

**Stefano Miani
Roberto Cappelletto
Josanco Floreani
Michela C. Mason
Federico Beltrame**

**STRUMENTI FINANZIARI
A SUPPORTO
DELLO SVILUPPO DELLE PMI**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Stefano Miani
Roberto Cappelletto
Josanco Floreani
Michela C. Mason
Federico Beltrame

**STRUMENTI FINANZIARI
A SUPPORTO
DELLO SVILUPPO DELLE PMI**

FrancoAngeli

Questa pubblicazione è realizzata con il finanziamento dell'UE, Fondo Europeo per lo Sviluppo Regionale (FESR), Programma Interreg IV Italia-Austria, Progetto dal titolo “Strumenti finanziari a supporto dello sviluppo delle PMI” (FIDES).



Copyright © 2015 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Premessa	pag.	9
1. La finanza delle P.M.I.: un inquadramento teorico, di <i>Josanco Floreani e Stefano Miani</i>	»	13
1.1. Introduzione	»	13
1.2. Il quadro di riferimento	»	15
1.3. Impresa e crescita: dall'orientamento imprenditoriale alla resource based view	»	17
1.4. Imperfezioni di mercato e finanziamento d'impresa. L'approccio convenzionale	»	20
1.5. Piccole banche e grandi banche. Quale interlocutore per le P.M.I.?	»	27
1.6. Il finanziamento alle P.M.I.: gap finanziari o vincoli dal lato dell'offerta?	»	32
1.7. Il finanziamento della piccola e media impresa: un quadro concettuale evoluto	»	39
1.8. Conclusioni	»	46
2. La performance economico-finanziaria delle P.M.I. nel rapporto con gli istituti di credito: misurazione e criticità, di <i>Federico Beltrame e Roberto Cappelletto</i>	»	47
2.1. La misurazione della performance economico-finanziaria delle piccole e medie imprese: aspetti generali	»	47
2.2. Limiti alla misurazione della performance da parte dei terzi: le azioni di earnings management	»	54
2.3. Il concetto di performance in un'accezione creditizia	»	58
2.3.1. Gli elementi fondamentali per la valutazione della performance in un'ottica bancaria	»	59
2.3.2. La definizione dei performance per la banca: il pricing corretto per il rischio	»	63
2.4. Gli effetti dell'earnings quality sul costo del debito	»	65

3. Entrepreneurship e gestione aziendale , di <i>Michela C. Mason</i>	pag.	68
3.1. Introduzione	»	68
3.2. Costrutti teorici	»	69
3.2.1. Corporate entrepreneurship	»	69
3.2.2. Imprenditorialità aziendale	»	71
3.3. Quadri teorici: la gestione strategica	»	73
3.3.1. Il modello: Industrial Organisation (IO)	»	73
3.3.2. Il modello Resource-Based View (RBV)	»	74
3.3.3. Knowledge-Based View (KBV)	»	75
3.4. L'imprenditorialità aziendale nelle economie emergenti	»	76
3.5. I costrutti dell'orientamento imprenditoriale delle imprese	»	77
3.5.1. La percezione dell'orientamento imprenditoriale	»	78
3.5.2. L'innovatività	»	80
3.5.3. La propensione al rischio	»	81
3.5.4. La proattività	»	82
3.6. La gestione strategica e l'imprenditorialità in base all'approccio Resource-Based View	»	84
3.7. Le pratiche di gestione strategica	»	87
3.7.1. L'intensità del monitoraggio	»	87
3.7.2. La locus della pianificazione	»	89
3.7.3. Flessibilità di pianificazione	»	91
3.7.4. Orizzonte temporale della pianificazione	»	93
3.7.5. Le performance di controllo degli attributi	»	94
3.7.6. Le performance aziendali	»	95
3.8. Le dimensioni del business ambientale	»	96
3.8.1. La turbolenza ambientale	»	97
3.8.2. L'ostilità ambientale	»	98
3.8.3. Il dinamismo ambientale	»	99
3.9. Gli effetti dell'ambiente sulle pratiche di gestione strategica e di orientamento all'imprenditorialità	»	100
3.10. Conclusioni	»	101
4. Criteri di campionamento, obiettivi e metodologia , di <i>Josanco Floreani e Michela C. Mason</i>	»	104
4.1. Introduzione	»	104
4.2. Criteri di campionamento e descrizione del campione	»	105
4.3. Obiettivi dell'analisi	»	110
4.4. La descrizione del questionario	»	111
4.4.1. L'articolazione del questionario	»	111

