

LA CRISI E IL RAPPORTO BANCA-IMPRESA: EVIDENZE A LIVELLO LOCALE

DI BERARDINO Claudio, MAURO Giuseppe, CASMIRI Giuseppe¹

SOMMARIO

Il lavoro si colloca all'interno del filone che studia i distretti industriali e tratta segnatamente del rapporto tra banca e impresa alla luce dei primi segnali della crisi finanziaria. Lo studio si rivolge a un campione rappresentativo di società di capitali operanti nel distretto del tessile-abbigliamento nella provincia di Teramo, espressione più compiuta del modello di sviluppo locale della regione d'Abruzzo e tra le province italiane con il più alto tasso di industrializzazione. In particolare, l'obiettivo è analizzare il ruolo delle componenti finanziarie sulle performance economiche e ricercare le modalità attraverso le quali si esplicita il ricorso finanziario. Le analisi hanno evidenziato una sostanziale solidità finanziaria con un nesso significativo tra crescita del capitale fisso e patrimonio netto. Tuttavia, nell'anno della crisi (2009) si segnala una maggiore influenza dell'indebitamento bancario, soprattutto con riferimento ai debiti a lungo termine. In questo contesto, sembrano assumere un ruolo non trascurabile i Confidi, che hanno agevolato e garantito il canale di trasmissione del credito, in particolare a beneficio delle imprese di ridotta dimensione.

¹ Dipartimento di Economia, Università G. D'Annunzio, viale Pindaro 42, 65127 Pescara. Per contatti: c.diberardino@unich.it; mauro@unich.it; casmiri@virgilio.it.

1. Introduzione

Il presente lavoro tratta alcuni aspetti riguardanti la crisi internazionale e gli effetti sull'economia reale. In particolare, l'obiettivo è indagare le relazioni intercorrenti tra banche e imprese, ponendo l'accento sull'impatto prodotto sulla struttura finanziaria delle imprese e sull'andamento degli investimenti aziendali, con particolare riferimento a un contesto tipicamente distrettuale. È noto che il fabbisogno finanziario delle piccole imprese viene a essere in parte colmato con capitali propri e soprattutto con l'apporto di capitali attinti con il vincolo del prestito bancario tradizionale. La banca, in questo scenario, svolge un ruolo attivo nella fase di intervento proprio in contesti caratterizzati da elevate asimmetrie informative, in particolare presenti nelle aree di sviluppo locale in cui operano essenzialmente le imprese minori.

Lo studio conduce un'indagine sui bilanci di un campione rappresentativo di imprese localizzate nel distretto dell'abbigliamento della Val Vibrata, in provincia di Teramo. L'area distrettuale è quella che in Abruzzo meglio ha rappresentato l'idea di industrializzazione basata su una rete di imprese autoctone, strettamente interdipendenti e ampiamente diffuse sul territorio.

Il lavoro è così ripartito: nel prossimo paragrafo si richiamano alcuni importanti elementi teorici sul rapporto tra canale finanziario-bancario e sistema delle imprese; nel terzo e quarto paragrafo, l'attenzione è rivolta all'indagine empirica, attraverso un'analisi descrittiva ed econometrica al fine di individuare le modalità attraverso le quali sembra specificarsi la relazione tra fonti di finanziamento e capitale investito. L'ultimo paragrafo getta alcune considerazioni finali.

2. Banca e impresa: profilo teorico

Tradizionalmente un sistema finanziario favorisce lo sviluppo economico attraverso i seguenti canali: a) concedendo credito e agevolando gli investimenti; b) facilitando la formazione del risparmio; c) favorendo una efficiente allocazione delle risorse mediante la selezione dei progetti imprenditoriali. Le banche, nella loro accezione classica, svolgono il compito di allocare le risorse conseguenti alla raccolta emettendo passività contraddistinte da un grado di liquidità superiore alle attività detenute, così facendo si soddisfa la domanda degli investitori di detenere attività a breve e l'esigenza delle imprese di poter contare su fonti di lungo periodo. Questo meccanismo viene alimentato dal portafoglio di debito gestito dall'intermediario, di dimensione tale da fronteggiare eventuali singole insolvenze e sfasare le scadenze temporali dei flussi in entrata e in uscita. Nel momento in cui la scarsità di capitali si distingue a livello di singola impresa e a livello di sistema economico, l'intermediario finanziario può esercitare un ruolo attivo nel convogliare i

fondi dei risparmiatori verso le esigenze delle imprese. Inoltre, tale ruolo risulta tanto più incisivo quanto più la previsione degli investimenti da effettuare risulta rilevante, pur sottolineandone la natura temporanea atta a agevolare il superamento dell'arretratezza iniziale della struttura produttiva di un sistema economico complesso.

Il dibattito teorico si concentra in particolare su quali siano le discriminanti che facciano preferire un sistema finanziario rispetto ad un altro. In merito a tale tema, si possono segnalare tre approcci (Bagella, 2004). Questi orientamenti forniscono rispettivamente le seguenti indicazioni: a) nel lungo periodo sono i mercati che si sostituiscono alle banche; b) premessa la presenza di asimmetrie informative nel sistema, è la banca che svolge concretamente il ruolo di fattore di crescita; c) la scelta tra investimento diretto o indiretto è conseguenza di fattori storici, culturali e istituzionali.

Il primo approccio si ispira al modello di sviluppo dei sistemi finanziari di Gurley e Shaw, che si basa sulla teoria di diversificazione dei rischi di portafoglio, tale da garantirne la ripartizione, a cui devono far riferimento sia le banche che il mercato. Nella fase iniziale svolge un ruolo primario il finanziamento indiretto delle banche, stante le difficoltà riscontrate dall'investitore nel ripartire il rischio e con conseguenti alti costi di transazione. In tale quadro la banca riesce a supportare un modello di finanziamento efficace, facilitando la diversificazione dei rischi e riducendo i costi di transazione. Il limite di tale sistema però emerge quando il sistema economico raggiunge un certo grado di sviluppo per il quale è necessario affiancare sistemi mercato-centrico per favorire una ulteriore crescita. La mutata complessità del sistema infatti comporta da un lato un aumento dei rischi connessi e dall'altro la diminuzione del grado di correlazione tra le diverse attività, tale da permettere anche al piccolo investitore di riuscire a meglio diversificare il rischio. Questo presupposto permette la diffusione di forme di investimento diretto, tra il datore e il prenditore dei fondi, nonché anche un certo grado di riduzione dei costi di transazione. Quindi si assiste ad un indebolimento del ruolo svolto dalle banche, che si traduce in operazioni di soli trasferimenti di ricchezza con modeste possibilità di incrementare il volume. Secondo questa visione, estremizzandone i risultati, il ruolo della banca rispetto al circuito risparmio-investimento, rappresenterebbe un mero costo che nel lungo periodo si potrebbe tradurre in un ostacolo alla crescita stessa.

