

Università degli Studi di Milano

Graduate School in Economic, Social and Political Sciences

Ph.D. in Business History and Management

XXIII Ciclo

**GLI EFFETTI DEL FACTORING SULLE
IMPRESE ITALIANE:
ALCUNE EVIDENZE EMPIRICHE**

Diego Tavecchia

Tutor

Chiar.mo prof. Adalberto Alberici

Coordinatore del Ciclo

Chiar.mo prof. Mario Benassi

Abstract

La letteratura empirica sul factoring si è occupata principalmente di determinare le ragioni per le quali le imprese ricorrono al factoring, suggerendo l'importanza di variabili legate all'età, alle dimensioni e alla struttura finanziaria dell'impresa e alle caratteristiche del prodotto, della distribuzione e delle relazioni commerciali, senza però soffermarsi, ad eccezione di alcune indagini di tipo qualitativo, sugli effetti potenziali che il ricorso al factoring può generare sugli equilibri gestionali delle imprese. Il presente lavoro si concentra su due livelli di analisi: un'indagine qualitativa sulle percezioni delle imprese relative agli effetti del ricorso al factoring, che prende ad esame le risposte fornite dalle imprese ricomprese in una precedente verifica empirica, ed una analisi qualitativa dei bilanci delle imprese analizzate.

La verifica effettuata fornisce interessanti spunti di riflessione in merito agli schemi teorici degli effetti del factoring sugli equilibri gestionali delle imprese: emerge infatti come le imprese che utilizzano il factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo siano maggiormente in grado di apprezzarne i benefici sulla gestione delle relazioni creditizie con i propri clienti e in termini di riduzione dell'attività interna di gestione dei crediti commerciali. Esse identificano inoltre correttamente i criteri di valutazione della convenienza dello strumento rispetto a quelle che lo utilizzano in maniera saltuaria, ridotta o da un tempo limitato. In secondo luogo, inoltre, i risultati sembrano confermare alcune delle previsioni teoriche circa i benefici sugli equilibri gestionali dell'impresa derivanti dall'uso "corretto" del factoring in termini di redditività, struttura finanziaria e, più in generale, di miglioramento delle performance aziendali.

Indice:

Introduzione.....	8
1. Il factoring in Italia: caratteristiche ed evoluzione	11
2. Le motivazioni del ricorso al factoring da parte delle imprese nella letteratura empirica.....	17
3. L’impatto atteso del ricorso al factoring sugli equilibri gestionali dell’impresa.....	35
4. Gli effetti del ricorso al factoring sugli equilibri gestionali delle imprese: un’analisi empirica	60
5. Conclusioni.....	98
Bibliografia.....	104
Appendice.....	113
A1. Questionario d’indagine	114
A2. QQ-plots delle variabili analizzate	146
A3. Elenco delle imprese che compongono il campione analizzato	170

Indice delle tabelle

<i>Tabella 1: Turnover cumulativo del mercato italiano del factoring (Fonte: Assifact)</i>	<i>11</i>
<i>Tabella 2: Analisi comparativa dei mercati del factoring più significativi (Fonte: Assifact). 16</i>	<i>16</i>
<i>Tabella 3: Relazione fra determinanti, bisogni e decisione di ricorrere al factoring.....</i>	<i>21</i>
<i>Tabella 4: Le forme di copertura del fabbisogno finanziario: strumenti crediti e finanziari . 41</i>	<i>41</i>
<i>Tabella 5: Il factoring a confronto con gli altri strumenti finanziari e non finanziari.</i>	<i>42</i>
<i>Tabella 6: Gli effetti del ricorso al factoring - schema concettuale.....</i>	<i>53</i>
<i>Tabella 7: Che cosa rappresenta il factoring? (distribuzione percentuale delle risposte rilevanti per classi dimensionali)</i>	<i>56</i>
<i>Tabella 8: Il campione di riferimento: ripartizione percentuale delle imprese intervistate per area geografica</i>	<i>62</i>
<i>Tabella 9: Il campione di riferimento: ripartizione percentuale delle imprese intervistate per macro-settore di attività economica.....</i>	<i>63</i>
<i>Tabella 10: Classificazione delle imprese per classe di fatturato.....</i>	<i>63</i>
<i>Tabella 11: Confronto fra il campione di riferimento e il mercato del factoring: ripartizione per macro-settore economico di appartenenza (esclusi gli enti pubblici)</i>	<i>64</i>
<i>Tabella 12: Confronto fra il campione di riferimento e il mercato del factoring: ripartizione per area geografica (escluse le aree non considerate nel campione).....</i>	<i>65</i>
<i>Tabella 13: I crediti ceduti dalle società che compongono il campione.....</i>	<i>65</i>
<i>Tabella 14: Composizione del campione</i>	<i>69</i>
<i>Tabella 15: Che cosa rappresenta il factoring? (distribuzione percentuale delle risposte rilevanti per modalità di ricorso al factoring)</i>	<i>72</i>
<i>Tabella 16: La valutazione della convenienza del factoring (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring)</i>	<i>72</i>
<i>Tabella 17: Gli effetti del factoring sull'attività interna di gestione dei crediti commerciali (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring).....</i>	<i>73</i>
<i>Tabella 18: Gli effetti del factoring sui tempi di incasso dalla clientela (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring).....</i>	<i>74</i>
<i>Tabella 19: Gli effetti del factoring sulla regolarità dei pagamenti dalla clientela (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring).....</i>	<i>75</i>