4.4.2. Dati generali, occupazione, strategie, produzione e rapporti con il mercato	pag.	112
4.4.3. Fonti di finanziamento, soddisfazione e fabbisogni percepiti	»	116
5. Struttura proprietaria, orientamento imprenditoriale e comportamento finanziario delle P.M.I. nelle aree di programma, di Josanco Floreani e Michela C. Mason	»	119
5.1. Introduzione	»	119
5.2. Metodologia	»	120
5.3. Il campione indagato: età e dimensione delle imprese	»	121
5.4. La struttura proprietaria nelle imprese delle aree di programma	»	124
5.5. Rapporti con i fornitori e mercato di riferimento	»	126
5.6. Le strategie competitive	»	129
5.7. Obiettivi aziendali e percezione del rischio	»	135
5.8. Il comportamento finanziario delle imprese	»	141
5.9. Considerazioni conclusive	»	158
6. L'analisi economico-finanziaria operata sulle imprese del campione, di Federico Beltrame e Alex Sclip	»	160
6.1. Introduzione	»	160
6.2. Analisi economico-finanziaria delle imprese del campione	»	161
6.2.1. L'efficienza gestionale	»	162
6.2.2. La coerenza tra le fonti e gli impieghi	»	163
6.2.3. La struttura finanziaria	»	166
6.2.4. L'economicità	»	168
6.2.5. Il rapporto con le banche	»	171
6.3. L'analisi settoriale	»	175
6.3.1. La redditività e i costi	»	175
6.3.2. La struttura finanziaria	»	177
6.4. Conclusioni	»	178
7. L'impatto dell'Entrepreneurial Orientation sulle performance. Il ruolo della leva finanziaria, di Josanco Floreani e Michela C. Mason	»	180
7.1. Introduzione	»	180
7.2. EO e performance	»	181
7.3. EO e leva finanziaria (leverage)	»	186
7.4. Le ipotesi del modello teorico di riferimento	»	187

7.5. Misurazione dei costrutti	pag.	189
7.6. Descrizione del campione e metodologia	»	191
7.6.1. Il campione e le variabili indagate	»	191
7.6.2. La metodologia	»	192
7.7. I risultati	»	194
7.8. Il ruolo della leva finanziaria: implicazioni	»	200
7.9. Conclusioni	»	201
8. Servizi e strumenti finanziari a supporto dello sviluppo delle imprese locali , di <i>Josanco Floreani e Federico Beltrame</i>	»	203
8.1. Introduzione	»	203
8.2. Il finanziamento delle P.M.I. Gli strumenti attivabili	»	204
8.3. Profili patrimoniali e finanziari nelle aree di programma: una sintesi	»	206
8.4. Il capitale di rischio	»	208
8.5. Prodotti e servizi di tipo obbligazionario. Il caso dei mini-bond	»	211
8.6. I programmi di sostegno alle P.M.I.	»	216
8.7. Un fondo transfrontaliero per le P.M.I.	»	219
8.7.1. Premessa	»	219
8.7.2. Il fondo transfrontaliero per le P.M.I. Governance e forme tecniche di intervento	»	220
8.7.3. La funzione di garanzia	»	224
8.7.4. Le sinergie attivabili	»	228
8.8. Conclusioni	»	233
Appendici	»	235
Appendice 1. Il Questionario	»	235
Appendice 2	»	248
Bibliografia	»	253

PREMESSA

Il presente rapporto viene redatto a compendio del Progetto di ricerca INTERREG IV ITALIA-AUSTRIA intitolato “Strumenti Finanziari a Supporto dello sviluppo delle P.M.I.”.