A questa impostazione, che vede una supremazia nel lungo periodo dei sistemi mercato-centrici rispetto a quelli banco-centrici, si sottolinea la posizione diversa assunta da Mayer (1988) con cui si evidenzia l'incapacità di favorire investimenti a redditività elevata e differita nel tempo. Questo perchè mancherebbe nel sistema un incentivo per i debitori a mantenere relazioni di lungo periodo con i finanziatori in conseguenza dell'importante competizione che caratterizza i mercati finanziari. Da questa critica prende le mosse il secondo approccio che vede nella presenza delle asimmetrie informative la chiave di lettura per interpretare i nessi causali tra sistemi finanziari e crescita economica.

Ipotizzando che i finanziatori solitamente dispongono di minori informazioni rispetto ai soggetti finanziati, sarà più facile per le banche mantenere l'efficienza del sistema finanziario, che in questo senso assumono un ruolo decisivo nella riduzione delle asimmetrie informative in virtù della loro attitudine a promuovere relazioni di lungo periodo con i propri clienti.

Esiste un ulteriore tipo di asimmetria informativa che si manifesta quando si viene a creare il divario tra la banca che concede il prestito e le altre banche (Sharpe, 1990). In effetti, la banca che finanzia garantisce da un lato il mantenimento dei rapporti con l'impresa che permette di ridurre la distanza informativa insita nel sistema, dall'altro però accresce una sorta di divario informativo rispetto alle altre banche con riferimento alla stessa impresa. Questo come conseguenza diretta della fidelizzazione della propria clientela e come meccanismo di protezione da fenomeni di concorrenza con gli altri operatori finanziari. Mediante la fidelizzazione del cliente, la banca si mette al riparo da eventuali aggressioni commerciali da parte di altri intermediari che, soprattutto nella fase di crescita dell'impresa, quando il progetto superando le rischiosità iniziale accresce il proprio rendimento, si trovano ad offrire condizioni di finanziamento più favorevoli al debitore stesso. Da tale impostazione deriva che le banche possono da un lato meglio assistere le imprese anche e soprattutto nei periodi di crisi e dall'altro favorire la distribuzione delle scelte d'investimento ai propri clienti, che possono puntare a progetti caratterizzati da redditività ben differita nel tempo.

Rispetto a questi due approcci, che si possono definire deterministici, se ne contrappone un terzo che vincola la scelta del sistema migliore allo specifico contesto di riferimento. La scelta tra un sistema mercato-centrico e un sistema banco-centrico ruota intorno alla complessità delle informazioni necessarie nella funzione decisionale (Allen, 1993). In settori caratterizzati da alta concorrenza, cicli di produzione brevi e tecnologia costante, l'unico problema da monitorare è che il management assuma le decisioni giuste. In questo caso, un sistema banco-centrico garantisce la gestione efficiente delle informazioni, limitando le asimmetrie. Di contro i settori caratterizzati da poche imprese, cicli di produzione lunghi e innovazioni tecnologiche frequenti, l'incompletezza delle informazioni a disposizione del management fa preferire una struttura finanziaria di tipo mercato-centrica, dove una molteplicità di investitori stimano ciascuno il valore dell'impresa raffrontandolo con quello conoscibile del management. Nel caso in cui tale set di informazioni permetta di fornire un valore dell'impresa minore rispetto a quello percepito dal management, l'impresa non riuscirà a reperire fondi sul mercato.

Da quanto detto emerge una chiara preferenza nell'adozione del sistema mercato-centrico laddove vi è la presenza di settori maggiormente innovativi mentre è da preferire un sistema banco-centrico qualora il sistema delle imprese presenti una maggiore vocazione in settori tradizionali, come nel caso del presente studio che analizza il distretto del

tessile-abbigliamento. All'interno di questa terza strada d'indagine si colloca anche il cosiddetto approccio del rischio, che mette in evidenza come la scelta tra i due sistemi finanziari sia in parte legata al contesto di riferimento. Secondo questa visione il sistema mercato-centrico sarà preferibile laddove si voglia diversificare il rischio di natura statica legato alla presenza di più imprese e dalla numerosità degli strumenti finanziari reperibili sul mercato. I sistemi banco-centrici saranno di contro preferiti laddove si vogliano attenuare gli effetti delle oscillazioni cicliche che possono interessare un'impresa, salvaguardandone la capacità di reperire le fonti di finanziamento, in periodo di crisi.

Tali argomentazioni trovano più ampio respiro all'interno della letteratura sul legame tra sistema finanziario e grado di sviluppo economico. Diverse ricerche (Goldsmith, 1969; Levine e Zervos, 1998) conducono ormai a generali conclusioni: a) la relazione tra sviluppo finanziario e crescita è positiva e significativa; b) sia l'indicatore del credito che quello dei mercati interpretano il processo di crescita per cui pur offrendo servizi differenti, il finanziamento diretto e il finanziamento indiretto favoriscono entrambi la crescita economica; c) a livelli iniziali di sviluppo finanziario più elevati corrispondono tassi di crescita più elevati nei successivi periodi. Dal punto di vista empirico, si dimostra che la principale manifestazione del nesso di causalità tra sviluppo finanziario e crescita economica sia riconducibile all'abbassamento del costo di reperimento dei fondi per le imprese (Rajan e Zingales, 1998). I settori industriali dipendenti maggiormente dal finanziamento esterno sono quelli che, in effetti, registrano una crescita maggiore soprattutto nei paesi ad elevato sviluppo finanziario. Inoltre lo sviluppo finanziario favorisce la crescita di nuove imprese che sono generalmente più vincolate alle forme di finanziamento esterno, rispetto a quelle già in attività da più anni.

Volendo superare la classica dicotomia nella scelta tra una struttura finanziaria banco-centrica rispetto a una mercato-centrica, ci si può rifare all'analisi svolta da Beck e Levine (2001), i quali suggeriscono che tale differenza non ha rilevanza per stimolare la crescita di un sistema economico. Ciò che invece appare determinante è la dimensione della struttura finanziaria che deve essere adeguata per garantire la diversificazione delle fonti di finanziamento e la produzione di economie di scala. Sovente, il fabbisogno finanziario delle piccole imprese viene a essere colmato in parte con capitali propri, e soprattutto con il ricorso all'indebitamento bancario tradizionale, l'unico in grado di garantire il citato accesso sul mercato finanziario.