<i>Tabella 20: gli effetti del factoring sul livello degli insoluti (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring)</i>	<i>75</i>
<i>Tabella 21: Gli effetti del factoring sui costi complessivi della gestione dei crediti commerciali (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring).....</i>	<i>76</i>
<i>Tabella 22: Le funzioni del factoring dal punto di vista finanziario.....</i>	<i>77</i>
<i>Tabella 23: Test delle ipotesi di normalità dei campioni (K-S) e omogeneità delle varianze fra i campioni (Levene)</i>	<i>84</i>
<i>Tabella 24: Verifica dell'ipotesi 1 sugli equilibri gestionali delle imprese analizzate</i>	<i>89</i>
<i>Tabella 25: Verifica dell'ipotesi 2 sugli equilibri gestionali delle imprese analizzate – Intensive factoring.....</i>	<i>92</i>
<i>Tabella 26: Verifica dell'ipotesi 2 sugli equilibri gestionali delle imprese analizzate – Campione di controllo.....</i>	<i>94</i>

Introduzione

La letteratura empirica sul factoring si è occupata principalmente di determinare le ragioni per le quali le imprese ricorrono al factoring, suggerendo l'importanza di variabili legate all'età, alle dimensioni e alla struttura finanziaria dell'impresa e alle caratteristiche del prodotto, della distribuzione e delle relazioni commerciali. In generale, gli studi a livello internazionale mostrano come le imprese maggiormente propense all'uso del factoring siano quelle giovani, di piccole dimensioni e in rapida crescita, coerentemente con la teoria.

Se la logica prevalente in letteratura è quella di evidenziare quali caratteristiche e comportamenti delle imprese determinano l'orientamento di queste ultime verso l'utilizzo del factoring, sembra tuttavia assente un'analisi dell'impatto che quest'ultimo ha sulla gestione aziendale e dei benefici che derivano nel tempo da un uso sistematico dello strumento.

Lo studio degli effetti del ricorso al factoring sulle imprese appare utile in particolare in virtù del forte tasso di crescita che tale prodotto sta evidenziando negli ultimi anni in Italia, in Europa e nel mondo. Il factoring infatti non è solo uno strumento finanziario, ma è caratterizzato da una natura svariata che presenta aspetti di finanziamento, di servizio e di garanzia. Dal punto di vista della domanda, ciò comporta per l'impresa che vi ricorre la possibilità di ottenere benefici non solo finanziari, ma anche gestionali, strategici e commerciali. Tuttavia, per ottenere i benefici potenziali offerti dal factoring è naturalmente necessario che lo strumento sia utilizzato in maniera corretta in funzione delle esigenze espresse dall'impresa, del tipo di mercato e del posizionamento competitivo dell'impresa. Sotto il profilo dell'offerta, appare utile verificare gli effetti del ricorso al factoring sulle imprese anche in virtù della minore rischiosità per il prestatore di fondi derivante dalla valutazione non solo del cliente (cedente) ma anche della qualità dei crediti ceduti e dei debitori e in prospettiva dello sviluppo che il factoring sta evidenziando per tale ragione in un contesto economico difficile come quello attuale e del probabile ulteriore sviluppo che il mercato del factoring potrà conoscere in vista dell'introduzione di Basilea 3, che richiederà al sistema bancario un patrimonio di qualità maggiore e più costoso a

fronte dei rischi sostenuti e della sempre maggiore conoscenza dello strumento che le imprese stanno acquisendo. La conoscenza degli effetti che può comportare per l'impresa il ricorso al factoring può pertanto guidare le imprese stesse nel selezionare le modalità corrette di ricorso allo strumento e consentire alle banche e agli intermediari finanziari operanti sul mercato di offrire in maniera più efficace il prodotto attraverso politiche commerciali e di comunicazione mirate e consapevoli.