Il progetto ha avuto inizio nell’ottobre 2012 ed è terminato nell’ottobre 2014. Lo sviluppo della proposta progettuale e la realizzazione delle Work-packages nelle quali la medesima si articola si fonda su un partenariato composto dal Dipartimento di Scienze Economiche e statistiche – DIES – dell’Università degli Studi di Udine in qualità di lead partner e dalla Pöschl and Partner GmbH in qualità di partner.

Lo studio si inserisce in un contesto nel quale per ragioni tanto strutturali quanto congiunturali le piccole e medie imprese soffrono rilevanti vincoli finanziari che ne comprimono le potenzialità competitive con particolare riferimento ai processi di innovazione e internazionalizzazione. L’obiettivo principale del progetto è quello di attivare sinergie in ambito sociale ma soprattutto economico tra le P.M.I. della provincia di Udine e della regione Carinziana.

In particolare si vogliono individuare dei modelli di finanziamento (a titolo di capitale proprio e di debito) atti a supportare efficacemente le strategie di cooperazione transfrontaliera tra le imprese rientranti nella medesima area di programma.

Diviene, pertanto, essenziale, sviluppare degli strumenti di accesso al capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese attraverso i seguenti obiettivi trasversali.

Il primo, è individuare i gap finanziari manifestati dalle imprese localizzate nell’area di programma e gli effetti sulle politiche di crescita, internazionalizzazione e innovazione.

Il secondo obiettivo è individuare dei percorsi volti a potenziare i servizi finanziari e creditizi a supporto dell'imprenditorialità nelle due aree di programma. Peraltro, le considerazioni e le proposte che emergono dal lavoro sono suscettibili di estensione ad ambiti territoriali più ampi.

Il lavoro si articola nel modo seguente. Dapprima sarà fornito un quadro teorico di riferimento in relazione al problema dei rapporti della piccola e media impresa con il sistema finanziario e una concettualizzazione dell'orientamento imprenditoriale. In particolare, sarà fornito il quadro concettuale di riferimento entro il quale calare le criticità connesse alla gestione finanziaria e manageriale delle P.M.I. Nella fattispecie saranno trattate sotto un profilo teorico le problematiche connesse ai vincoli finanziari per la piccola e media impresa e le relative determinanti, con particolare riferimento ai fenomeni di financing gap ed equity gap (capitolo 1). Si passa poi a fornire l'inquadramento teorico della misurazione della performance economico-finanziaria dell'impresa nel rapporto con gli istituti di credito (capitolo 2). Successivamente, saranno presentati e discussi gli archetipi di riferimento della teoria dell'entrepreneurship (capitolo 3).

Il lavoro prosegue, poi, presentando i risultati dell'indagine qualitativa condotta mediante somministrazione di un questionario al campione di riferimento nelle due aree di programma (Provincia di Udine e Land Carinziano).

L'indagine, in particolare, mira ad esaminare in primo luogo aspetti quali struttura proprietaria, mercato di riferimento e caratteristiche delle imprese nelle aree di programma in termini di occupazione, soprattutto femminile. Successivamente, si indagano i profili manageriali delle imprese (obiettivi, strategie d'impresa e orientamento imprenditoriale nelle sue diverse articolazioni). Infine, si indagano aspetti connessi alla struttura finanziaria dell'impresa (in specie, i livelli di indebitamento) e i rapporti col sistema finanziario (soddisfazione verso gli intermediari, fabbisogni percepiti dall'impresa e propensione ad intraprendere processi di ricapitalizzazione).

Saranno pure presentati i risultati di un'indagine quantitativa su dati economico-finanziari delle P.M.I. nelle medesime aree.

Il capitolo 4 descrive il campione di riferimento, i criteri di campionamento nonché obiettivi e metodologia dell'analisi. Il capitolo 5 presenta in forma esaustiva i risultati dell'indagine mediante questionario.