La crescita dell'impresa, conseguente al finanziamento dei propri progetti, dipenderà anche dal tessuto relazionale che si formerà con l'intermediario bancario. Un sistema economico caratterizzato da una discreta presenza di piccole realtà produttive, potrà essere stimolato e conoscerà fasi di sviluppo se il valore aggiunto che accompagna le nuove realtà imprenditoriali sarà capace di tradursi in un patrimonio specifico di conoscenze e di abilità, da trasferire al sistema stesso, e questo sarà conseguenza delle

scelte finanziarie e della capacità delle rispettive strutture finanziarie di riuscire a reperire i fondi necessari e a garantire flussi di cassa a copertura delle esposizioni correlate all'investimento effettuato. La banca quindi, in tale scenario, svolge un ruolo attivo nella fase di intervento in quei contesti caratterizzati da elevate asimmetrie informative, in vista del sostenimento soprattutto dello sviluppo locale (allineando la domanda e l'offerta di credito), in cui operano le imprese minori.

Nel caso delle piccole imprese, nelle quali com'è noto si assiste alla commistione tra patrimonio personale dell'imprenditore e patrimonio aziendale (caso delle imprese familiari), all'estrema semplificazione delle funzioni gestionali e di pianificazione finanziaria, si assiste ad una insufficiente formazione di dati necessari all'esterno, sia dal punto di vista quantitativo che dal punto di vista qualitativo. Inoltre si assiste alla avversione manifestata dalla proprietà di tali imprese a permettere l'ingresso a nuovi soci, anche di capitali, che non siano riconducibili al contesto familiare, con ciò creando un ostacolo alla possibilità di reperire capitali esterni ampliando la base societaria. Anche la effettiva mancanza di convenienza, per queste realtà produttive, a ricorrere a forme di indebitamento quali l'emissione di titoli obbligazionari, rappresenta un ulteriore ostacolo alla possibilità di reperire le fonti di finanziamento necessarie all'avvio dei progetti aziendali. Appare evidente come per questa tipologia di impresa il canale bancario risulti l'unica fonte di finanziamento esterno a cui accedere, da qui l'importanza dei rapporti che tali imprese instaurano con gli intermediari bancari ai fini della gestione della loro finanza.

3. Analisi descrittiva

In questa prima fase, è intendimento individuare, mediante l'analisi dei bilanci aziendali, le performance economiche delle piccole e medie imprese operanti all'interno dell'area distrettuale in esame. La finalità della ricerca condotta non è naturalmente quella di una mera interpretazione contabile dei bilanci aggregati, piuttosto quella di far emergere indicatori e grandezze in grado di sintetizzare le dinamiche economiche e le relazioni con la struttura finanziaria, così da gettare alcune evidenze del rapporto finanza e imprese nel distretto industriale. Il periodo in esame copre gli anni 2006-2009. L'intervallo, pur essendo sotto alcuni aspetti relativamente breve, consente di rilevare, da un lato, l'evoluzione delle performance reddituali e finanziarie del distretto in un periodo di relativa espansione economica e, dall'altro, i primi effetti scaturenti dalla crisi. Il piano di rilevazione si articola su un campione di 50 imprese distrettuali, aventi natura giuridica di società di capitali, appartenenti al settore del Tessile e dell'Abbigliamento, operanti nei

territori del distretto industriale della Val Vibrata². La significatività campionaria è evidenziabile dal fatto che oltre il 65% del distretto è spiegato dall'aggregato dei bilanci relativi al campione analizzato.

Lo sviluppo dell'economia della provincia di Teramo costituisce un esempio virtuoso di sviluppo endogeno, un meccanismo autopropulsivo che trae la sua vitalità dal territorio e dalla valorizzazione delle componenti umane e materiali. Si tratta di una risorsa fondamentale per l'intero Abruzzo in virtù delle tante piccole e medie imprese che vi operano, della laboriosità degli imprenditori, della flessibilità delle produzioni e della proiezione sui mercati esteri. Un patrimonio di industrializzazione diffusa, capace di generare occupazione e reddito secondo un modello di organizzazione produttiva affermatosi a partire dalla seconda metà degli anni settanta a seguito della crisi della grande impresa industriale e della conseguente nascita del post-fordismo.

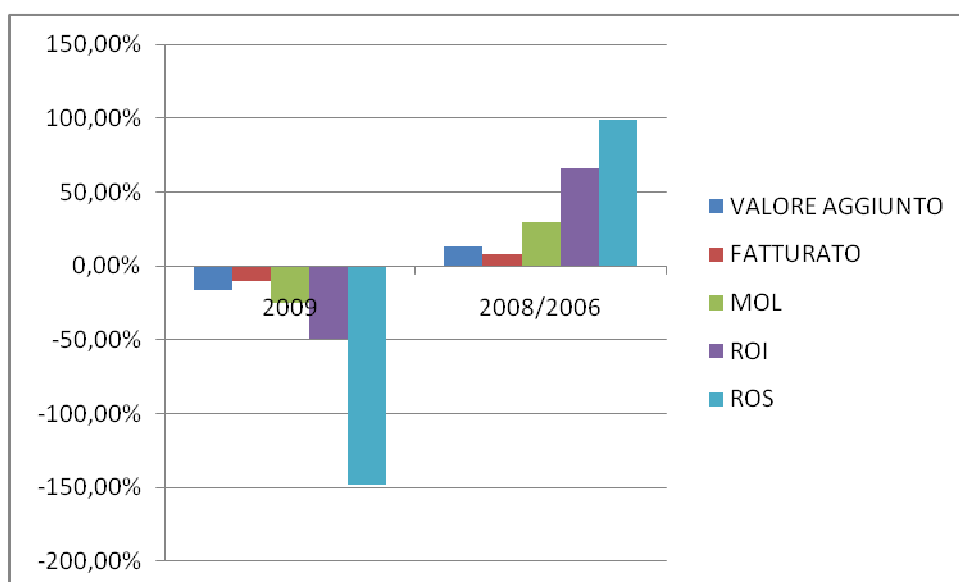
I distretti industriali hanno rappresentato l'espressione più significativa di questo modello e, in questo ambito, il distretto del tessile-abbigliamento è stato segnalato da tutte le statistiche sull'argomento per le sue apposite e peculiari vocazioni operative. Le caratteristiche economiche, sociali ed istituzionali del distretto si combinano in funzione della crescita economica e del benessere della comunità. La diffusa specializzazione settoriale, la presenza molto ampia di unità produttive, la modesta dimensione, il rapporto molto stretto con il territorio sono alcuni dei tratti distintivi del distretto. Questo modello ha rappresentato l'asse portante del sistema industriale di Teramo; ha contribuito in misura rilevante allo sviluppo e alla competitività della provincia. Ancora oggi rappresenta un punto di riferimento per l'intera economia, tanto è vero che Teramo mantiene la caratteristica di essere considerata una delle province più industrializzate d'Italia, con una percentuale di occupati nel settore industriale sul totale pari a oltre il 35%.