Questo lavoro si focalizza sugli effetti dell'uso del factoring sulle imprese, con l'obiettivo di individuare gli effetti potenziali del ricorso al factoring e confermare le modalità di utilizzo "corrette" di tale strumento. La domanda di ricerca è pertanto la seguente: l'uso ampio, sistematico e continuo del factoring nel corso degli anni comporta per le imprese una modifica negli equilibri gestionali rispetto alla situazione iniziale e rispetto ad imprese con caratteristiche simili che non utilizzano tale strumento?

Il lavoro prende spunto dai risultati di una precedente verifica, basata su un campione di 100 imprese, e si concentra su due livelli di analisi: un'indagine qualitativa sulle percezioni delle imprese relative agli effetti del ricorso al factoring, che prende ad esame le risposte fornite dalle imprese del campione, ed una analisi qualitativa dei bilanci. Il campione è ripartito fra le imprese che utilizzano lo strumento in maniera massiva e sistematica da diversi anni, le imprese che lo utilizzano in maniera ridotta od occasionale e le imprese che non fanno ricorso a tale strumento, con l'obiettivo di verificare se e in quale modo vi sia stato un impatto attribuibile all'uso del factoring sugli equilibri gestionali delle imprese.

L'analisi, pur con i limiti legati alla ridotta dimensione del campione e alla limitata disponibilità di dati di bilancio per le imprese analizzate, fornisce interessanti conferme degli schemi teorici relativamente agli effetti del factoring sugli equilibri gestionali delle imprese: in primo luogo, dall'analisi qualitativa sulle risposte fornite, emerge come le imprese che utilizzano il factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo siano maggiormente in grado di percepirne i benefici sulla gestione delle relazioni creditizie con i propri clienti e in termini di riduzione dell'attività interna di gestione dei crediti commerciali, identificandone correttamente i criteri di valutazione della convenienza rispetto alle imprese che lo utilizzano in maniera saltuaria, ridotta o da un tempo limitato.

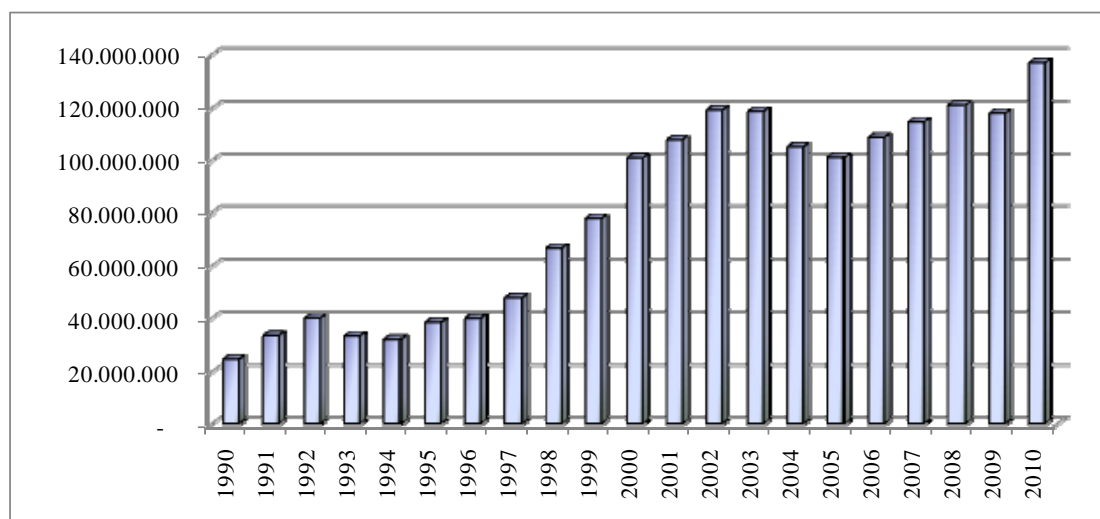
In secondo luogo, l'analisi quantitativa sui bilanci fornisce scarse evidenze empiriche, ma sembra confermare, in generale, le previsioni teoriche circa i benefici derivanti dall'uso del factoring sulla velocità di rotazione del capitale circolante e del capitale investito, producendo una maggiore redditività del capitale investito a parità di redditività delle vendite. Anche la struttura finanziaria delle imprese intervistate sembra aver beneficiato del ricorso al factoring, con una riduzione importante della componente a breve termine in favore di quella a medio-lungo termine, mentre non è stato possibile trovare conferma dell'effetto atteso sulla struttura dei costi, anche per la mancanza di dati di dettaglio utili a determinare l'effettiva sostituzione dei costi fissi legati all'attività di gestione del credito con i costi variabili dovuti al ricorso al factoring.