Nel successivo capitolo 6 si procede ad uno studio delle complessive condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale delle imprese intervistate della provincia di Udine raffrontate con l'universo delle imprese della provincia. In appendice si forniscono i dati aggregati relativi alle imprese carinziane.

Il capitolo 7 si focalizza sulle performance soggettive e le sue determinanti. Sotto il profilo teorico, esiste un'ampia e articolata letteratura di riferimento che esplora le relazioni tra performance soggettive e attribuiti del profilo manageriale dell'azienda, quali le diverse dimensioni dell'orientamento imprenditoriale e l'energia competitiva. Il presente lavoro, peraltro, innova e completa la letteratura esistente indagando il ruolo moderatore della struttura finanziaria sulle performance.

Sulla scorta dei risultati ottenuti, nel capitolo 8 si provvederà a tratteggiare i profili tecnici ed organizzativi di un modello di finanziamento utile a supportare le imprese delle aree di programma nei loro processi di crescita e internazionalizzazione. Nella fattispecie, un utile strumento di supporto finanziario, mutuato da alcune best practices europee, è identificabile nello strumento del fondo transfrontaliero.

Udine, marzo 2015

Dipartimento di Scienze Economiche e Statistiche

1. LA FINANZA DELLE P.M.I.: UN INQUADRAMENTO TEORICO

di *Josanco Floreani e Stefano Miani**

1.1. Introduzione

Le tematiche connesse con la finanza d'impresa sono oggetto di ampio dibattito nella letteratura accademica. Il tradizionale filone di studi della teoria dell'intermediazione finanziaria concerne le giustificazioni, sotto un profilo concettuale, dell'intervento, a vario titolo e secondo logiche operative diverse, degli intermediari nel processo di allocazione delle risorse. Nella fattispecie, le imperfezioni dei mercati, riconducibili essenzialmente a fenomeni di distribuzione asimmetrica dell'informazione ed all'esistenza di costi di transazione, sono riconosciute come i fattori fondamentali cui ricondurre una funzione economicamente rilevante ai processi d'intermediazione.

È noto come le suddette imperfezioni possano condurre a fenomeni di selezione avversa nell'allocazione dei fondi così come, in talune circostanze, a fenomeni di fallimento del mercato e razionamento del credito. È, altresì, ampiamente riconosciuto come la piccola e media impresa avverta, a motivo di fattori peculiari, vincoli maggiormente stringenti all'accesso a fonti di finanziamento esterne. Nella letteratura teorica ed empirica tali fattori sono normalmente ricondotti ad attributi quali l'età, la dimensione e l'opacità dell'impresa e riconosciuti quale determinante fondamentale dei fenomeni di financing gap ed equity gap.

Il finanziamento della piccola e media impresa sollecita in misura crescente l'interesse dei pubblici poteri e degli operatori di mercato a ragione della rilevanza assunta dalle P.M.I. nel tessuto economico e produttivo di

* Benché frutto di uno sforzo congiunto, le tematiche trattate nel presente capitolo possono essere attribuite agli autori nel modo che segue. I paragrafi 1.1, 1.2, 1.3 e 1.4 sono attribuibili a Stefano Miani. I paragrafi 1.5, 1.6, 1.7 e 1.8 sono ascrivibili a Josanco Floreani.

diversi paesi. Tale interesse trova manifestazione in un'offerta sempre più ricca di strumenti e servizi finanziari "adatti" alle specifiche esigenze delle P.M.I. Tali strumenti e servizi normalmente arricchiscono il bouquet dell'offerta degli operatori di mercato; talvolta sono riconducibili a programmi di finanza agevolata dei policy maker. Manifestazioni del fenomeno in parola sono l'affermazione di segmenti di mercato per l'ammissione a negoziazione di strumenti finanziari (di debito o di capitale) di piccole e medie imprese, gli incentivi alle P.M.I. a collocare propri titoli di debito (nel contesto italiano si rammenta l'introduzione dei mini bond) o, ancora, l'affermazione di un apparato normativo volto a favorire la mobilitazione di risorse da canalizzare alla piccola e media impresa (si rammenta al proposito il fenomeno del crowdfunding).