In merito al criterio di riclassificazione dei bilanci per la determinazione degli indici e dei flussi relativi, si è adottato quello maggiormente utilizzato in letteratura e notoriamente

² Il campione osservato risulta abbastanza rappresentativo. Esso si compone del 55% di micro imprese, del 34% di piccole e il restante da medie imprese. Le microimprese, le piccole o medie imprese vengono definite in funzione del loro organico e del loro fatturato ovvero del loro bilancio totale annuale. Una media impresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 250 persone e il cui fatturato non superi 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a 43 milioni di euro. Una piccola impresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 50 persone e il cui fatturato o il totale del bilancio annuale non superi 10 milioni di euro. Una microimpresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 10 persone e il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi 2 milioni di euro.

impiegato per le analisi periodiche del Centro Studi di Banca Intesa per le osservazioni sui distretti industriali.³ Ai fini di una migliore interpretazione dei dati campionari la figura 1 mostra le variazioni registrate dai più importanti indicatori di performance, sia nel periodo pre-crisi 2006-2008, che nell'anno della crisi.

Figura 1 – Le performance economiche del distretto industriale



Fonte: ns. elaborazione su dati di bilancio

L'analisi congiunta del fatturato distrettuale rispetto alla variazione del valore aggiunto evidenzia una sostanziale interruzione del processo di crescita registratosi nel corso gli anni precedenti. Il distretto subisce una contrazione di fatturato tale da azzerare i risultati positivi conseguiti nel triennio pregresso. Sotto il profilo dimensionale è la piccola impresa che subisce la perdita più rilevante (-27%).

Adeguate informazioni scaturiscono dall'impiego degli altri indicatori. Tra questi, è utile il margine operativo lordo che, rispetto al valore aggiunto, misura la capacità dell'aggregato di coprire taluni costi fissi quali quelli collegati al personale dipendente. Dai dati è possibile constatare come nel periodo ante-crisi vi sia stato un significativo recupero di competitività. Un recupero che a livello dimensionale è da attribuire

³ Di seguito è riportata la descrizione di alcuni indicatori di bilancio utilizzati:

- Capitale investito: somma di Immobilizzazioni tecniche nette, Magazzino, Crediti verso clienti, di cui Capitale circolante lordo (CCL): magazzino, crediti verso clienti.
- Valore aggiunto: Valore della produzione (+ variazione rimanenze materie prime, sussidiarie e merci) al netto degli acquisti netti e dei costi per servizi e godimento beni di terzi.
- Margine operativo lordo (MOL): Valore aggiunto al netto del Costo del lavoro.
- ROI: Margini operativi netti in % del Capitale investito.
- Leverage o Leva finanziaria: Debiti finanziari in % Debiti finanziari e Patrimonio netto.
- ROS: utile netto su ricavi netti

prevalentemente alla componente delle piccole imprese. Questa circostanza, depurando l'anno di crisi, e se confermata con i dati del bilancio 2010, potrebbe anche segnalare una lieve ripresa del comparto, che non si manifesta propriamente in termini di fatturato, ma piuttosto in termini di redditività della gestione caratteristica. Occorre precisare che tale grandezza considera la componente del personale dipendente, di modo che il costo del lavoro può svolgere un ruolo fondamentale ai fini della determinazione della redditività lorda dell'impresa. Isolando la componente degli oneri connessi alle maestranze, è possibile raffrontare l'incidenza che, per ogni classe di impresa, tale costo ha fatto registrare in termini di minore profittabilità. La tabella 1 indica che le imprese di modeste dimensioni sembrano subire un'incidenza maggiore dei costi fissi, rispetto alle imprese più strutturate, condizionando pesantemente l'equilibrio della gestione caratteristica e la sua capacità di generare risultati reddituali soddisfacenti. Sembrerebbe per il campione osservato che non valga l'assunto per il quale il costo del lavoro nelle imprese più piccole costituisca una variabile strategica.

Tabella 1 - Incidenza % costo del lavoro per tipologia d'impresa

	2006	2007	2008	2009
Distretto	19,9	19,9	19,9	19,2
Micro imprese	40,2	34,6	31,2	41,8
Piccole imprese	23,4	24,8	24,1	26,1
Medie imprese	18,2	18,5	18,5	17,2

Fonte: ns. elaborazione su dati di bilancio

Fonte: ns. elaborazione su bilanci aziendali

L'analisi della redditività del capitale investito (ROI) è utile per meglio inquadrare l'aspetto dell'economicità della gestione corrente, così da esprimere la capacità d'impiego delle risorse a disposizione dell'azienda in termini di efficienza. Il distretto subisce nell'anno della crisi una brusca frenata, in cui si avvertono maggiori difficoltà per le imprese di piccole e piccolissime dimensioni a conseguire una efficace conduzione della gestione caratteristica e tipica dell'impresa (rispettivamente -1,1% e -0,79%). La media impresa invece sembra mantenere un buon livello di redditività anche nell'anno della crisi conseguendo valori positivi dell'indice osservato (3,13%). Tale condizione può essere ulteriormente analizzata attraverso l'adozione del ROS, un indice che misura la redditività delle vendite. Da esso si evince che soltanto le medie imprese sono riuscite a conseguire indici positivi (0,82%), a dimostrazione che il distretto, principalmente nelle sue espressioni minori, perde in termini di economicità.

