse e la ricerca dell'ottimale composizione delle fonti di finanziamento sono attività che impegnano le divisioni finanziarie delle imprese di tutto il mondo. I manager finanziari sono chiamati ad affrontare quotidianamente temi quali la valutazione di investimenti e di aziende, la corretta gestione dei flussi di capitale circolante, il controllo della dinamica dei flussi monetari e, sul fronte del passivo, la determinazione della corretta quota di debito, la minimizzazione del costo del capitale, il miglioramento della posizione finanziaria netta.

Al fine di allocare in modo efficace il capitale, l'impresa deve investire in progetti con un tasso di rendimento superiore al tasso di rendimento (*hurdle rate*) minimo accettabile. Come evidenzia Damodaran (2004), l'*hurdle rate* deve essere più alto per i progetti più rischiosi e riflettere il mix di risorse finanziarie utilizzate (capitale di rischio e capitale di debito). Il ritorno sui progetti deve essere misurato sulla base dei flussi di cassa (e non di reddito) generati e sulla loro distribuzione temporale; inoltre, devono essere considerati gli effetti sia positivi che negativi dei progetti.

Nelle selezione e raccolta delle risorse, il manager finanziario deve sviluppare la capacità di reperire le fonti di finanziamento in grado di minimizzare il costo del capitale e garantire il mantenimento dell'equilibrio patrimoniale e finanziario, ovvero fare sì che le risorse raccolte siano coerenti, per entità e scadenza temporale, con l'attivo da finanziare. Qualora l'impiego del capitale non generi rendimenti superiori al suo costo, è preferibile restituire i denari ai proprietari dell'azienda attraverso la distribuzione di dividendi oppure l'acquisto di azioni proprie (la scelta tra le due forme dipende dalle caratteristiche degli azionisti).

---

<sup>3</sup> L'evoluzione della finanza in relazione al contesto storico e ambientale è presentata, tra gli altri, da Dematte (1988) e Dallochio (1994).

La combinazione tra scelta dei migliori investimenti, utilizzo della corretta struttura finanziaria e ottimale politica di reinvestimento costituisce il presupposto per la creazione di valore economico, ossia della massimizzazione del suo valore indicata dalla recente teoria finanziaria come primario obiettivo dell'impresa.<sup>4</sup>

Per la teoria finanziaria, chi prende decisioni deve essere guidato da un unico obiettivo: massimizzare il valore dell'impresa da cui deriva la massimizzazione della ricchezza degli azionisti. Quando l'impresa è quotata e i mercati finanziari sono efficienti, la creazione della ricchezza degli azionisti passa attraverso l'incremento del valore delle azioni. Tutti gli altri obiettivi dell'impresa sono veicoli che guidano la massimizzazione del suo valore o che operano come agenti costrittivi sulla creazione di valore.<sup>5</sup>

Nonostante il favore attribuito, la teoria della creazione di valore economico non è immune da critiche prima fra tutte quella che sottolinea come alla vita aziendale partecipino diversi stakeholders (dipendenti, clienti, fornitori, finanziatori) e non solo gli azionisti. Considerata la molteplicità degli stakeholders, per quale motivo l'obiettivo dell'impresa deve limitarsi alla massimizzazione degli interessi di una sola categoria? In altri termini, cosa giustifica la supremazia degli azionisti? Diversi argomenti considerano inamovibile il predominio degli azionisti nel guidare gli obiettivi aziendali.<sup>6</sup>

Per esempio, secondo la “contractual theory” tutti coloro che hanno un interesse in organizzazioni che operano in un ambiente competitivo cercano di limitare il rischio e, quindi, si accontentano di rendimenti

---

<sup>4</sup> La massimizzazione del valore dell'impresa quale primario obiettivo dell'impresa costituisce il principio-guida di tutti i principali manuali di finanza aziendale. Brealey e Myers (2003): "Il successo è di solito giudicato dal valore ... Il segreto del successo della gestione finanziaria (financial management) è creare valore"; Brigham ed Ehrhardt (2004), "In questo libro l'assunzione di base è che il primario obiettivo dell'impresa sia la massimizzazione della ricchezza degli azionisti che si traduce nella massimizzazione del prezzo delle azioni".

<sup>5</sup> Le imprese possono massimizzare altre funzioni obiettivo quali l'utilità, i rendimenti attesi, la dimensione, le quote di mercato e così via. Secondo Damodaran (2004), ciò che è importante ricordare è che tutti gli obiettivi sopra ricordati sono funzioni obiettivo intermedie per due ragioni identiche e opposte. Essi sono funzionali se correlati con il benessere di lungo termine dell'impresa e quindi con il suo valore; quando non lo sono, l'impresa entra in una crisi irreversibile.

<sup>6</sup> Per un approfondimento, si veda Arnold e Davies (2000), p. 9

predefiniti: i finanziatori si accontentano di un dato tasso, i fornitori “spuntano” un determinato prezzo a prescindere dal mark-up dell’acquirente e così via.

L’unica categoria che non ha nessuna garanzia è quella degli azionisti. Nel caso in cui l’impresa in cui hanno investito dovesse entrare in crisi, essi rischiano di perdere l’intero investimento. Pertanto, secondo la teoria in oggetto è logico che agli azionisti spetti tutto il surplus dell’investimento dopo che sono stati soddisfatti tutti coloro con rischio e *pay-off* limitato.

Una seconda, ma non meno importante, critica pone in luce che il principio della massimizzazione del valore richiede l'adozione di comportamenti virtuosi perché possa trovare applicazione nel mondo delle imprese. Come i recenti scandali aziendali testimoniano, la teoria alla base della moderna finanza aziendale è seriamente messa in discussione se si avvera una delle seguenti condizioni:<sup>7</sup> (i) gli interessi di chi prende le decisioni sono in conflitto con gli interessi degli azionisti: questo avviene quando nell’impresa

proprietà e controllo sono separati, e i manager prendono decisioni che non favoriscono l’incremento della ricchezza degli azionisti (problema dei costi di agenzia); (ii) i finanziatori (banche, obbligazionisti) non sono adeguatamente protetti; (iii) i mercati finanziari non sono efficienti e, di conseguenza, il prezzo delle azioni non riflette l’effettivo valore dell’impresa; (iv) significativi costi sociali possono determinarsi come conseguenza della massimizzazione del prezzo delle azioni.

Alle critiche mosse, i sostenitori della teoria del valore rispondono che è possibile trovare soluzioni in grado di limitare gli effetti distorsivi prodotti dal mercato. Per esempio, scegliere nuovi meccanismi di corporate governance o ridurre i potenziali conflitti facendo sì che i manager e i dipendenti diventino azionisti della società oppure rafforzando l’impegno a fornire informazioni corrette e tempestive ai mercati finanziari.

---

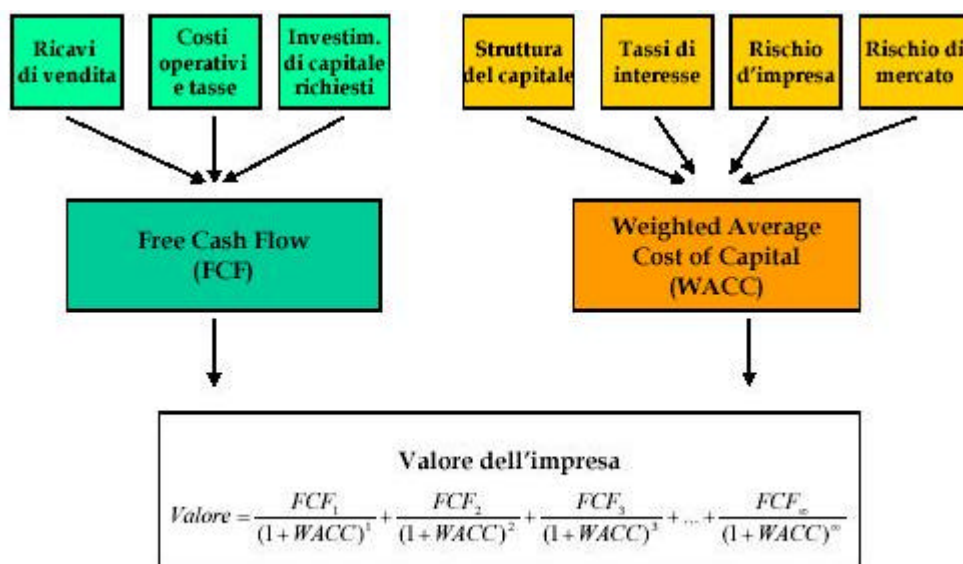
<sup>7</sup> Cfr. Damodaran (2004)

Nonostante la teoria del valore non abbia risolto interamente i dubbi sulla sua validità, per la moderna finanza d'impresa la massimizzazione del valore rimane il primario obiettivo dell'impresa.