Il presente capitolo è propedeutico alle successive parti del lavoro. Esso risponde all'obiettivo di definire il quadro concettuale di riferimento entro il quale collocare il problema dell'accesso delle P.M.I. a fonti di finanziamento esterne. Il capitolo si articola come segue. Il paragrafo 1.2 inquadra il problema del comportamento finanziario delle P.M.I. Il paragrafo 1.3 inquadra, da un punto di vista teorico, il costrutto della crescita dell'impresa. Il successivo paragrafo 1.4 richiama i principali contributi teorici in tema di imperfezioni dei mercati e gli effetti sull'accesso a fonti di finanziamento esterne da parte delle imprese. In particolare, si discutono le problematiche specifiche riguardanti le piccole e medie imprese. Il paragrafo 1.5 passa poi ad inquadrare, sempre in una prospettiva teorica, il mercato del credito per le P.M.I. focalizzandosi, in particolare, sul nesso tra dimensione della banca e finanziamento alla piccola impresa. Il paragrafo 1.6 discute gli archetipi concettuali a fondamento della cosiddetta *contentment hypothesis*. Il paragrafo 1.7, infine, definisce uno schema concettuale evoluto del finanziamento alla piccola e media impresa, contestualizzandolo nell'ambito della struttura complessiva del sistema finanziario. Va precisato, tuttavia, che il problema dell'accesso a fonti di finanziamento esterne andrebbe inquadrato nel contesto più generale degli stili manageriali, degli obiettivi, delle propensioni e delle strategie d'impresa. Tali fattori esplicano, ragionevolmente, un impatto significativo sul costo delle fonti. Nel capitolo 7 del presente lavoro si provvederà a formalizzare, sulla scorta dell'analisi qualitativa e quantitativa, ad una formalizzazione empirica di tali relazioni. Il paragrafo 1.8 conclude.

1.2. Il quadro di riferimento

Il tema del comportamento finanziario dell'impresa è al centro di un ampio dibattito teorico ed empirico volto a comprendere i fattori che guidano le scelte aziendali in materia di scelte di finanziamento e quelli che ne ostacolano l'accesso a fonti di finanziamento esterne. La tematica appare piuttosto complessa poiché tanto le scelte aziendali quanto gli ostacoli all'accesso al credito derivano dall'incrocio e dall'interazione di una serie di fattori che attengono alle caratteristiche dell'impresa, alle caratteristiche dell'imprenditore ed alla struttura del sistema finanziario.

Le caratteristiche dell'impresa e dell'imprenditore definiscono la struttura della domanda di strumenti e servizi finanziari. Le caratteristiche del sistema finanziario definiscono la struttura dell'offerta. Tali fattori sono sintetizzati nella tabella 1.1.

Tab. 1.1 – Caratteristiche dell'impresa, dell'imprenditore e struttura del sistema finanziario

Caratteristiche dell'impresa	Caratteristiche dell'imprenditore	Struttura del Sistema finanziario
Dimensione	Età	Sistemi basati sugli intermediari
Età	Esperienza	Sistemi basati sui mercati
Posizionamento nel ciclo di vita	Scolarità	Sviluppo degli investitori istituzionali
Quotazione	Quota di controllo posseduta	na
	Ricchezza personale	

Larga parte degli studi in tema di accesso a forme di finanziamento esterne si focalizzano dal lato dell'offerta. Normalmente, gli studi centrati sulla piccola e media impresa si focalizzano sul credito bancario. È, infatti, ampiamente documentato come la principale fonte di finanziamento esterno della piccola e media impresa sia rappresentata dal credito bancario (Beck, Demirguc-Kunt, Maskimovic, 2008). Di contro, l'accesso ai mercati (tanto azionari quanto obbligazionari) è limitato per una pluralità di fattori riconducibili ai costi di accesso percepiti come troppo elevati da una impresa di piccole e medie dimensioni ovvero alla riluttanza a comunicare con il mercato. In effetti, l'accesso al mercato dei capitali impone uno stile di comunicazione fondata sulla diffusione al pubblico di tutta una serie di informazioni rilevanti sulla vita e le strategie dell'impresa. Di contro, le P.M.I. sembrano prediligere uno stile di comunicazione maggiormente riservato con la banca.