Alla luce di queste considerazioni diventa molto interessante verificare come sono stati modificati gli investimenti e le fonti di finanziamento nel campione selezionato. Nel 2009 si registra un arresto nelle politiche d'investimento, in controtendenza rispetto al triennio precedente. Volendo verticalizzare l'analisi rispetto alle componenti del capitale investito, e in particolar modo rispetto alle variazioni subite dal capitale circolante lordo e dalle immobilizzazioni, emerge che per quanto riguarda il CCL già nel corso degli anni 2006/2008 il distretto subiva una flessione pari al 2,2%, che passava al 9,9% nell'anno della crisi. Per quanto attiene invece il tasso degli investimenti nell'attivo fisso il periodo pre-crisi registra un saldo positivo soprattutto grazie agli investimenti posti in essere dalle microimprese (46%) e dalle piccole imprese (50%) e questo potrebbe rappresentare un segnale di ammodernamento del comparto relativamente alle imprese di più modeste dimensioni.

Dalla lettura della tabella 2 emerge altresì una situazione di sostanziale riduzione dei finanziamenti bancari pari al 11,1%, con punte del 32% per le piccole imprese e del 23,1% per quelle di ridotta dimensione. In questo scenario, le medie imprese riescono a conservare un profilo di sostanziale equilibrio, pur registrando un valore negativo di circa il 6%. Si delinea, soprattutto per le piccole imprese, una relazione tra la caduta degli investimenti e la minore capacità o disponibilità di risorse finanziarie attinte con il vincolo del prestito bancario. Da questo punto di vista, invece, le microimprese sembrano contenere maggiormente gli effetti negativi derivanti dalla contrazione del credito bancario con ripercussioni limitate rispetto alle politiche d'investimento avviate nel periodo pre-crisi. Si viene quindi a creare una sorta di dualismo tra le piccole imprese da una parte e le micro e medie imprese dall'altra, che potrebbe essere in parte spiegato dalla maggiore propensione delle unità più piccole a ricorrere al finanziamento dei soci (+4,7%), mentre le medie imprese sembrerebbero più orientate a consolidare le passività (+19,8%). Questa circostanza potrebbe segnalare per una buona parte del campione una sensibilità maggiore della struttura finanziaria rispetto al canale di finanziamento attinto con il vincolo del prestito bancario.

Per quanto concerne la composizione delle fonti di finanziamento, nel periodo 2006-2008 si assiste a una forte crescita delle esposizioni di natura bancaria. In termini di durata delle esposizioni, cresce l'indebitamento a breve periodo (58,2%) mentre si riduce quello a lungo periodo (-15,5%). Nel 2009 gli effetti della crisi sembrano tradursi in una contrazione dei debiti bancari di breve periodo (-33,5%) e in un incremento di quelli di lungo periodo (18,4%). È presumibile che per fronteggiare la riduzione dell'offerta di credito a breve avviato dal sistema creditizio bancario le imprese abbiano preferito la via del consolidamento delle passività.

Tabella 2 - Tassi di crescita degli indicatori economici e finanziari (in %)

	2006-2008	2009
Capitale investito	8,5	-6,9
- Capitale circolante lordo	-2,2	-9,9
- Immobilizzazioni tecniche	14,5	-5,5
Definiti finanziari totali	4,0	0,2
Debiti verso banche	15,0	-11,1
- debiti verso banche a breve	58,2	-33,5
- debiti verso banche a lungo	-15,5	18,4
Patrimonio netto	19,4	-7,0

Fonte: ns. elaborazione su dati di bilancio.

Dall'analisi descrittiva sin qui condotta emerge chiaramente che la crisi ha comportato per il campione in oggetto un'inversione di tendenza nell'espansione degli investimenti e ciò ha colpito più marcatamente le componenti del circolante lordo, quali le scorte e i crediti di natura commerciale, anche in conseguenza della riduzione generalizzata del fatturato che ha generato immediatamente un inevitabile contenimento di magazzino e riduzione del monte crediti. Per quanto attiene le fonti di finanziamento in conseguenza della conosciuta contrazione del credito offerto si innesca un meccanismo di consolidamento delle passività bancarie, in risposta al calo di liquidità scaturente dalla contrazione del fatturato, fermo restando la struttura immutata dei costi.

Vale la pena sottolineare come il tasso di crescita del patrimonio netto, che rappresenta un'ulteriore fonte di finanziamento attinta con il vincolo della proprietà, coincida con la variazione negativa fatta registrare dagli investimenti. Ciò sembrerebbe suggerire che la caduta degli stessi non sia esclusivamente riconducibile alle mutate condizioni dei rapporti banca-impresa (anzi si assiste ad un consolidamento di tale rapporto), ma piuttosto sia conseguenza di un comportamento prudentiale posto in essere dall'imprenditore che ha frenato gli apporti di capitale in controtendenza rispetto al periodo pre-crisi in cui addirittura l'aggregato registrava un incremento di patrimonio netto pari al 9,4%.

4. Analisi empirica

Il contesto in cui si muove il presente lavoro è caratterizzato dallo stretto legame instauratosi tra le prospettive di sviluppo e crescita delle piccole e medie imprese del distretto abruzzese e i loro rapporti con gli intermediari bancari e le variabili che in qualche modo possono condizionare tale correlazione. Accettare la presenza di asimmetrie nel rapporto banca-impresa significa in altri termini dover accettare che nel settore si possano verificare fenomeni di razionamento del credito, soprattutto nelle fasi recessive,

come quella attuale. Un'impresa si dice razionata quando richiede una maggior quantità di credito senza però riuscire a conseguirlo sul mercato, e quindi si verifica un eccesso di domanda sul mercato del credito con un tasso d'interesse effettivo superiore a quello di equilibrio. L'impresa razionata per ottenere maggiore credito sarà disposta di conseguenza a pagare un costo del denaro più alto e questo si traduce in un maggior costo rispetto a quanto avrebbe dovuto sostenere in condizioni di maggiore trasparenza informativa.

Come si accennava, la principale finalità concerne l'analisi della relazione tra le variazioni degli investimenti e dei finanziamenti concessi dalle banche nel periodo definito. La disamina presentata dei valori relativi alle performance economiche e finanziarie consente di far emergere alcuni aspetti interessanti relativi al distretto teramano e agli effetti prodotti dalla crisi. Per poter cogliere al meglio il fenomeno, in questo paragrafo viene adottata una specificazione econometrica, in modo da testare, a parità di altre condizioni, la significatività del legame tra struttura finanziaria e investimenti aziendali. L'esame delle determinanti della crescita del capitale investito avviene su due distinti livelli temporali. Il primo riguarda l'intervallo 2006-2008, che esprime un periodo di congiuntura favorevole dove le variabili assumono in media valori positivi. Il secondo, invece, riguarda un solo anno, il 2009, in cui come è noto si manifestano in media gli effetti negativi della crisi riflessi in un generale rallentamento dell'indebitamento bancario e in una flessione del capitale investito.