Ne consegue che chi è chiamato a prendere decisioni all'interno dell'azienda deve massimizzare una funzione obiettivo: accrescere la ricchezza degli azionisti prendendo, per le imprese quotate, i prezzi delle azioni come parametro di riferimento.

Se così è, quali sono le azioni che il manager finanziario può intraprendere per realizzare questo obiettivo? Per dare una risposta, è bene ricordare che per la teoria finanziaria il valore dell'impresa è strettamente correlato alla capacità di generare, ora e nel futuro, positivi flussi di cassa. La figura 1 illustra le variabili chiave che determinano il valore dell'impresa: i flussi di cassa liberi (*free cash flow* - FCF) e il costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital* - WACC).

Figura 1: Le determinanti del valore dell'impresa



Fonte: Brigham, Ehrhardt (2005)

Nel corso della sua vita, l'impresa genera ricavi, sostiene i costi operativi e paga le tasse ed effettua gli investimenti in attivo circolante e fisso per sostenere la sua crescita. Il risultato della somma algebrica delle tre variabili produce i *free cash flow*, ovvero i flussi disponibili per essere

distribuiti agli investitori. Il costo medio ponderato del capitale, ovvero il rischio totale che incombe sulla generazione dei flussi finanziari, è a sua volta determinato da quattro variabili: la struttura del capitale, il rischio operativo dell'impresa, il livello generale dei tassi di interesse e il rendimento richiesto dal mercato. L'attualizzazione dei flussi di cassa futuri (*free cash flow*) al costo del capitale determina il valore dell'impresa.

Il manager finanziario ricopre un importante ruolo, non solo di natura operativa, sia nel guidare la corretta generazione dei flussi di cassa che nella determinazione del costo del capitale.

Per elevare la generazione dei free cash flow, l'impresa può intraprendere diverse azioni. Per esempio, sul fronte dei ricavi, può aumentare le vendite grazie all'entrata in nuovi mercati o al lancio di nuovi prodotti; sul fronte dei costi operativi, può ridurre i costi di produzione attraverso il miglioramento del processo di fornitura (*supply chain management*) o, al ricorso, all'outsourcing; sul fronte degli investimenti, può contenere il livello delle rimanenze grazie all'adozione di sistemi di *just-in-time* o ridurre l'attivo fisso ricorrendo a operazioni di spin-off immobiliare. Tutte le azioni richiedono un'attiva partecipazione delle funzioni aziendali (produzione, logistica, marketing, ...).

Il ruolo del manager finanziario è dimostrare e fare capire agli altri responsabili come le loro azioni influenzino la capacità di generare i flussi di cassa grazie all'accurata attività di pianificazione finanziaria di breve e lungo periodo.

Le decisioni sulla struttura del capitale (*quale mix tra debito e patrimonio? che tipo di debito contrarre? quali azioni emettere?*) e sulla politica dei dividendi (*quale percentuale di utili deve essere trattenuta e reinvestita? quale livello dei dividendi?*) sono le leve che il responsabile finanziario può muovere per opera attivamente sulla minimizzazione del costo del capitale a cui si affianca il monitoraggio dei rischi operativi e di mercato (attività di risk management).

Il ruolo della funzione finanziaria si fa sempre più complesso e integrato con le varie funzioni aziendali. Prima di approfondire il nuovo ruolo della finanza di impresa e la necessità del più stretto legame tra finanza e strategia, pare opportuno osservare lo stato dell'arte della finanza

nelle imprese italiane attraverso la conoscenza empirica della struttura finanziaria delle imprese italiane e i riflessi sulla crescita e sulle performance.

## *2. La struttura finanziaria delle imprese italiane e i riflessi sulla crescita*

La struttura finanziaria delle imprese è un fondamentale aspetto della gestione finanziaria dato che essa può produrre riflessi non solo sul valore dell'impresa, ma anche sulla sua crescita e sulla sua capacità di reddito. La struttura finanziaria può essere così punto di forza o di debolezza dell'impresa e, pertanto, gioca un ruolo di rilievo della determinazione del suo equilibrio di lungo e di breve periodo influenzando, per esempio, le scelte di investimento e agendo come acceleratore o freno della ripresa economica.

Un recente studio di Unicredit (2004), che ha esaminato le caratteristiche della struttura finanziaria delle imprese italiane attraverso il confronto con imprese di altri paesi europei, pone in rilievo tre elementi caratteristici: le imprese italiane sono molto indebitate, presentano una forte dipendenza dal credito bancario e hanno una struttura del debito sbilanciata verso le forme a breve termine. <sup>8</sup>

L'evidenza empirica rileva così che la struttura finanziaria costituisce un punto di debolezza dell'impresa italiana nell'attuale contesto economico e competitivo caratterizzato da bassi tassi di interesse e da crescenti difficoltà nel generare adeguati livelli di redditività operativa.

---

<sup>8</sup> I dati che supportano i risultati del confronto sono abbastanza eloquenti: (i) il rapporto tra debiti e patrimonio a fine 2002 per le imprese manifatturiere italiane era di 2,2 contro l'1,6 delle imprese francesi e tedesche e l'1,3 di quelle spagnole; (ii) il peso del debito bancario sul debito totale è pari a circa il 30% nelle imprese italiane contro una media del 15% delle imprese degli altri paesi europei; (iii) il debito bancario delle imprese italiane è fortemente sbilanciato verso le forme di breve termine (circa il 66%): l'incidenza del debito bancario a breve sul debito bancario totale è invece pari al 38,8% in Francia e al 54% in Germania e Spagna. Cfr. Unicredit (2004a).

Quattro sono i pericoli: (i) a parità di redditività operativa, il maggiore ricorso al debito, soprattutto quello di breve termine, espone maggiormente le imprese italiane al rischio di variazioni in aumento dei tassi di interesse; (ii) il più forte ricorso alla leva finanziaria amplifica la volatilità dell'utile netto se i risultati operativi dovessero diminuire (anche nell'ipotesi di immobilità dei tassi di interesse); (iii) lo sbilanciamento verso le forme di debito a breve, e il conseguente minore peso del debito a medio-lungo termine, fa desumere che anche la composizione dell'attivo presenti una maggiore incidenza delle forme a breve; (iv) l'indebitamento bancario pare essere giunto a livelli di saturazione.

La presenza delle prime due condizioni fa sì che le imprese italiane siano considerate più rischiose dagli investitori e dal mercato dei capitali: quale conseguenza, l'accesso delle imprese italiane ai mercati mobiliari o l'apertura a investitori istituzionali può essere più difficile o avvenire a condizioni economiche meno vantaggiose.