Un problema largamente dibattuto in letteratura e sul quale si tornerà in modo più diffuso nelle pagine che seguono, riguarda l'origine dei vincoli all'accesso a fonti di finanziamento esterne. Laddove tali vincoli originino dalle imperfezioni o da fenomeni di incompletezza del sistema finanziario,

pertanto, la carenza di fonti di finanziamento esterne è riconducibile a vincoli dal lato dell'offerta; viceversa, se la carenza di fondi esterni è riconducibile alle preferenze dell'imprenditore di riferimento i vincoli finanziari trovano origine nelle caratteristiche della domanda.

Le caratteristiche dell'impresa quali età e dimensione, dalle quali generalmente vengono fatti discendere attributi quali il grado di trasparenza verso gli apportatori di capitale, sono riconosciute dalla letteratura specialistica come fattori rilevanti nel definire le condizioni di accesso dell'impresa a fonti di finanziamento esterne. Da esse, infatti, possono originare fenomeni di distribuzione asimmetrica dell'informazione o altre imperfezioni atte ad ostacolare significativamente la capacità dell'impresa di accedere a fonti di finanziamento esterne. Peraltro, tali fattori vanno valutati alla luce dello specifico status dell'impresa quale impresa quotata o non quotata. Lo status dell'impresa, nella fattispecie, costituisce un fattore di notevole rilievo per le conseguenze dal quale promanano. Un'impresa pubblica (ovvero i cui titoli sono negoziati su un mercato regolamentato) è soggetta, in forza degli assetti regolamentari vigenti, a degli obblighi stringenti di trasparenza che dovrebbero sostanzialmente differenziarla da un'impresa non quotata.

È utile, inoltre, riflettere su un ulteriore aspetto attinente alla specifica funzione obiettivo dell'impresa. Tanto le caratteristiche dell'impresa quanto quelle specifiche dell'imprenditore contribuiscono a plasmare la funzione obiettivo dell'impresa. Tradizionalmente la letteratura annette all'impresa l'obiettivo della massimizzazione della ricchezza. Se tale obiettivo può essere assunto come principio guida di un'impresa quotata e ad azionariato diffuso, è altrettanto ragionevole sostenere che per una piccola impresa a controllo familiare (o, comunque, concentrato nelle mani di un singolo soggetto) la funzione di utilità potrebbe assumere caratteristiche differenti (a prescindere da considerazioni sulla razionalità della specifica funzione obiettivo). In quest'ultimo caso, l'imprenditore di riferimento potrebbe trarre utilità non tanto o non solo dalla massimizzazione della ricchezza quanto anche ad, esempio, dal mantenimento del controllo. Lo stesso posizionamento nel ciclo di vita può incidere sulla funzione obiettivo dell'impresa. Ad esempio, una start-up avrà quale ragionevole obiettivo la rapida crescita del proprio giro d'affari. La composizione della struttura proprietaria, infine, gioca un ruolo di rilievo nel definire la funzione obiettivo dell'impresa. Si pensi, ad esempio, alle imprese partecipate in misura rilevante da investitori istituzionali.

Nella fattispecie, la struttura della funzione obiettivo non soltanto incide sulle scelte di comportamento finanziario delle imprese ma condiziona pure il rapporto tra impresa e sistema finanziario. In tale prospettiva, non neces-

sariamente la struttura dell'offerta condiziona la quantità di finanza ottenibile dall'impresa, eventualmente vincolandone i percorsi di crescita. In funzione della specifica funzione obiettivo, infatti, potrebbe essere la stessa impresa a porsi dei vincoli all'accesso a fonti di finanziamento esterne, con ciò, di fatto, attivando un processo di auto-selezione delle fonti.