Il modello econometrico mira a definire la relazione esistente tra il tasso di crescita del totale del capitale investito e diverse variabili assunte come indipendenti. Queste vengono fatte ricondurre essenzialmente a tre indicatori: il tasso di crescita dei debiti bancari, il tasso di crescita del patrimonio netto e la variazione del grado di leverage, che misura l'esposizione dei debiti bancari sul totale passivo. Questa variabile fornisce una misura indiretta della dipendenza finanziaria rispetto a fonti esterne, non riconducibili tipicamente alla proprietà. Pertanto, una relazione negativa con la variazione del volume degli investimenti potrebbe segnalare un tendenziale maggior ricorso a capitale proprio. Il modello prevede l'applicazione di una OLS con dati cross-section. Inoltre, al fine di approfondire la relazione complessiva si ritiene opportuno disaggregare la variabile dipendente in due parti. Nelle tabelle 3, 4 e 5 sono riportati i valori per il periodo 2006-2008, adottando rispettivamente come variabile da spiegare il capitale investito, il capitale circolante lordo e le immobilizzazioni materiali.

Dall'analisi è possibile innanzitutto rilevare una buona attendibilità statistica; il modello spiega circa il 66% degli investimenti in capitale investito. Inoltre, il modello sembra essere immune da problemi di eteroschedasticità. Per quanto riguarda le determinanti, i coefficienti che esprimono la variazione dei debiti bancari e della leva finanziaria assumono rispettivamente valori positivi e negativi e sono statisticamente significativi, a differenza di quanto accade per il coefficiente del patrimonio netto (tabella 3). Il dato, se

confrontato con la leva finanziaria, potrebbe tuttavia fornire indicazioni più puntuali. L'indicazione è che la crescita del patrimonio netto sembra influenzare le decisioni di investimento quando la performance avviene in misura superiore a quella dei debiti finanziari. La relazione assume significatività statistica laddove tale variazione comporta altresì un riassetto della struttura finanziaria e un maggior peso sul totale delle fonti di finanziamento. In pratica, il ricorso all'autofinanziamento determina una crescita del capitale investito nella misura in cui si determina una effettiva minore incidenza dai debiti bancari. Un aspetto che non sempre e nelle diverse imprese sembra essere così automatico.

Tabella 3 - Modello econometrico. Variabile dipendente: variazione Capitale investito 2006-2008.

Source	SS	df	MS	Number of obs = 50		
Model	9.12269922	3	3.04089974	F(3, 46)	=	30.33
Residual	4.61147053	46	.100249359	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.6642
				Adj R-squared	=	0.6423
Total	13.7341698	49	.280289179	Root MSE	=	.31662

capinv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
debban	.4129755	.046266	8.93	0.000	.3198469	.506104
pn	.0262352	.0493668	0.53	0.598	-.0731351	.1256054
leva	-.741193	.1464765	-5.06	0.000	-1.036035	-.446351
_cons	.0178424	.0468	0.38	0.705	-.076361	.1120459

Fonte: ns elaborazione. Legenda: debban (variazione dei debiti bancari); pn (variazione del patrimonio netto; leva (variazione della leva finanziaria).

Per quanto riguarda il capitale circolante lordo, i risultati del modello sono pressoché confermati (tabella 4). Inoltre, è visibile un miglioramento del grado di attendibilità statistica, per effetto di un R^2 superiore al 76%. Di contro, si ottengono informazioni diverse quando viene adottata come variabile dipendente la crescita delle immobilizzazioni tecniche. In questo caso, il ricorso al patrimonio netto emerge come principale determinante dell'investimento. Il coefficiente, a differenza delle altre elaborazioni, assume segno positivo e acquista significatività statistica. L'indicazione viene altresì confermata dal coefficiente del leverage, che mantiene il segno negativo e la significatività statistica.

Tabella 4 - Modello econometrico. Variabile dipendente Capitale circolante lordo 2006-2008

Source	SS	df	MS	Number of obs = 50		
Model	14.9948853	3	4.99829511	F(3, 46) = 49.46		
Residual	4.64852789	46	.101054954	Prob > F = 0.0000		
Total	19.6434132	49	.400885984	R-squared = 0.7634		
				Adj R-squared = 0.7479		
				Root MSE = .31789		

ccn	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
debban	.4731752	.0464515	10.19	0.000	.3796732	.5666772
pn	-.0407251	.0495648	-0.82	0.416	-.1404939	.0590436
leva	-.4418831	.1470639	-3.00	0.004	-.7379074	-.1458589
_cons	-.0122387	.0469876	-0.26	0.796	-.1068199	.0823425

Fonte: ns elaborazione. Legenda: debban (variazione dei debiti bancari); pn (variazione del patrimonio netto; leva (variazione della leva finanziaria).

L'analisi econometrica permette dunque di cogliere nel periodo pre-crisi, un nesso positivo tra la crescita delle immobilizzazioni e le variazioni del patrimonio netto. Di contro la componente del capitale investito riconducibile alle scorte e ai crediti commerciali appare coperta prevalentemente dal sistema creditizio bancario, con ciò confermando un sostanziale equilibrio della struttura finanziaria del distretto. Emerge, in effetti, una corretta contrapposizione tra gli impieghi di breve periodo che coincidono con le componenti del circolante lordo e le fonti di breve periodo rappresentate dall'indebitamento bancario (affidamenti, strumenti auto liquidanti, anticipi). Allo stesso modo gli investimenti durevoli appaiono ampiamente coperti dal ricorso a fonti di finanziamento durevoli riconducibili essenzialmente agli apporti di capitale proprio e a forme di reinvestimento degli utili conseguiti.

Tabella 5 - Modello econometrico. Variabile dipendente: variazione delle immobilizzazioni 2006-2008

Source	SS	df	MS	Number of obs = 50		
Model	36.9293967	3	12.3097989	F(3, 46)	=	11.11
Residual	50.9774515	46	1.10820547	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.4201
				Adj R-squared	=	0.3823
Total	87.9068482	49	1.79401731	Root MSE	=	1.0527

imm	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
debban	.2538452	.1538264	1.65	0.106	-.0557913	.5634817
pn	.7293357	.1641363	4.44	0.000	.3989465	1.059725
leva	-1.011628	.4870095	-2.08	0.043	-1.991927	-.0313287
_cons	.1435646	.1556019	0.92	0.361	-.1696458	.456775

Fonte: ns elaborazione. Legenda: debban (variazione dei debiti bancari); pn (variazione del patrimonio netto; leva (variazione della leva finanziaria).