La terza condizione può rappresentare un vincolo allo sviluppo delle imprese, aspetto che verrà approfondito successivamente. Infine, il forte peso del debito bancario può condurre a fenomeni di razionamento del credito se il merito creditizio delle imprese dovesse peggiorare.<sup>9</sup>

Il forte stock di indebitamento e la dipendenza dal credito bancario assumono tratti più marcati nelle imprese di piccola-media dimensione:

- il rapporto tra debiti finanziari e capitale investito presenta un valore medio del 60,4% per le imprese con ricavi fino a 10 milioni di euro superiore di 6 punti percentuali al valore delle imprese con fatturato superiore a 10 milioni di euro;<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Dall'indagine sul fabbisogno di servizi finanziarie delle imprese bergamasche, non emerge la presenza di condizioni che possano determinare il fenomeno di razionamento del credito o il peggioramento della qualità delle relazioni di clientela tra banca e impresa, anche se le imprese più piccole sembrano vivere una situazione un po' più difficile. Infatti, solo il 12% delle imprese intervistate (e di queste, il 67% sono piccole) ha indicato di avere ricevuto dal sistema bancario rifiuti all'ampliamento dei fidi o richieste di rientro. Tuttavia, ed è questo il dato che attira la nostra attenzione, le motivazioni alla base del rifiuto sono, nel 70% dei casi, l'eccessivo livello di indebitamento e, per il rimanente 30%, il non positivo andamento economico. La percezione della banca dell'incapacità dell'impresa di adempiere al servizio del debito per difficoltà di rimborso (eccesso di debito) o di reddito (peggioramento della redditività operativa) determina al momento l'eventuale razionamento del credito più che l'entrata in vigore delle nuove regole sulla valutazione del merito creditizio.

- l'incidenza del debito bancario sul debito totale pesa nelle imprese di minore dimensione per il 25,9% (dati 2000), una percentuale doppia rispetto al 13,8% che si registra per i gruppi di maggiori dimensioni. Negli ultimi anni il peso del debito bancario si è ridotto in modo sensibile nelle aziende più grandi e solo in misura marginale in quelle più piccole;<sup>11</sup>
- anche l'osservazione dell'andamento del rapporto tra debiti bancari e fatturato evidenzia il maggiore ricorso al credito delle imprese di minori dimensioni: le piccole imprese italiane hanno un'incidenza dei debiti bancari sul fatturato superiore a quella delle imprese medie e grandi e che negli anni novanta è cresciuto il loro ricorso al credito bancario.<sup>12</sup>

Le evidenze empiriche sembrano così indicare che la ragione del maggiore indebitamento risieda nella struttura dimensionale dell'impresa italiana. Tuttavia, la variabile dimensionale spiega solo in parte la ragione della più alta incidenza del debito nelle imprese italiane. Rifacendosi ai modelli teorici della *trade-off theory* e della *pecking order theory*,<sup>13</sup> l'analisi empirica di Unicredit mostra che altri tre fattori sembrano suggerire le ragioni dell'indebitamento delle imprese italiane: (1) la leva fiscale, (2) i costi di fallimento, (3) la capacità di autofinanziamento.

---

10 Cfr. Unicredit (2004), p. 13. Il maggiore indebitamento è in parte legato alla minore capacità delle imprese minori di generare flussi di cassa in relazione all'attivo e probabilmente alle diverse esigenze di finanziamento nelle fasi del ciclo di vita dell'impresa (più l'impresa è giovane, più forte è il ricorso al debito visto le minori capacità di generare flussi di cassa).

11 Cfr. lo studio Isae (2003) sui vincoli finanziari allo sviluppo delle Pmi.

12 Cfr. Confindustria (2003) citato in *Il Sole 24 Ore* (2003), *Mercato finanziario, il sogno proibito*, 29 settembre. Nel periodo 2000-2001 le piccole imprese italiane hanno avuto debiti bancari pari in media al 26,9% del fatturato, quelle medie pari al 23,4% e quelle grandi pari al 18 per cento. Rispetto alla media 1988-1991 le società maggiori hanno molto ridotto il ricorso al debito (nel 1988-91 pari al 22,7% dei ricavi), quelle medie mostrano un dato sostanzialmente inalterata (23,6%) e le piccole hanno aumentato la richiesta di credito (24%). Il confronto internazionale sottolinea il peso dell'indebitamento bancario della pmi italiana: nel biennio 2000-2001 il peso dei debiti verso le banche è stato pari all'8,5% del fatturato per le piccole imprese francesi, al 19,9% per quelle spagnole e al 9,5% per quelle americane.

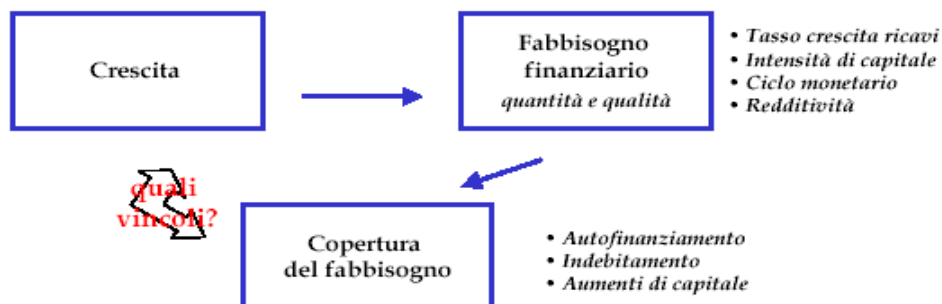
13 Secondo la *trade-off theory* (TO) i benefici e i costi dell'indebitamento determinano la struttura finanziaria dell'impresa. Il debito è vantaggioso perché gli interessi sono deducibili fiscalmente; allo stesso tempo però, il debito comporta rischi associati agli attuali e potenziali costi di fallimento. Secondo la TO, la struttura del capitale ottimale dell'impresa deve cercare di bilanciare i due effetti. La *pecking order theory* (PO) pone l'accento sull'esistenza di asimmetrie informative da cui deriva la gerarchia delle fonti di finanziamento. L'impresa prima utilizza le risorse interne, poi il debito e, quando questa fonte tende ad esaurirsi, ricorre al capitale di rischio emettendo azioni privilegiate e poi ordinarie. Nella realtà, il comportamento delle imprese oscilla tra gli enunciati delle due teorie.

1. La possibilità di dedurre fiscalmente gli oneri finanziari rende meno oneroso e più conveniente il ricorso al debito piuttosto che al capitale di rischio. Pertanto, incentivi alla patrimonializzazione delle imprese hanno l'effetto di ridurre il grado di leverage.
2. I costi di fallimento: più alti (bassi) sono i costi di fallimento (costi diretti della procedura, costo per gli azionisti, costi di perdita di reputazione dei manager), minore (maggiore) è il ricorso al leverage finanziario.
3. La capacità di autofinanziamento: la presenza di simmetrie informative rende più oneroso il costo di fonti di finanziamento alternative. Pertanto, quando l'attività di investimento richiede risorse superiori alla capacità di autofinanziamento, l'impresa ricorre al debito e, solo se necessario, al capitale di rischio.

Nel complesso, la debole struttura finanziaria delle imprese italiane dovuta alla forte incidenza del debito, soprattutto bancario e a breve termine, e alla bassa patrimonializzazione produce negativi riflessi sul processo di crescita dell'impresa e sulla sua capacità di generare positivi risultati economici.

L'esistenza di una relazione tra crescita dell'impresa e vincoli finanziari è rappresentata nella figura sottostante. La crescita dell'impresa, approssimata dal tasso di crescita dell'attivo, determina un incremento quantitativo e qualitativo del fabbisogno finanziario, ovvero delle quantità di risorse necessarie per sostenere i progetti di investimento. L'entità e la composizione del fabbisogno finanziario dipendono dal tasso di crescita dei ricavi, dal ciclo monetario, dall'intensità di capitale e dalla capacità di reddito dell'impresa.

Figura 2: La relazione tra crescita e fabbisogno finanziario



Come raffigurato, la copertura del fabbisogno delle imprese italiane passa principalmente attraverso l'autofinanziamento e il debito, soprattutto di natura bancaria. Il capitale di rischio ha un ruolo solo marginale a causa di limiti strutturali che frenano il ricorso al mercato mobiliare (presenza di assetti proprietari chiusi, ritardi evolutivi del mercato mobiliare - anche se ora pressoché superati, modesta presenza di investitori specializzati nell'offerta di capitale di rischio).