Infine, un cenno va fatto alla struttura del sistema finanziario.

1.3. Impresa e crescita: dall'orientamento imprenditoriale alla resource based view

Il fenomeno della crescita dell'impresa ha attratto considerevole attenzione da parte degli studiosi di entrepreneurship. Sebbene non vi sia una teoria unificante che consenta di definire compiutamente il costrutto della crescita, ciò nonostante l'interesse nelle problematiche e nelle sfide insite nei percorsi di crescita costituisce un tema centrale tanto nella ricerca accademica quanto nell'azione dei policy makers.

La discussione diviene ancora più interessante nel momento in cui il dibattito muove verso le caratteristiche e le prospettive delle imprese ad elevata crescita (high-growth firms) tanto per i risvolti economici e sociali che lo sviluppo di tali imprese implica quanto per i molteplici percorsi di indagine che vi sono sottesi. Tali imprese, infatti, pur rappresentando una limitata frazione nel complessivo universo delle imprese contribuiscono in misura rilevante alla creazione di prospettive occupazionali (Henrekson, Johansson, 2010) e ricchezza. Esse, inoltre, muovono una sfida tanto dal punto di vista empirico che teorico ai classici modelli di crescita (Baron, Shane, 2005).

Sotto il profilo delle prospettive d'indagine, le high-growth firms stimolano una proficua riflessione sotto almeno tre profili tra di loro complementari e che possono essere sintetizzati nel modo che segue.

Il primo profilo d'interesse attiene il grado di omogeneità dei percorsi di crescita (Chan *et al.*, 2006) e le implicazioni manageriali. Sotto questo profilo, due sono le questioni di notevole rilievo dal punto di vista della ricerca. La prima attiene alla potenziale diversità delle sfide manageriali che i percorsi di sviluppo implicano in funzione della dimensione, dei ricavi e del settore industriale di appartenenza. In secondo luogo ci si può chiedere se le imprese in crescita sono inerentemente diverse da quelle che hanno tassi di crescita più modesti. Il secondo profilo d'indagine riguarda le determinanti e i fattori esplicativi dei percorsi di crescita (Wiklund *et al.*, 2009; Moreno, Casillas, 2007). Il terzo profilo di interesse, infine, concerne

le sfide manageriali e imprenditoriali associate con percorsi di crescita elevata (Fombrun, Wally, 1989; Nicholls, Nixon, 2005).

Più in generale, l'indagine delle imprese in crescita permette di cogliere compiutamente tutti gli aspetti di rilievo legati alla crescita rapida ed alle performance. Si tratta, in realtà, di un tema di indagine relativamente poco battuto. Sotto il profilo teorico, è riconosciuto come l'orientamento imprenditoriale dispieghi un ruolo fondamentale quale driver delle performance d'impresa. Rilevanti evidenze empiriche danno conto di una relazione causale positiva tra orientamento imprenditoriale e performance sebbene vi siano pure altri fattori di notevole impatto che svolgono un importante ruolo moderatore. Tali fattori, più nello specifico, fanno riferimento alla strategia ed alla struttura delle organizzazioni, all'ambiente di riferimento ed alla dotazione di risorse in senso lato di cui l'organizzazione imprenditoriale può avvalersi.

Per una trattazione esaustiva dell'orientamento imprenditoriale e delle relative articolazioni si rimanda al seguente capitolo. Nell'economia di questo capitolo si intende, piuttosto, sviluppare il tema delle risorse, in particolare quelle di natura finanziaria, quale fattore alla base del vantaggio competitivo delle imprese.