Il primo capitolo presenta le caratteristiche dello strumento così come è offerto sul mercato italiano. Il secondo capitolo presenta i risultati delle indagini empiriche effettuate in letteratura e degli aspetti teorici relativi alle motivazioni per cui le imprese ricorrono al factoring. Il terzo capitolo presenta invece le previsioni teoriche sui rapporti fra politica del credito commerciale, fabbisogno finanziario, equilibri gestionali e ricorso al factoring, con l'obiettivo di fornire uno schema concettuale di riferimento per l'analisi successiva. Il quarto capitolo descrive la metodologia di campionamento e di analisi e mostra i risultati dell'analisi qualitativa e quantitativa effettuata. Le conclusioni, infine, oltre ai commenti conclusivi, presentano le indicazioni di policy sia dal punto di vista della domanda (le imprese) che dal punto di vista dell'offerta (banche ed intermediari finanziari) che possono essere tratte dai risultati dell'analisi.

1. Il factoring in Italia: caratteristiche ed evoluzione

Il factoring è un contratto che prevede il trasferimento di crediti commerciali, solitamente non ancora scaduti, vantati da imprese, enti pubblici e privati, ad un operatore specializzato, il “factor”, banca o intermediario finanziario. Il factoring “moderno”, di natura anglosassone, si sviluppa negli Stati Uniti nel corso del XIX secolo¹. Nel corso degli anni '60 del XX secolo, il factoring viene introdotto in Europa, a partire dal Regno Unito. In Italia il factoring viene introdotto a partire dal 1965, con la costituzione della prima società specializzata nella gestione e nel finanziamento dei crediti commerciali delle imprese (International Factors Italia S.p.A. - Ifitalia), presto seguita da altre società. Negli anni '80 il mercato italiano del factoring conosce uno straordinario sviluppo che lo porta ai vertici delle classifiche mondiali in termini di volumi intermediati. Negli ultimi 20 anni, il mercato del factoring in Italia ha proseguito la forte crescita dei volumi (Tabella 1). Il mercato italiano del factoring occupa stabilmente da anni le prime posizioni a livello mondiale (dati Factors Chain International).

Tabella 1: Turnover cumulativo del mercato italiano del factoring (Fonte: Assifact)



In Italia, la diffusione di questo strumento è probabilmente legato al largo uso delle dilazioni di pagamento da parte delle imprese italiane, da cui hanno origine elevati volumi di crediti commerciali (secondo l'ultima rilevazione della Banca

¹ Fossati e Porro (1994).

d'Italia disponibile, relativa all'anno 2009², la dilazione media contrattualmente prevista è pari a 88 giorni).

In Italia il factoring può essere di tipo tradizionale, in genere offerto da intermediari finanziari indipendenti o espressione dei principali gruppi bancari, oppure finalizzato ("captive"), offerto da società appositamente costituite all'interno di gruppi industriali al fine di sfruttare al meglio i benefici del ricorso al factoring e le sinergie potenziali tra clienti e fornitori.

Il factoring consiste in un rapporto continuativo, ad elevato grado di personalizzazione, fra un'impresa (cedente) e un intermediario finanziario (factor) che prevede la cessione di una quota (o del totale) del portafoglio di crediti commerciali della prima in favore del secondo, e si compone di diversi servizi, di tipo finanziario e non, combinati in diverso modo a seconda delle esigenze manifestate da ciascuna impresa:

- i) Gestione ed incasso dei crediti;
- ii) Protezione del rischio di credito;
- iii) Anticipazione di una parte del corrispettivo dei crediti ceduti.

In particolare, il servizio di gestione ed incasso dei crediti caratterizza il factoring rispetto ad altri strumenti di finanziamento basati su asset dell'impresa: attraverso il factoring, le imprese possono da un lato semplificare la gestione dei propri crediti avendo come controparte un solo soggetto (il factor) invece che la pluralità dei propri debitori, e dall'altro possono concentrarsi sul proprio core business lasciando ad un operatore specializzato l'attività di gestione ed incasso dei propri crediti.