In tali condizioni, la crescita dell'impresa può trovare due ostacoli: le limitate capacità di autofinanziamento e la saturazione del debito. In altri termini, se la capacità di generare flussi di cassa rallenta per difficoltà dell'impresa o di mercato, la crescita è sostenuta ricorrendo a fonti di debito. Allo stesso tempo, se l'indebitamento raggiunge livelli di guardia, l'impresa può crescere solo nei limiti del tasso di autofinanziamento.

Come evidenziato nell'esame delle caratteristiche della struttura finanziaria delle imprese italiane, lo sviluppo dell'impresa italiana è stato sostenuto dal forte ricorso al debito e dalle capacità di autofinanziamento. Ma è possibile continuare ancora su questa strada o le imprese iniziano a incontrare ostacoli di natura finanziaria nel proprio processo di crescita?

Crescere come avvenuto fino a oggi sembra sempre più difficile per due primarie ragioni: 1) il ricorso al credito bancario è meno agevole anche alla luce della nuova normativa sulla valutazione del merito creditizio (i.e., Nuovo Accordo di Basilea); 2) la gestione caratteristica dell'impresa non sembra più in grado di reggere dosi aggiuntive di debito

(e fatica a generare risultati economici positivi). Tale fenomeno è rappresentato dal rapporto "EBIT/OF":<sup>14</sup> il primo rappresenta il risultato operativo dell'impresa prima delle imposte e delle tasse, il secondo è la variabile che riassume il risultato della gestione finanziaria. Più il valore del rapporto è maggiore di 1, più l'impresa può sostenere nuovi volumi di debito senza peggiorare il proprio equilibrio finanziario.

Oggi, sull'impresa italiana incombono minacce che interessano entrambi le variabili del rapporto: l'EBIT è minacciato dalla riduzione dei volumi di vendita e dalla pressione competitiva sui prezzi e sui costi operativi; gli oneri finanziari rischiano di aumentare per effetto dell'elevato stock di debito e del possibile innalzamento del livello generale dei tassi di interesse. L'effetto congiunto dei due fenomeni produce la diminuzione del valore EBIT/OF, che rischia pericolosamente di avvicinarsi ai limiti (>2) che indicano l'esistenza di situazioni di rischio dell'impresa e di precario equilibrio finanziario.

Se così è, i vincoli finanziari alla crescita sono un pericolo imminente soprattutto per le imprese poco patrimonializzate e di dimensione minore. La modesta capitalizzazione non è in grado di sostituirsi all'autofinanziamento e al debito limitando così le possibilità di sviluppo dell'impresa.<sup>15</sup>

Allo stesso tempo, l'esistenza di vincoli finanziari tende a limitare gli investimenti di più alto valore (quali quelli in ricerca & sviluppo), ma che hanno un ritorno più incerto o protratto nel tempo.

---

<sup>14</sup> L'EBIT (Earning Before Interest and Taxes) è il risultato operativo al netto degli oneri finanziari e delle tasse; OF (Oneri finanziari) rappresentano il saldo della gestione finanziaria (proventi finanziari - oneri finanziari).

<sup>15</sup> I risultati della ricerca di Unicredit (2004b) suggeriscono che al crescere del grado di patrimonializzazione aumenta il tasso di crescita delle imprese. L'importanza di adeguati livelli di patrimonializzazione assume maggiore importanza per le imprese di medie dimensioni che sembrano maggiormente soffrire dell'esistenza di vincoli finanziari alla crescita. La ragione di tale situazione deriva dalla quantità degli investimenti realizzati nelle diverse fasce dimensionali dell'impresa: le imprese più piccole effettuano investimenti di consistenza non elevata che possono essere sostenuti dal patrimonio personale della ricchezza o dal credito bancario accompagnato da garanzie reali o personali. Nelle imprese di medie dimensioni la politica degli investimenti è più consistente e, quindi il ricorso a garanzie e patrimonio personale non è più sufficiente a sostenere il processo di crescita che richiede così l'aumento delle risorse investite in azienda sotto forma di capitale di rischio. Per un approfondimento si veda anche ISAE (2003).

Ne consegue che la mancanza di siffatti investimenti attenua la capacità dell'impresa di creare il vantaggio competitivo sostenibile nel tempo e quindi influenza negativamente le performance di lungo periodo dell'impresa. In altri termini, la debolezza della struttura del capitale delle imprese condiziona il livello quantitativo e qualitativo degli investimenti; l'impresa investe meno e, quando investe, lo fa penalizzando gli investimenti con profilo di rischio rendimento più elevato (investimenti in IT, R&S).

Nel nostro paese, caratterizzato dalla presenza di imprese di piccola/media dimensione fortemente indebitate, la struttura finanziaria produce significativi riflessi sulle scelte decisionali dell'impresa e ne condiziona il suo processo di crescita.

Tale circostanza rende così ancora più attuale la consapevolezza dell'importanza di una corretta composizione delle fonti di finanziamento che passa necessariamente attraverso la revisione del ruolo della finanza d'impresa.<sup>16</sup>

E' così necessario considerare la funzione finanziaria come risorsa strategica che contribuisca attivamente alla determinazione dell'adeguato posizionamento strategico e competitivo delle imprese italiane.

### *3. Il nuovo ruolo della finanza nella strategia di impresa*

La debole struttura finanziaria delle imprese italiane e i cambiamenti del contesto ambientale in cui l'impresa opera sono le ragioni che spingono il profondo ripensamento del ruolo della finanza aziendale. Se la funzione finanziaria continua a rimanere trascurata e poco integrata con le altre aree di business, per l'impresa diventa più difficile rafforzare il proprio posizionamento di mercato.

---

<sup>16</sup> Al riguardo, pare curioso, e preoccupante, notare come solo una esigua minoranza degli imprenditori bergamaschi consideri la struttura del capitale un aspetto della gestione finanziaria meritevole della giusta attenzione. Solo il 16% degli intervistati dichiara infatti di conoscere il servizio di consulenza relativo alla struttura finanziaria e, tra questi, solo il 25%, ovvero il 4% del campione (!), ne fa utilizzo.

Questo vale sia per le imprese di successo che per le imprese che stanno vivendo momenti di difficoltà. Le prime devono proseguire nel proprio processo di sviluppo attraverso la crescita per linee interne o esterne (operazioni di acquisizione, stipula di accordi e alleanze strategiche).

L'intrapresa di progetti di crescita impegna ingenti capitali in investimenti che presentano flussi in entrata e in uscita caratterizzati da forte divario temporale ed elevata incertezza. Poiché il profilo di rischio-rendimento dell'investimento è alto, l'impresa deve pianificare in modo accurato la dinamica dei flussi costruendo scenari alternativi che devono essere sottoposti all'esame di situazioni di stress.

Ugualmente, le imprese che soffrono perdite economiche o tensioni di liquidità devono prevedere la consistenza e l'evoluzione de futuri flussi finanziari pena il rischio di uscire dal mercato.

In entrambi i casi, il fabbisogno finanziario è consistente, presenta alti rischi e la sua dinamica è incerta; per la sua copertura il debito bancario e il patrimonio personale dell'imprenditore possono non essere più sufficienti. L'apertura verso il mercato e la ricerca di investitori professionali o privati interessati a finanziarie lo sviluppo o la ristrutturazione dell'impresa diventano così un'opzione da valutare con attenzione. La raccolta di capitale di rischio, così come la ricomposizione del debito, richiedono però che il progetto d'impresa sia ben strutturato, correttamente presentato e orientato alla creazione di valore, ovvero capace di offrire un rendimento superiore al costo rappresentato dal rischio intrinseco del progetto. In altri termini, il progetto deve fare proprie le finalità tipiche della disciplina finanziaria: massimizzare il valore degli azionisti; supportare i manager operativi verificando che il loro operato sia coerente con gli obiettivi aziendale; misurare, controllare e gestire il profilo di rischio dell'impresa. Nel nuovo contesto competitivo, l'elemento di novità risiede nel fatto che la responsabilità di tali azioni non è confinata ai margini o essere di esclusiva competenza del manager finanziario, ma deve interessare, con vari livelli di coinvolgimento, tutte le altre funzioni aziendali. Come già ricordato, ogni decisione presa in azienda ha implicazioni finanziarie; di converso, i risultati dell'attività finanziaria sono strettamente legati alle scelte strategiche e operative dell'impresa.