Viene quindi a definirsi un nesso fondamentale tra risorse, orientamento imprenditoriale e percorsi di crescita dell'impresa. La *resources based view* (RBV), peraltro, è stata sviluppata in modo più esteso rispetto all'orientamento imprenditoriale per trattare il caso specifico delle imprese ad elevata crescita. L'approccio in parola avrebbe un impatto sostanziale nella definizione delle strategie aziendali. La definizione della strategia, infatti, dovrebbe, secondo l'approccio in parola, focalizzarsi maggiormente su fattori endogeni (risorse interne e competenze distintive) rispetto a fattori esogeni legati all'ambiente competitivo.

Nella fattispecie, la RBV fa riferimento alla dotazione di risorse in senso lato in capo all'impresa. Vi rientrano, pertanto, risorse fisiche, umane, tecnologiche, immateriali (quali il patrimonio di conoscenze incorporato nell'impresa, la capacità dell'impresa medesima di acquisire risorse attraverso networks) nonché risorse organizzative e finanziarie (Grant, 1991).

Tab. 1.2 – La RBV: una rassegna bibliografica

Wermerfelt B.	A resource-based view of the firm, <i>Strategic Management Journal</i> , 5: 171-80.	1984
St-Jean E., Julien P.A., Audet J.	Factors associated with growth changes in "gazelles", <i>Journal of Enterprising Culture</i> , 16 (2): 161-88.	2008
Zhao Y., Aram J.D.	Networking and growth of young technology-intensive ventures in China, <i>Journal of Business Venturing</i> , 10 (5): 349-70.	1995
Florin J., Lubatkin M., Schulze W.	A social capital model of high-growth ventures, <i>The Academy of Management Journal</i> , 46 (3): 374-84.	2003
Littunen H., Niittykangas H.	The rapid growth of young firms during various stages of entrepreneurship, <i>Journal of Small Business and Enterprise Development</i> , 17 (1): 8-31.	2010
Aloulou W., Fayolle A.	A conceptual approach of entrepreneurial orientation within small business context, <i>Journal of Enterprising Culture</i> , 13 (1): 21-45.	2005

La RBV permette, inoltre, di affrontare una serie di questioni di grande rilievo nella definizione delle strategie d'impresa, in modo particolare per le imprese diversificate. Il nesso tra risorse disponibili e strategie permetterebbe di capire, inoltre, su quali risorse disponibili in azienda dovrebbe poggiare il processo di diversificazione ovvero quali risorse dovrebbero essere sviluppate nel processo di diversificazione. Vi è inoltre, almeno con riferimento a determinate tipologie di risorse, un legame rilevante tra risorse e profittabilità. Tale legame è direttamente riconducibile all'esistenza di rendite di posizione (resource position barriers) idonee a creare barriere all'accesso a determinate tipologie di risorse (Wermerfelt, 1984).

Focalizzandoci sulle risorse di natura finanziaria, la finanza è riconosciuta come bene pubblico secondo l'accezione economica. Più precisamente, quanto più i sistemi finanziari si evolvono e si sviluppano tanto più le risorse finanziarie acquisiscano i caratteri di non rivalità nel consumo e non escludibilità nella produzione tipici dei beni pubblici. È peraltro evidente come diversi fattori di natura esogena ed endogena possono costituire dei vincoli all'accesso a fonti di finanziamento esterne. Le dinamiche cicliche dell'economia (e la connessa evoluzione nella rischiosità media dei prenditori di fondi) costituiscono un fattore rilevante, di natura esogena, in grado di condizionare l'accesso a fonti esterne. Fenomeni di rafforzamento dell'avversione al rischio, connessi ad eventi di natura sistemica, possono contribuire, anche in presenza di ampi a liquidità sui mercati, ad inaridire in misura sostanziale le fonti di finanziamento disponibili per l'impresa condizionandone i processi di sviluppo. Almeno in tali circostanze, risulteranno esaltati alcuni dei profili che contribuiscono a conferire valore ad una risorsa, tra i quali la letteratura identifica scarsità, inimitabilità, replicabilità, appropriabilità e sostituibilità (Grant, 1991; Amit, Schoenmaker, 1993; Collis, Montgomery,