Il servizio di protezione del rischio consente all'impresa di assicurare il buon fine dei crediti ceduti al factor, riducendo così la componente di rischio legata alla dilazione di pagamento nei confronti dei propri debitori. Utilizzando tale servizio, inoltre, l'impresa ha indirettamente accesso ad un servizio continuativo di valutazione professionale dei propri debitori.

² Banca d'Italia (2010).

L'anticipazione del corrispettivo, che riguarda generalmente una percentuale elevata del valore dei crediti, pari mediamente a circa l'80% del credito ceduto, rappresenta invece un finanziamento che consente all'impresa di modulare i propri flussi finanziari attraverso l'accesso ad una fonte aggiuntiva di liquidità, agevolando così la pianificazione dei flussi in entrata e in uscita e, in linea teorica, finanziare automaticamente lo sviluppo delle vendite.

Il factoring in Italia viene offerto in diverse forme, che corrispondono alle esigenze espresse dalle imprese che vi fanno ricorso:

- i) Pro solvendo;
- ii) Pro soluto;
- iii) Acquisto a titolo definitivo;
- iv) Acquisto sotto il valore nominale;
- v) Maturity factoring;
- vi) Reverse factoring.

Il factoring "pro solvendo" (recourse factoring) consiste nella gestione e nell'eventuale anticipo dei crediti ceduti da parte del factor, mentre il rischio di insolvenza rimane a carico del cliente. Il factoring "pro soluto" rappresenta invece lo strumento attraverso il quale il factor garantisce il buon fine dei crediti ceduti, svolge il servizio di gestione ed eventualmente ne anticipa una parte. In genere, nell'ambito di un rapporto di factoring completo, il factor accorda al cliente un "plafond" pro soluto rotativo, determina l'ammontare del finanziamento erogabile e provvede a gestire i crediti ceduti.

L'acquisto a titolo definitivo rappresenta un caso particolare di factoring "pro soluto", in cui la cessione avviene tipicamente in via occasionale³ e tramite pagamento anticipato dell'intero corrispettivo (tipicamente pari al valore nominale del credito al netto degli interessi calcolati sulla base della durata attesa del credito e delle

³ In un rapporto di factoring "tradizionale", le parti sia accordano generalmente per la cessione continuativa e rotativa dei crediti commerciali, che vengono gestiti, anticipati e garantiti "in monte" dal factor, ovvero sulla base del valore totale dei crediti ceduti e non del valore delle singole fatture.

eventuali altre commissioni che remunerano l'attività del factor). Quando questa vendita avviene ad un prezzo particolarmente ridotto a causa del deteriorato merito creditizio del debitore ceduto, l'operazione acquisisce comunemente il nome di "acquisto sotto il valore nominale".

Il maturity factoring rappresenta un servizio particolare, che negli ultimi anni si è sviluppato molto in Italia e prevede il pagamento del corrispettivo da parte del factor ad una data prefissata (scadenza del credito ovvero altra data concordata fra le parti), in modo tale da consentire all'impresa di prevedere i flussi in entrata e in uscita ottimizzando la gestione della tesoreria.

Il reverse factoring rappresenta una tipologia di factoring rivolta ai cosiddetti "grandi debitori", ovvero a quelle imprese di medie-grandi dimensioni che, per la natura della loro attività, si trovano a confrontarsi con un elevato numero di fornitori. In tal caso, l'intervento del factor consente al debitore di lavorare con un'unica controparte, il factor, che gestisce i flussi in uscita dall'impresa, generalmente accordando ad essa un'ulteriore dilazione di pagamento, e offrendo contemporaneamente ai suoi fornitori i servizi di cui sopra.

I servizi del factoring risultano inoltre particolarmente utili quando l'impresa opera sul mercato internazionale: da un lato il factor è in grado di gestire più agevolmente gli eventuali debitori esteri, e dall'altro può effettuare una valutazione professionale del debitore (non sempre agevole da parte dell'impresa quando si opera con clienti internazionali, specialmente di dimensioni medio-piccole) e garantire il buon fine del credito, riducendo il rischio insito nelle transazioni commerciali con l'estero.

A differenza di altri paesi, l'andamento del mercato del factoring in Italia, a differenza di altri paesi, non appare significativamente legato all'andamento del ciclo economico (Banca d'Italia 2009), segnalando come in Italia il ricorso al factoring sia probabilmente connesso a fattori strutturali del sistema industriale e produttivo più che alla necessità di ottenere fonti aggiuntive di finanziamento per finanziare nuovi prodotti e/o eccedenze momentanee di produzione.