L'evoluzione delle esigenze dell'impresa unito al cambiamento delle condizioni ambientali e competitive richiedono il passaggio della gestione finanziaria da attività secondaria a risorsa strategica dell'impresa. La finanza deve assumere un effettivo ruolo di supporto alle decisioni aziendali e legarsi sempre più alla strategia d'impresa con la quale condivide il raggiungimento degli obiettivi aziendali. Deve così cambiare fisionomia: muoversi dall'essere orientata solamente verso l'interno, fortemente manuale e isolata dal resto dell'organizzazione aziendale per divenire integrata con l'attività aziendale per fare sì che le sue competenze, i suoi processi e le sue funzioni siano di supporto alle scelte aziendali.

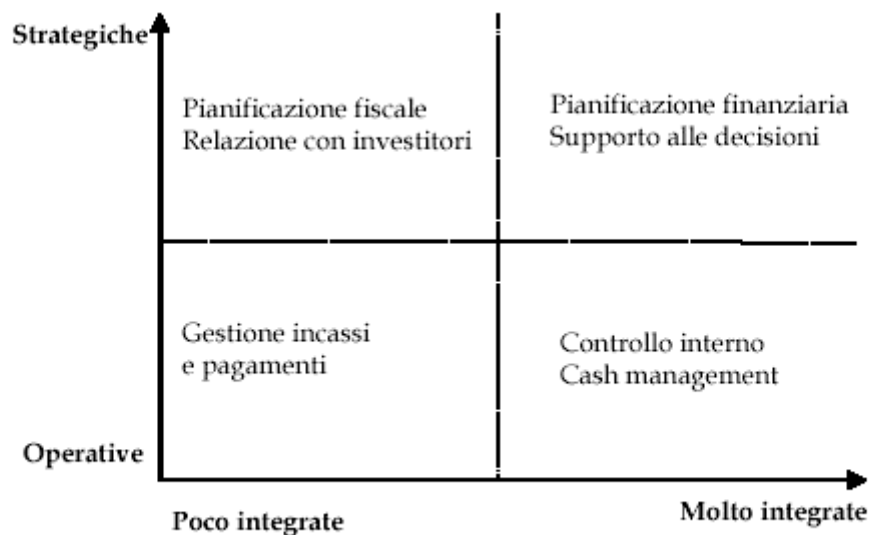
Per capire l'intensità del passaggio e cogliere il senso del cambiamento richiesto, è utile tracciare un quadro delle varie attività tipicamente di competenza della divisione finanziaria. Come rappresentato nella figura sottostante ripresa da uno studio di Kpmg (1998), le attività finanziarie possono esser riassunte in una matrice in cui l'asse verticale separa le attività strategiche da quelle operative e l'asse orizzontale indica il loro livello di integrazione nell'organizzazione aziendale (più si è vicini all'origine, meno integrata è l'attività e viceversa).

L'incrocio tra le due dimensioni consente di scomporre il quadro in quattro aree:

- nel quadrante in basso a sinistra sono comprese le attività finanziarie tipicamente operative legate ai processi di transazione (pagamento dei fornitori, gestione degli incassi, ...) che hanno un basso grado di integrazione nel business e una modesta importanza strategica;
- nel quadrante in basso a destra vi sono le attività che pur mantenendo una vocazione operativa, presentano maggiori gradi di integrazione con le altre funzioni aziendali. Un tipico esempio è la gestione dei flussi di denaro (cash management) alla cui dinamica contribuiscono attivamente anche l'ufficio vendite e l'ufficio acquisti. I responsabili di tali funzioni aziendali, opportunamente formati, devono comprendere che la dilazione/riduzione dei termini di incasso/pagamento così come la concessione di sconti e promozioni per favorire le vendite producono un rilevante impatto sull'attività di cash management;
- nel quadrante in alto a sinistra sono invece incluse le attività di natura specialistica quali la pianificazione fiscale, la tesoreria, la gestione

- delle relazioni con il mercato e gli investitori il cui legame con le altre funzioni aziendali è strategico, anche se non fortemente integrato;
- infine, nel quadrante in alto a destra sono comprese le attività finanziarie che più hanno un ruolo strategico nell'impresa dato che influenzano attivamente le decisioni dei responsabili aziendali supportando e guidando le loro azioni verso la massimizzazione del valore dell'impresa. In tale ambito, diviene importante conoscere il business aziendale così come comprendere le implicazioni finanziarie delle decisioni che vengono prese.

Figura 3: Il quadro delle attività finanziarie



Fonte: Kpmg (1998)

Il tipico esempio di attività finanziarie di valore strategico è rappresentato dalla pianificazione finanziaria il cui obiettivo è quello di assicurare nel breve e lungo periodo l'equilibrio finanziario dell'impresa. La previsione della dinamica dei flussi finanziari e delle eventuali variazioni che potrebbero intervenire nel corso del tempo richiede una stretta relazione con la formulazione della strategia d'impresa e gli obiettivi che l'impresa vuole perseguire a livello di divisione, di mercato e di prodotto. Purtroppo, vi sono numerosi esempi di imprese che intraprendono progetti di crescita senza verificare se il progetto genererà adeguati flussi e potrà essere opportunamente finanziato. Il risultato è l'abbandono del programma o addirittura la chiusura dell'attività.

La carenza dell'adeguata pianificazione finanziaria emerge con chiarezza dall'indagine svolta sulle imprese bergamasche: solo il 16% del campione redige piani finanziari pluriennali e non considera tale attività particolarmente significativa. La pianificazione finanziaria, quando svolta, interessa attività quali il preventivo di tesoreria, il budget finanziario annuale che, pur essendo importanti, hanno un valore intrinseco minore poiché meno complesse e non orientate al medio-lungo periodo. Esse infatti si limitano a rilevare gli effetti, in termini di flussi di cassa attesi, delle scelte economiche e di investimento già assunte per ricercare l'equilibrio nella dinamica finanziaria di breve termine. Se il valore della pianificazione finanziaria sta nel supporto offerto a chi prende le decisioni aziendali, allora essa deve ampliare il suo orizzonte temporale per fare comprendere come le scelte operative di politica commerciale piuttosto che di gestione delle rimanenze (così come le decisioni legate all'attività di investimento) impattino sulla generazione dei flussi e sul raggiungimento dell'equilibrio economico e finanziario di medio-lungo periodo.<sup>17</sup>

A questo punto, il lettore potrebbe trovare interessante la scomposizione delle attività finanziarie proposta, ma obiettare che tale rappresentazione si applica alle grandi imprese e non alle imprese di minori dimensioni. Con il conforto dell'evidenza empirica, alcuni sostengono che esiste una soglia dimensionale oltre la quale la funzione finanziaria è necessaria. In tale prospettiva, solo la complessa struttura e le dimensioni di fatturato delle grandi imprese giustificano la presenza di una divisione finanziaria specifica. Se l'impresa è di piccola-media dimensione, allora la funzione viene esercitata dal direttore amministrativo o dallo stesso imprenditore. Tuttavia, il relegare la funzione finanziaria in posizione secondaria è spesso causa di situazioni critiche in cui l'impresa, di qualunque dimensione, rischia sovente di trovarsi.

---

<sup>17</sup> L'importanza della corretta pianificazione finanziaria è testimoniata dall'evidenza, rilevata nell'indagine condotta, secondo la quale le imprese che svolgono accuratamente tale attività (anche in ottica di medio-lungo periodo) conseguono migliori performance economiche e finanziarie misurate dai seguenti indicatori: oneri finanziari/totale debiti finanziari, debiti finanziari/patrimonio netto, debiti finanziari/totale attivo, oneri finanziari/totale attivo.