Come evidenziato nell'analisi descrittiva, il 2009 presenta in media una diminuzione dell'indebitamento finanziario e una conseguente flessione degli investimenti aziendali. Tuttavia, si riscontra una maggiore disomogeneità nei risultati conseguiti tra le imprese, con alcune di esse che sembrano registrare valori meno critici. Sotto il profilo econometrico, le variabili indipendenti mantengono una certa importanza nello spiegare la dinamica della variazione del capitale investito. In questo caso, il ricorso bancario assume un ruolo prevalente mentre dal punto di vista delle fonti proprie, è la leva finanziaria che sembra perdere di importanza (tabella 6). L'analisi conferma l'esistenza di una relazione positiva e strettamente significativa tra indebitamento e investimenti. Ciò è quanto sembra emergere anche dal confronto dei risultati assunti dalle due componenti (tabella 7 e 8). È indicativo il caso delle immobilizzazioni, in ragione di una diversa assunzione delle fonti di finanziamento a favore dei debiti bancari, il cui coefficiente mantiene, a differenza del patrimonio netto, una significatività statistica, seppur solo al 10%. La considerazione è che il rapporto tra imprese e banche durante questa prima fase della crisi sia riconducibile essenzialmente alla variazione del capitale circolante lordo, che registra una flessione superiore, e meno a quella dell'attivo fisso. Si sottolinea che la contrazione subita dal capitale circolante lordo potrebbe essere spiegata in particolare dalla forte caduta di fatturato che in maniera diffusa ha colpito più o meno le imprese del campione. Questo calo di performance produce direttamente una riduzione dei crediti commerciali e indirettamente dello stock di scorte collegate al ciclo produttivo in conseguenza delle politiche di contenimento dei costi di produzione. Di contro, la minore flessione della componente tecnica del capitale investito è da attribuire al mutato assetto finanziario, in ragione di un maggior ricorso da parte delle imprese all'indebitamento di lungo periodo, determinando un effetto di sostituzione rispetto ai rapporti di breve periodo. In altri termini, il calo delle

immobilizzazioni è stato attenuato principalmente dal ricorso a forme di finanziamento diverse a quelle riconducibili alla proprietà.

Dalle stime effettuate sembrerebbe che le decisioni di investimento siano significativamente influenzate dalla variabile dei debiti bancari, in particolare con riferimento alla variazione del capitale circolante lordo, nonostante gli effetti della crisi di liquidità del sistema bancario. Tali conclusioni consentono di evidenziare che rispetto al periodo pre-crisi le imprese, secondo il sistema di gerarchia delle fonti di finanziamento (Damodaran, 2006), hanno seguito un preciso ordine nella scelta dei capitali da attingere, passando dagli utili non distribuiti e apporti diretti a operazioni di indebitamento bancario di lungo periodo. Una situazione che notoriamente trova particolare conferma nei periodi di crisi e di incertezza.

Tuttavia, le differenze rispetto al periodo pre-crisi invitano a una certa cautela. Il modello econometrico per il 2009, infatti, riduce la sua capacità esplicativa, sottolineando viceversa il ruolo di altre potenziali variabili nello spiegare l'andamento del capitale investito. Un aspetto importante, questo, che potrà essere oggetto di ulteriori approfondimenti, tenuto conto della complessità proprio della fase congiunturale attuale e del fatto che gli effetti della crisi appaiono ancora difficili da inquadrare con esattezza e che non sembrano aver ancora esaurito la propria diffusione.

Tabella 6 - Modello econometrico. Variabile dipendente: variazione capitale investito (2009)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 50		
Model	.880892442	3	.293630814	F(3, 46) =	6.17	
Residual	2.19028992	46	.047614998	Prob > F =	0.0013	
				R-squared =	0.2868	
				Adj R-squared =	0.2403	
Total	3.07118236	49	.062677191	Root MSE =	.21821	

capinv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
debban	.3749052	.1099794	3.41	0.001	.1535282	.5962822
pn	.0505012	.0288268	1.75	0.086	-.0075242	.1085266
leva	-.0142627	.0100224	-1.42	0.161	-.0344368	.0059114
_cons	-.006936	.0330407	-0.21	0.835	-.0734435	.0595716

Fonte: ns. elaborazione. Legenda: debban (variazione dei debiti bancari); pn (variazione del patrimonio netto; leva (variazione della leva finanziaria).

Tabella 7 - Modello econometrico. Variabile dipendente: variazione capital circolante lordo (2009)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 50		
Model	1.53621969	3	.512073229	F(3, 46) = 5.17		
Residual	4.56038655	46	.099138838	Prob > F = 0.0037		
Total	6.09660623	49	.124420535	R-squared = 0.2520		
				Adj R-squared = 0.2032		
				Root MSE = .31486		

ccn	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
debban	.5310408	.1586943	3.35	0.002	.2116058	.8504759
pn	.0513839	.0415956	1.24	0.223	-.0323436	.1351114
leva	-.0150549	.0144618	-1.04	0.303	-.0441651	.0140552
_cons	-.0042933	.047676	-0.09	0.929	-.1002601	.0916734

Fonte: ns. elaborazione. Legenda: debban (variazione dei debiti bancari); pn (variazione del patrimonio netto; leva (variazione della leva finanziaria).

Tabella 8 - Modello econometrico. Variabile dipendente: variazione immobilizzazioni (2009)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 50		
Model	1.90994467	3	.636648222	F(3, 46) = 2.42		
Residual	12.1121253	46	.263307073	Prob > F = 0.0783		
Total	14.02207	49	.286164694	R-squared = 0.1362		
				Adj R-squared = 0.0799		
				Root MSE = .51313		

imm	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
debban	.4527005	.2586251	1.75	0.087	-.0678848	.9732858
pn	.105543	.0677885	1.56	0.126	-.0309083	.2419942
leva	-.0296681	.0235685	-1.26	0.214	-.0771092	.0177729
_cons	.0281055	.0776978	0.36	0.719	-.1282921	.1845031

Fonte: ns. elaborazione. Legenda: debban (variazione dei debiti bancari); pn (variazione del patrimonio netto; leva (variazione della leva finanziaria).