Lo studio di Banca d'Italia, infatti, mette a confronto i volumi di attività del factoring con il Pil per un panel di paesi composto da Francia, Germania, Italia e

Regno Unito. Le stime condotte sul panel di paesi evidenziano che il tasso di crescita del factoring (turnover) dipende in media dal tasso di variazione (contemporaneo e ritardato di due periodi) del prodotto interno lordo. Tuttavia, mentre nel caso della Gran Bretagna l'effetto medio del tasso di variazione del Pil sul factoring turnover è molto elevato e fortemente significativo, in Italia tale effetto è scarso e la capacità esplicativa della regressione è bassa. Francia e Germania si trovano in una posizione intermedia: i risultati dell'analisi indicano pertanto che in Italia il factoring è caratterizzato da una forte componente strutturale, differentemente da altri paesi in cui la componente ciclica sembrerebbe essere più importante.

Deve comunque essere considerato che il factoring si è sviluppato in maniera differente nei paesi europei: in Gran Bretagna, la cessione dei crediti ha essenzialmente una valenza finanziaria e viene offerta tipicamente senza notifica al debitore (e pertanto senza gestione da parte del factor) e senza garanzia del buon fine (e quindi pro solvendo), rispondendo alle esigenze prettamente finanziarie delle piccole e medie imprese inglesi. In Germania, il mercato è pressoché totalmente pro soluto, rispondendo all'esigenza delle grandi imprese esportatrici tedesche. In Italia, invece, il mercato del factoring si colloca in una posizione intermedia fra questi due mercati che possono essere definiti "paradigmatici": è preponderante la componente notificata al debitore e gestita dal factor rispetto alla componente not notification (che comunque è in crescita), mentre il pro soluto copre circa i due terzi del turnover totale. La Tabella 2 mette in relazione questi tre mercati su alcune caratteristiche fondamentali.

Tabella 2: Analisi comparativa dei mercati del factoring più significativi (Fonte: Assifact)

Dati anno 2010	Germania	Italia	Regno Unito
Turnover cumulativo (mil€)	129.536	143.745	226.243
Crescita del turnover (2010/2009)	35%	16%	11%*
Turnover Pro soluto	93%**	68%	7%
Turnover Not notification	66%**	21%	97%
Turnover Internazionale	25%	14%	10%
Numero di clienti	12.004	18.231	41.511

* *Variazione calcolata al netto dell'effetto della fluttuazione del tasso di cambio*

** *Stima*

Fonte: elaborazione propria su dati EUF

Tale evidenza suggerisce quindi che, in particolare nel caso italiano, le imprese che utilizzano correttamente i servizi del factoring possono beneficiare di diversi effetti positivi sui propri equilibri economici, finanziari e patrimoniali, conseguenza non solo delle maggiori disponibilità di liquidità, ma anche degli interventi sulla struttura organizzativa e amministrativa che il ricorso al factoring consente di effettuare.

Per meglio comprendere il caso italiano in particolare, è pertanto necessario indagare non solo le motivazioni che spingono le imprese a ricorrere al factoring, tendenzialmente legati alle caratteristiche finanziarie ed organizzative del fornitore che cede i propri crediti, ma anche i benefici che tale strumento può apportare alle imprese che lo utilizzano in maniera corretta.

2. Le motivazioni del ricorso al factoring da parte delle imprese nella letteratura empirica

Il determinarsi di un fabbisogno di factoring è strettamente collegato alla concessione da parte del fornitore di dilazioni di pagamento alla propria clientela e alle conseguenze che essa comporta sulla struttura organizzativa e finanziaria dell'impresa.