La mancata previsione dei flussi finanziari di breve e medio periodo, la non conoscenza dell'effettivo fabbisogno finanziario, la mancata valutazione delle risorse finanziarie che un progetto di investimento, prima, consuma e, poi, produce costituiscono alcuni esempi che spesso conducono le imprese a soffrire di problemi di liquidità oppure a vivere rapporti tesi e conflittuali con i propri finanziatori. La conseguenza è che anziché giocare in anticipo, per esempio attraverso la previsione dei flussi finanziari, l'impresa si trova costretta a rincorrere bruciando tempo e risorse preziose: l'allungamento del debito con i fornitori, la rinegoziazione degli affidamenti con la banca, la continua e affannosa ricerca di risorse finanziarie (senza preoccuparsi dell'entità e della composizione delle fonti) sono attività di natura finanziaria poco produttive, per nulla strategiche e di basso valore.

Vincolare la creazione della funzione finanziaria all'esistenza di criteri dimensionali è un errore anche perché i cambiamenti esterni (globalizzazione, nuove tecnologie, cambiamento degli stili di gestione, evoluzione dei mercati e degli investitori, focus sulle competenze chiave) spingono verso una profonda trasformazione dell'attività finanziaria, sia operativa che strategica, a prescindere dalle dimensioni dell'impresa.

Per trarre beneficio dalle opportunità strategiche che le forze del cambiamento offrono, il processo di trasformazione deve riconoscere la valenza strategica, e non solo operativa, della gestione finanziaria attraverso interventi nella direzione e nell'organizzazione aziendale.

In primo luogo, la finanza d'impresa deve supportare la strategia aziendale nella determinazione degli obiettivi aziendali e nella verifica dei risultati ottenuti. Per assicurare il parallelismo tra le due funzioni, è necessario che i *decision-maker* (imprenditore e manager operativi) elevino la propria competenza e consapevolezza finanziaria affinché le implicazioni finanziarie delle loro decisioni siano conosciute prima che la decisione venga presa. Secondariamente, la struttura finanziaria deve essere distinta dall'amministrazione e pienamente integrata nell'organizzazione aziendale. Al suo interno, devono essere presenti competenze generalistiche (legate al processo di transazione) e specialistiche (pianificazione fiscale, tesoreria, *risk management*) in grado di offrire informazioni di valore e servizi di supporto a temi strategici

particolarmente rilevanti (per esempio, l'entrata in un nuovo mercato o lo spostamento di un'unità produttiva all'estero). Se le dimensioni non sono tali da consentire la creazione interna di team di specialisti, è possibile ricorrere a soluzioni esterne ponendo attenzione alla qualità dei servizi offerti.<sup>18</sup>

In terzo luogo, il processo finanziario deve essere focalizzato alla creazione di valore e, per quanto possibile, deve trarre vantaggio dalle innovazioni tecnologiche in modo da garantire la piena efficienza ed efficacia operativa e assicurare la necessaria flessibilità per sostenere i cambiamenti. Nello svolgimento dei compiti assegnati, l'area finanza dell'impresa deve guardare più al futuro che al passato, porre enfasi sul valore e non solo sui costi, incoraggiare l'apertura e l'adozione delle *best practices* e promuovere la collaborazione tra le funzioni aziendali.<sup>19</sup>

Come indicato in un contributo di Demattè della fine degli anni ottanta, la visione strategica della gestione finanziaria produce, a livello pratico, due importanti cambiamenti che interessano parimenti sia la gestione dell'attivo che la gestione del passivo. Dal lato dell'attivo, la selezione degli investimenti diviene più sofisticata. La valutazione non si limita solo a misurare il rendimento dell'investimento, ma esamina la dinamica dei flussi finanziari generati dall'investimento. L'attività di pianificazione per essere correttamente svolta richiede così che il manager finanziario approfondisca la lettura dei progetti per comprendere la loro valenza strategica (e allo stesso tempo svolga attività di formazione sui manager operativi affinché capiscano i riflessi finanziari del progetto) e sia attivamente coinvolto nella formazione finanziaria dell'imprenditore e dei manager operativi.

---

<sup>18</sup> Sia le banche che le associazioni di categoria (si pensi, per esempio, al servizio Punto Finanziario dell'Unione Industriali di Bergamo) stanno arricchendo l'offerta di servizi specialistici (consulenza, finanza straordinaria, gestione dei rischi, check-up e pianificazione finanziaria e strategica, ...). Tuttavia, come emerge dall'indagine sulle imprese bergamasche, la domanda è fortemente concentrata sui servizi di consulenza tecnici legati al procacciamento delle risorse finanziarie (per sempio, finanza agevolata) e, in misura minore, all'attività di investimento. I servizi più sofisticati e di più alto valore, quali quelli specialistici, sono poco conosciuti e ancora meno utilizzati: le imprese bergamasche attribuiscono "grande importanza alla possibilità di fruire di finanziamenti a tasso agevolato, ma non ritengono significativo poter disporre di elementi informativi utili alle decisioni strategiche, quali la conoscenza dei fattori di criticità, del proprio posizionamento competitivo, della possibilità di individuare nuove forme di partnership" e non si preoccupano di conoscere la natura, le cause, l'entità e la distribuzione del fabbisogno finanziario, ma si interessano solo della sua copertura quando ne emerge la necessità.

<sup>19</sup> Cfr. Kpmg (1998), p. 9.

Per fare ciò è necessario che il manager finanziario sia dotato non solo di competenze tecniche e analitiche, ma disponga di una buona conoscenza del business e di capacità comunicative e formative che gli consentano di interagire con le altre funzioni aziendali e di fare sì che la finanza non adotti un approccio solamente restrittivo (non si può fare), ma oculatamente permissivo (sì, si può fare a patto che i rischi siano opportunamente mitigati).

L'altro importante cambiamento riguarda la gestione del passivo: la struttura del capitale deve riequilibrare il peso del debito spostando l'attenzione anche alle forme a medio-lungo termine e considerare in modo più sereno l'apertura al capitale di rischio. Se la sfida competitiva si giocherà sulla capacità dell'impresa di crescere e di affrontare investimenti più rischiosi, ma di superiore valore (R&S, IT, investimenti in formazione), è necessario porre attenzione al grado di *leverage* e all'utilizzo della leva finanziaria. La raccolta delle risorse finanziarie non può essere solo funzionale a fenomeni contingenti, ma deve sapere rispondere anche alle esigenze strategiche.

Quindi, pensare al rafforzamento patrimoniale deve avvenire non solo in un'ottica di breve, ma soprattutto di lungo periodo. Allo stesso tempo, come sottolineato nel precedente paragrafo, l'adeguamento della struttura finanziaria è un passaggio obbligato per adeguare la crescita dell'impresa alle nuove condizioni ed esigenze competitive. Affinché il legame tra finanza e strategia si consolidi, le soluzioni finanziarie più strettamente tecniche devono essere affiancate dalla nuova logica gestionale che vede scelte strategiche, operative e finanziarie strettamente interrelate dove le ultime agiscono da supporto alla conduzione delle prime.

#### *4. Conclusioni*

Il contributo pone in rilievo un elemento fortemente critico del sistema imprenditoriale del nostro paese: le imprese italiane (e bergamasche), soprattutto quelle di minore dimensione, dedicano poca attenzione alla gestione finanziaria. La finanza non gioca un ruolo determinante nel guidare gli obiettivi dell'azienda così come dimostra lo squilibrio della sua struttura finanziaria troppo sbilanciata verso il debito,

principalmente di natura bancaria e di breve termine. La debolezza della struttura finanziaria diviene un vincolo finanziario alla crescita delle imprese e rischia di indebolire il suo posizionamento competitivo e, quindi le sue performance economiche.

In tale ambito, esiste un netto scollamento tra strategia e finanza: la prima, se e quando esercitata, sembra non preoccuparsi delle implicazioni finanziarie delle proprie scelte, mentre la seconda assolve minimamente il compito di essere supporto alle decisioni aziendali.