5. Conclusioni

La crisi finanziaria originata dai mercati dei mutui dei *subprime* negli Usa e dalla politica monetaria espansiva della Federal Reserve si è via via trasmessa all'intero sistema bancario e

all'economia degli altri paesi attraverso la cartolarizzazione dei mutui e i meccanismi insiti nei processi di innovazione finanziaria. Gli effetti micro e macroeconomici sono diversi e alcuni di essi sono ancora in via di manifestazione. Il lavoro ha analizzato il legame tra banche e imprese all'interno di un distretto industriale specializzato in settori tradizionali, ovvero a forte concorrenza e con modeste innovazioni. In particolare, l'attenzione è stata riservata al ruolo della struttura finanziaria e alla relazione con il volume del capitale investito. Il periodo di analisi che copre l'intervallo 2006-2009 ha permesso di inquadrare in primis gli aspetti essenziali del legame tra investimenti e indebitamento finanziario nel periodo pre-crisi e successivamente i cambiamenti intervenuti come effetto dello shock economico.

I risultati ottenuti, limitatamente al settore del tessile-abbigliamento, indicano una tendenza molto significativa tra le imprese del campione selezionato e le banche. L'indicazione principale riguarda il ruolo dell'indebitamento bancario che, per molte imprese non è diminuito nel corso della crisi, ma anzi ha posto le basi per fronteggiare il calo del fatturato e del capitale circolante lordo pur in condizioni di difficoltà di attingere all'autofinanziamento. Le analisi hanno evidenziato una sostanziale solidità finanziaria e un equilibrio tra le fonti di finanziamento con un nesso particolarmente significativo tra crescita delle immobilizzazioni e patrimonio netto. Tuttavia, il quadro ultimo offerto dalla crisi segnala una maggiore tendenza alle fonti bancarie e soprattutto all'indebitamento a lungo termine, soprattutto per fronteggiare gli effetti negativi ed evitare una eccessiva restrizione degli investimenti materiali programmati negli esercizi precedenti.

Tale circostanza potrebbe dunque fornire indicazioni sul rapporto stretto tra banca e impresa, sulla base di un sistema consolidato di relazioni di tipo fiduciario. L'assenza di tale rapporto significativo ed esclusivo tra la banca e l'impresa, in mancanza di una ulteriore ricapitalizzazione societaria, avrebbe potuto compromettere l'equilibrio finanziario delle imprese stesse, minandone i presupposti di economicità e sussistenza. Il fenomeno del Credit Crunch, che si manifesta tipicamente mediante il razionamento del credito e nell'allungamento dei tempi di istruttoria, pare non aver colpito il campione oggetto di osservazione e tale circostanza risulta peraltro rafforzata dai dati provinciali sulla crescita degli impieghi. In questo ambito, dalla lettura dei dati inerenti i tassi di variazione degli impieghi bancari nel 2009 non emerge una contrazione nella concessione di linee di credito da parte del sistema bancario provinciale e regionale. La crescita si pone rispettivamente nell'ordine dell'1,6% e dell'1,8% contro la flessione nazionale (-0,2%) e delle altre importanti circoscrizioni territoriali del paese (Nord-ovest -1,8% e Nord-est -0,3%). Soprattutto le piccole imprese, caratterizzate dalla estrema sottocapitalizzazione e dalla forte dipendenza bancaria, in particolare per la copertura del capitale circolante e quindi della produzione, sembrano non aver risentito eccessivamente degli effetti della crisi. Ciò è stato possibile anche grazie al ricorso delle garanzie fornite dai Confidi che hanno permesso di rafforzare il

potere negoziale della singola impresa, consentendo sia di ottenere una quantità di credito aggiuntiva rispetto ai singoli affidamenti alle imprese e sia permettendo di spuntare tassi di interesse ed oneri accessori migliori rispetto a quelli generalmente concessi. I Confidi, nella loro accezione d'istituzione intermedia, possono svolgere un ruolo di catalizzatore cooperativo, garantendo alle imprese del distretto l'opportunità di collocarsi sul mercato del credito con una specifica identità. In prospettiva, i Confidi potranno rappresentare un anello importante nel mercato finanziario, promuovendo le strategie volte al rafforzamento patrimoniale, condizione essenziale per accrescere gli investimenti in direzione di piani innovativi, in modo da garantire una crescita dimensionale in grado di posizionare l'impresa prima e il distretto poi su maggiori livelli di competitività.

6. Bibliografia

- Allen F. (1993), *Stock Market and Resources Allocation*. In: Mayer C., Vives X. (eds) *Capital Markets and Financial Intermediation*. Cambridge University Press Cambridge.
- Bagella M. (a cura di) (2004), *Finanza e crescita. Quali vincoli? Quali rischi?*, Il Mulino, Bologna.
- Beck T., Levine R. (2001), *Stock Market, Bank and Economic Growth: Correlation or causality in World Bank. Working Papers*, 2146.
- Casmiri G. (2011), *Economia e finanza dei distretti industriali*, Tesi di Dottorato, Dipartimento di Economia e Storia del Territorio, Università G. D'Annunzio di Pescara.
- Damodaran A. (2006), *Finanza aziendale*, Apogeo, Trento.
- Goldsmith R. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- Levine R., Zervos S. (1998), *Stock Market, Bank and Economic Growth*, *American Economic Review*, 88: 537-558.
- Mayer C. (1988), *New Issue in Corporate Finance*, *European Economic Review*, 3: 1167-1189.
- Rajan R., Zingales L. (1998), *Financial Dependence and Growth*, *American Economic Review*, 88: 559-586.
- Sharpe M. (1990), *Asymmetric Information, Bank Lending and implicit Contracts: A stylized Model of Customer Relationship*, *Journal of Finance*, 45: 716-727.

ABSTRACT

The paper studies the industrial districts and trades mainly of the relationship between bank and undertaking after the first signals of the financial crisis. The paper is turned to a representative sample of society in the district of the textile-attire in the province of Teramo, expression more finished than the model of place development of the region of Abruzzo and among Italian provinces with the more tall rate of industrialization.

In particular, the objective is to analyse the role of financial components of the economic performances and seek the formality who explicit the financial recourse. Analyses have underlined a substantial financial solidity with a meaningful connection among growth of fixed capital and common share. However, in the year of the crisis (2009) we signal a greater influence of the banking indebtedness, above all with reference to the debts in the long term. In that respect, seem assume a non negligible role the *Confidi*, who have facilitated and guaranteed the channel of transmission of the credit, in particular to benefit all of the small firms.