Nei principali paesi industriali il credito commerciale rappresenta una quota importante dell'indebitamento a breve termine delle imprese. E' il caso, ad esempio, dell'Italia, dove nel 2009 i debiti commerciali delle imprese hanno rappresentato una quota superiore al 50% dei debiti a breve⁴. La teoria si è molto espressa sulle ragioni che spingono le imprese a ricorrere al credito e al debito commerciale, individuando sia motivazioni legate alla funzione di carattere "reale", connesse all'utilizzo del credito commerciale come strumento di espansione delle vendite (Nadiri 1969), sia motivazioni legate alla funzione "transattiva/finanziaria" svolta dal credito commerciale (Schwartz 1974). A titolo puramente esemplificativo e senza pretesa di esaustività, si segnala che nella prima categoria rientrano le teorie che interpretano l'offerta di credito commerciale come uno strumento di sostegno alla politica delle vendite allo scopo di costruire relazioni di clientela (Summers e Wilson 2001) e/o fornire una garanzia della qualità del prodotto (Lee e Stowe 1993) e (Long, Malitz e Ravid 1993), ovvero come meccanismo di discriminazione di prezzo (Schwartz e Whitcomb 1978) o come strategia per far fronte alla variabilità della domanda (Emery 1987); nella seconda categoria sono invece comprese le teorie che interpretano il credito commerciale come uno strumento per ridurre i costi di transazione, in alternativa alla moneta (Ferris 1981), oppure come una forma di finanziamento

⁴ Nel 2009, l'incidenza dei debiti commerciali sull'indebitamento a breve delle imprese italiane è stata pari al 51% (Banca d'Italia, Relazione Annuale sull'anno 2009).

alternativa al credito bancario, attraverso la quale i flussi di credito commerciale si spostano dall'impresa più liquida a quella meno liquida (Emery 1984)⁵.

La concessione di credito commerciale alla clientela influisce sull'impresa in diversi modi⁶: in primo luogo, essa implica la necessità di includere tra le attività aziendali quelle proprie della gestione del credito (valutazione e monitoraggio del cliente, gestione dei crediti problematici, ecc.); in secondo luogo, influisce sul fabbisogno finanziario dell'impresa (necessità di fondi per finanziare la concessione del credito e il conseguente aumento dell'attivo circolante) e, infine, comporta l'assunzione di una componente di rischio finanziario che si aggiunge al rischio di natura operativa. Ciò comporta il sorgere di (almeno) tre elementi di costo che incidono sul conto economico:

- i) il costo del lavoro del personale adibito alla funzione interna di credit management;
- ii) gli investimenti/ammortamenti necessari alla gestione interna del portafoglio crediti;
- iii) le perdite su crediti e gli accantonamenti a fondi rischi su crediti derivanti dal rischio addizionale assunto con la concessione del credito.

L'utilizzo del factoring consente alle imprese di esternalizzare (in tutto o in parte) l'attività di gestione dei crediti commerciali, di ottenere fondi mediante lo smobilizzo dei crediti e di beneficiare di una prestazione di tipo "assicurativo" sui crediti oggetto di cessione.

Le diverse tipologie contrattuali dell'operazione di factoring, combinando le funzioni d'uso dello strumento, possono quindi contribuire al soddisfacimento di bisogni più o meno specifici. I fabbisogni che possono essere sopperiti attraverso il ricorso al factoring sono riconducibili a tre fondamentali categorie:

- i) Fabbisogno di finanziamento;

⁵ Per una rassegna completa ed esaustiva della letteratura sul credito commerciale, cfr. Omiccioli (2004).

⁶ Mian e Smith (1992). Ulteriori dettagli nel Paragrafo 2.2.

- ii) Fabbisogno di gestione del credito commerciale;
- iii) Fabbisogno di garanzia del buon fine delle transazioni commerciali.

In questa prospettiva, le motivazioni del ricorso al factoring possono essere inquadrare attraverso i bisogni espressi dalle imprese, sulla base dello schema qui individuato, che a loro volta dipendono dalle loro specifiche caratteristiche e da quelle dell'ambiente di riferimento (Carretta 2009).

Le indagini empiriche sui rapporti tra factoring e imprese sono poco frequenti e circoscritte, anche se caratterizzate in alcuni casi da risultati di rilievo (Mian e Smith 1992; Smith e Schnucker 1994; Carretta 1997; Summers e Wilson 2000; Benvenuti e Gallo 2004; Kappler 2006; Carretta 2009).

La letteratura italiana e internazionale in materia di factoring si è espressa, così come per il credito commerciale, principalmente sulle motivazioni che stanno alla base del ricorso a tale strumento e sulle caratteristiche delle imprese che vi ricorrono, piuttosto che sui potenziali benefici che il factoring può apportare ad esse, individuando in particolare due ordini di moventi (Benvenuti e Gallo 2004):

- i) il movente finanziario, e
- ii) il movente organizzativo,

a cui si aggiungono alcuni fattori specifici dell'ambiente in cui opera l'impresa.