Il gap non solo esiste, ma rischia di ampliarsi alla luce delle trasformazioni dell'ambiente economico e competitivo. Occorre così ripensare profondamente il ruolo della finanza rivedendo il suo ruolo in seno all'azienda, migliorando le competenze tecniche, rendendo più efficaci i processi, ma soprattutto integrando la funzione nell'organizzazione aziendale. L'allineamento delle funzioni conduce alla maggiore consapevolezza finanziaria di tutti coloro chiamati a prendere decisioni in azienda perché fa capire quali siano le implicazioni finanziarie delle decisioni prima che esse vengano prese. Consente, in altri termini, di giocare in anticipo risparmiando tempo e risorse preziose che possono essere dedicate ad attività di maggiore valore.

Certamente, il cambiamento non è facile perché richiede un livello di cultura finanziaria che non può essere acquisito in via istantanea, ma richiede un lento, e non più rinviabile, processo di maturazione.

Elevare il ruolo della finanza deve così diventare un obiettivo prioritario per permettere all'impresa di cogliere le opportunità che i cambiamenti in atto presentano. In caso contrario, il gap finanziario oggi sofferto dalle imprese italiane nei confronti delle imprese di altri paesi potrebbe ulteriormente ampliarsi: la mancanza del controllo finanziario e della gestione dei rischi, la non accurata pianificazione finanziaria, la debole struttura finanziaria sono alcune delle circostanze che possono impedire il soddisfacimento delle aspettative degli azionisti e del mercato e determinare l'inabilità della finanza di divenire reale supporto alla crescita aziendale.

## Bibliografia

- ARNOLD G., DAVIES M. (2000), *Value-based Management*, John Wiley & Sons.
- BREALEY R.A., MYERS S.C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, 7e, McGraw Hill.
- BRIGHAM E.F., EHRHARDT M.C. (2005), *Financial Management - Theory and Practice*, 11e, Thomson - Southwestern.
- CONFINDUSTRIA (2003), *Confronto internazionale sulla struttura finanziaria delle Pmi*, Centro Studi, citato in *Il Sole 24 Ore* (2003), *Mercato finanziario, il sogno proibito*, 29 settembre.
- DALLOCCHIO M. (1994), *Le chiavi di lettura della finanza d'impresa*, in Dallocchio M. (a cura di), "Finanza d'impresa", Bridge Editore.
- DAMODARAN A. (2004), *Corporate Finance: Lecture Note Packet 1. The Objective and Investment Analysis*, Stern School of Business, New York.
- DEMATTE' C. (1988), "Il nuovo ruolo della finanza nelle strategie di impresa", *Economia e banca*, 3. - (1999), "Strategia e finanza: un legame sempre più stretto", *Economia e management*, n. 3.
- FAMA E.F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* 25, n. 2, May, 383-417.
- KPMG (1998), *Finance for the Future*, A Guide for Business Users.
- ISAE (2003), *I rapporti banca-impresa e i vincoli finanziari alla crescita delle piccole e medie imprese*, Collana "I Temi dei Rapporti dell'ISAE", giugno.
- LINTNER J. (1965), "Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification", *Journal of Finance* 20, n. 4, December, 587-615.
- MARKOWITZ H. (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance* 7, n. 1, March, 77-91.
- MILLER M. (1999), "The History of Finance", *The Journal of Portfolio Management*, Summer, 95-101.
- MILLER M., MODIGLIANI F. (1961), "Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares", *Journal of Business* 34, n. 4, October, 411-433.
- MOSSIN J. (1966), "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica* 34, n. 4, October, 768-783.
- SHARPE W.F. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance* 19, n. 3, September, 425-442.

UNICREDIT (2004a), " La struttura finanziaria delle imprese italiane: fatti stilizzati e determinanti", *Scenari economici*, n. 1, 12-20. - (2004b), " I riflessi della struttura finanziaria su crescita e performance delle imprese italiane", *Scenari economici*, n. 1, 21-30.

Progetto di ricerca  
**“Indagine sui fabbisogni finanziari delle imprese”**  
Intervento - Testimonianza di Alberto Longo

Che dire amici, ne usciamo con le ossa rotte.

La spietata crudeltà dei numeri ci inchioda, in qualche modo, a delle riflessioni che, pur avendo in coscienza ben presenti, vorremmo sfuggire o lasciare ad altri.

Confesso che mi è imbarazzante constatare quanto diversa sia la realtà, così dettagliatamente descritta dai relatori che mi hanno preceduto, rispetto alla idea che mi ero fatto sui risultati che una tale indagine avrebbe potuto palesare.

Rimbocchiamoci idealmente le maniche e cominciamo ad affrontare ogni singolo tema per ricercare le possibili soluzioni.

1. La crisi di identità del presidio finanziario in azienda è:  
Cogliere in anticipo i segnali provenienti dai numeri aziendali e non saperli o poterli trasmettere con efficacia al centro decisionale.  
L'obbligo di cercare la soluzione ai problemi di cassa senza preventivamente essere coinvolti nel processo di determinazione degli equilibri economici aziendali.  
Misconoscenza della trasversalità della funzione all'interno dell'intera organizzazione aziendale (pochi vedono l'utilità della funzione in termini di sviluppo mentre molti ne hanno un'immagine pesantemente statica).
2. La necessità di continua innovazione professionale:  
Siamo in presenza di una mutazione “ epocale” sul modo di fare finanza d'impresa e questo vale tanto di più nel nostro paese che, con l'avvento dell'euro, la globalizzazione dei mercati, la concorrenza del far east sui prodotti a bassa tecnologia piuttosto che ad alta intensità lavoro ha costretto noi tutti a ripensare la nostra funzione.

Abbiamo colto alcuni aspetti essenziali che coinvolgono da una parte il business in generale, dall'altra gli impatti sulla funzione Amministrativo finanziaria in Azienda:

- 1) in presenza di una brusca accelerata nei ritmi di cambiamento del business si è dovuto constatare una maggior volatilità della finanza con necessità, quindi, di informazioni in tempo reale (*informatizzazione spinta*);
- 2) la crescente importanza nella strategia di prodotto e la concentrazione sulle competenze più significative determina una necessità di pianificazione, anche strategica, della finanza d'impresa (risorse commisurate al reale fabbisogno ed al ritorno in termini di valore);
- 3) l'incremento nella complessità del "fare" determina un aumento esponenziale dei rischi connessi al business e, quindi, opportuna quanto imprescindibile è una crescita delle capacità di controllo dei nuovi rischi assunti (chi in azienda è deputato a tale funzione?).

### 3. Concreti obiettivi di sviluppo professionale:

Tutto il percorso organizzativo aziendale è sottoposto a verifica e quindi, prima di confrontarci con l'esterno appare necessario un check up interno.

Se il mercato chiama efficienza – *direi che la impone come scontata* – significa che restano tempi sempre più brevi di reazione alle finestre di opportunità che si presentano (automazione- centralizzazione delle attività transnazionali e contabili).

Esiste una sufficiente diffusione e condivisione delle informazioni affinché le decisioni ancorché veloci possano essere mirate?

Questo è uno dei quesiti di fondo cui dovremmo saper rispondere perché appare evidente che in area Amministrazione e Finanza è determinante la integrità dei dati per il loro attento monitoraggio e le valutazioni di performance.

I punti nodali sono:

- far parte di una organizzazione che trasmetta le conoscenze in modo che la Amministrazione - Finanza possenga un quadro totale del business sino ad orchestrarne le sintesi informative utili al Top Management per stabilire le priorità (conoscenza è potere e l'informazione competitiva è essenziale);
- riuscire a “creare” dei sistemi di misurazione di performance interni tali da soddisfare sia il bisogno di oggettività valutativa sia la specificità delle situazioni collegate alla propria Azienda o Gruppo. (poter vendere il prodotto informativo alle strutture esterne (Banche) che abbisognano di informazioni secondo la logica di portarli ad una condivisione dei metodi e delle conclusioni).

Il Passaggio dal focus orientato sul risultato netto (attuale grande limite degli analisti nel settore creditizio) a quello sul profitto, sul valore e sul cash flow appare condizione minima per poter posizionarsi in modo adeguato rispetto ai reali bisogni dell'evoluzione in atto.

Proviamo, ciascuno di noi, a fare una sorta di esame interiore su come è il nostro reale profilo:

Siamo Gestori di Transazioni o Fornitori di un servizio interno?

Siamo dei redattori di report che pochi leggono e che ancor meno sanno correttamente interpretare o piuttosto ci poniamo in una logica di pianificazione sul se fare o non fare, quanto farne e quando?

La nostra mansione è funzionale (anche gerarchicamente) oppure si espande su logiche interfunzionali?

Abbiamo capacità di comunicare le nostre posizioni oppure ci limitiamo ad interpretazioni tecniche del fenomeno?

Controlliamo i numeri per quello che sono (audit) o promuoviamo attività consulenziale volta ad interpretarne la portata?

Per noi è prioritario verificare il risultato ottenuto o ci orientiamo ai processi concreti per ottenerlo?

Una volta risposto a questi quesiti, ciascuno di noi saprà quale è, o potrebbe essere, la portata del suo personale intervento nel processo di creazione valore e contenimento dei costi quali feticcio ed al tempo stesso obbligo imprescindibile nel fare impresa oggi.

Siamo ora pronti per un confronto con l'esterno:

### Sistema creditizio

Qui i risultati sono impietosi:

- Scarsa professionalità degli interlocutori
- Scarsa se non nulla capacità decisionale in tempi rapidi
- Sempre più alti oneri a fronte di servizi non in linea con gli standard internazionali
- Inaffidabilità delle pattuizioni a fronte di azioni unilaterali di modifica
- su costi e giorni valuta

Diamo il giusto peso ad una situazione che forse è più subita che voluta dagli operatori di “trincea”; il processo di aggregazione tuttora vitale fra gli istituti di Credito ha portato a delle vere e proprie crisi di identità fra gli operatori ai quali è stata tolta discrezionalità ed autonomia al punto che pochi si sentono in dovere di “perorare” punti di vista ed interpretazioni più snelle nell'iter istruttorio e burocratico di ogni istituto.

La mutazione organizzativa all'interno del sistema Banca, ha portato ad una pesante inadeguatezza delle strutture al nuovo sistema; gli analisti, storicamente specializzati a fare valutazioni di carattere patrimoniale sono ora costretti – con i rischi connessi – a fare delle analisi reddituali e quindi, per non sbagliare, decidono molto meno ed in sicurezza.

Le logiche di Basilea 2, già ampiamente illustrate negli incontri dei mesi scorsi ed ulteriormente approfondite nel prossimo incontro del 22 novembre, hanno fornito vacui schermi dietro cui trincerarsi per non decidere.

Vorrei sapere da voi se qualcuno ha avuto, formalizzato, il rating da parte delle banche o, più semplicemente, ha ottenuto le più disparate spiegazioni su valutazioni, peraltro mai rese pubbliche.

Le logiche di valutazione sono però decisamente standardizzate; provengono da una sola matrice (Mc Kinsey) eppur tuttavia sembrano inadeguate rispetto alla repentina evoluzione del mercato.

Un solo esempio: il marchio (brand) può essere valutato solo se registrato e presente, in termini di valore, nel bilancio non essendoci capacità valutativa adeguata per ogni singolo settore merceologico.

Ma questa considerazione, a pensarci bene, vale per tutte le immobilizzazioni immateriali (pensiamo all'avviamento).

Nel nostro paese – per motivi fiscali – la valorizzazione del marchio come posta di bilancio non è molto comune ed ecco che nel processo valutativo l'azienda che possiede un ottimo marchio non adeguatamente rappresentato a bilancio, parte con un handicap.

Altro punto – per me molto significativo – è porre l'accento sul reale processo di ristrutturazione in atto nel sistema Banca: i processi non sembrano funzionali al mercato ma piuttosto sembrano dettati da una logica di recupero costi (peraltro legittima) che coglie nella netta divisione fra le strutture che fanno reddito e quelle dedicate ai servizi un primo passo per tendere, in seguito, alla cessione di questi ultimi in outsourcing.

In questa logica, dunque, l'impresa trova difficile il suo rapporto con un interlocutore non ancora riqualificato, che lavora - di fatto - in situazione di monopolio (non si può fare a meno della banca) e dove, con un solo input informatico, si permette di modificare prezzi e condizioni pattuite rendendole pubbliche nella maggioranza dei casi con affissione di invisibili pannelli presso gli sportelli operativi.

Da una breve quanto scontata indagine da me fatta presso le banche, risulterebbe che solo un 20/25% realizza tempestivamente le modificate condizioni e solo un 15% ne ottiene il ripristino sui livelli precedenti.

## Sistema Fiscale - Societario

L'analisi appare complessa.

Chi si avvale di consulenza esterna per dipanare le matasse interpretative e le novità serrate che sul tema si sviluppano, ha la coscienza più leggera ma il suo grande impegno deve essere quello di comunicare al consulente da una parte, ed all'azionista dall'altra, le più "mirate" esigenze che temperino il rigore della norma con il calo della stessa nella fattispecie aziendale.

Chi, d'altro canto, segue in prima persona l'aspetto fiscale e societario della propria azienda, oltre ai gravosissimi obblighi di aggiornamento costante alle conoscenze di carattere normativo dovrà trovare gli equilibri adeguati che tutelino, nel contempo, esigenze di sviluppo anche di prospettiva con le contingenze specifiche della norma.

Un esempio. Se la mia idea fosse quella di privilegiare la creazione di valore per avere un migliore impatto sui numeri di bilancio e, quindi, sul rating, dovrò essere consapevole che tale impostazione è stata sinora osteggiata in quanto il riscontro fiscale di tale ipotesi è stato più penalizzante rispetto a quello della leva di debito finanziario.

Lo scenario è in continua evoluzione e gli articoli del nuovo TUIR dal 96 al 98 che regolamentano la deducibilità degli oneri finanziari oltre che essere bizantini nel loro costrutto, ci richiamano a severi processi di valutazione cui sapremo rispondere solo con preparazione professionale e "fantasia" interpretativa.

Siamo in dirittura d'arrivo anche con la prima applicazione a bilancio (2005) dei nuovi principi contabili **International Financial Reporting Standard ex IAS**.

E, seppur vero che tale norma (considerato il mancato esercizio della delega da parte del Governo entro il prossimo 30 novembre) non sarà estesa per tutte le società, appare verosimile che i gestori del Financing in azienda ne abbiano il pieno dominio per redigere bilanci oltre che corretti, anche più "trasparenti".

## Conclusioni

Appare a me evidente, ed è in sostanza il sunto del mio intervento, la **necessità** da parte delle strutture amministrativo finanziarie di impresa, di trovare un minimo comune denominatore che interpreti le esigenze di piccola, media e grande impresa; che riconduca ad **una identità professionale** in grado di mantenersi preparata e **sempre un passo avanti** rispetto allo standard dei nostri interlocutori esterni (Banche – Agenzia Entrate, ecc) i quali già si giovano di posizioni privilegiate e possono essere indotti a riflessione sulle loro posizioni solamente se stimolati da interpretazioni e proposte tecnicamente ineccepibili.

Dovremmo saper riconoscere se la nostra preparazione sia o meno adeguata sapendo che, in ogni caso, avvalendosi di strutture presenti sul territorio, si potrà facilmente ottenere il contributo necessario per colmare l'eventuale gap conoscitivo.

Dovremmo, con molta umiltà, infondere anche all'interno della nostra struttura la consapevolezza che la funzione di amministrazione e finanza è ben presidiata non solo quando il controllo della dinamica dei flussi si presenta ordinato ma, e soprattutto, quando la visione prospettica dei numeri, la loro genesi ed evoluzione riesce a monitorare la valenza in termini di rischio e si riesce più facilmente coniugare sino ad allinearli con la strategia condivisa dall'azionista.