Sotto il primo punto di vista, il factoring opera come fonte finanziaria per le imprese, consentendo alle imprese di colmare le esigenze di liquidità smobilizzando capitale circolante; il factoring, infatti, consente di generare liquidità addizionale utile sia per ridurre le passività correnti sia per finanziare lo sviluppo dell'impresa, a seconda delle caratteristiche dell'azienda e del mercato in cui opera. Alcuni autori (es: Bickers (1994)) hanno sostenuto che il factoring possa rappresentare a volte una scelta obbligata per le imprese, riguardando soggetti che incontrano difficoltà nell'ottenere credito dal sistema bancario. A livello nazionale, Benvenuti e Gallo (2004) illustrano come vi sia stata nel tempo una variazione qualitativa del ricorso al factoring da mero strumento di finanziamento a strumento più complesso caratterizzato da una più forte componente di servizio e di protezione del rischio, evidenziando tuttavia il fatto che la probabilità per un'impresa di ricorrere al factoring sia positivamente correlata con

indicatori di tensione finanziaria⁷. Infatti, le imprese che ricorrono al factoring tendono ad essere più indebitate, meno liquide e caratterizzate da una maggiore incidenza dei crediti commerciali sull'attivo, da una più lunga durata delle dilazioni concesse ai clienti e, in generale, da un livello di rischiosità maggiore rispetto a quelle che non vi ricorrono.

Dal punto di vista organizzativo i lavori empirici (soprattutto sul mercato statunitense e britannico) hanno dimostrato l'importanza di variabili connesse alle caratteristiche delle imprese, del prodotto e del mercato: il factoring fornisce alle imprese di dimensioni minori una gestione più efficiente del credito rispetto a quella svolta internamente dalle imprese stesse in virtù dell'esistenza di economie di scala nella gestione del credito e della presenza di personale e procedure maggiormente specializzati (la gestione interna diventa conveniente per l'impresa solo con il raggiungimento di una determinata scala dimensionale). Inoltre, l'uso del factoring consente di ridurre i costi d'informazione connessi alla relazione commerciale, fornendo all'impresa fattorizzata valutazioni e monitoraggio sui clienti (tale vantaggio sembra maggiore per le imprese che offrono prodotti differenziati e/o operano con una clientela frazionata a livello geografico).

Il ricorso al factoring può inoltre essere influenzato dalle caratteristiche proprie dell'ambiente in cui l'impresa opera, attraverso la necessità di sopperire, attraverso il supporto di un operatore esterno e specializzato, alle eventuali carenze dell'infrastruttura informativa e del sistema giudiziario.

La Tabella 3 sintetizza le relazioni tra le variabili determinanti (ambientali ed aziendali), i conseguenti bisogni che possono essere soddisfatti dal factoring e l'impatto potenziale sulla decisione di ricorrere a quest'ultimo, così come rilevata dalla letteratura empirica rilevante.

⁷ Su questo punto è necessario distinguere i rapporti di factoring "classici", a cui fanno riferimento i risultati qui richiamati, dai rapporti con società di factoring captive, legati più a logiche di politica commerciale del gruppo di appartenenza del factor che ad autonome decisioni di politica finanziaria da parte del fornitore.

Tabella 3: Relazione fra determinanti, bisogni e decisione di ricorrere al factoring

Determinanti	Bisogni	Impatto sulla decisione di ricorrere al factoring
Dimensioni dell'impresa elevate	Finanziari / Gestionali	<u>Negativo</u> (Carretta 1997; Summers e Wilson 2000; Soufani 2002; Smith e Schnucker 1994; Mian e Smith 1992) <u>Incerto</u> (Benvenuti e Gallo 2004)
Tensione finanziaria	Finanziari	<u>Positivo</u> (Carretta 1997; Soufani 2002)
Razionamento del credito	Finanziari	<u>Positivo</u> (Summers e Wilson 2000)
Fase iniziale del ciclo di vita	Finanziari	<u>Positivo</u> (Mian e Smith 1992; Carretta 1997; Soufani 2002; Asselbergh 2002; Summers e Wilson 2000; Benvenuti e Gallo 2004)
Infrastruttura informativa carente	Di garanzia	<u>Positivo e diretto</u> (Benvenuti e Gallo 2004) <u>Positivo ma indiretto</u> , attraverso l'impatto positivo sui crediti commerciali (Mian e Smith 1992; Summers e Wilson 2000; Klapper 2006)
Efficienza giudiziaria carente	Di garanzia	<u>Positivo e diretto</u> (Benvenuti e Gallo 2004) <u>Positivo ma indiretto</u> , attraverso l'impatto positivo sui crediti commerciali (Mian e Smith 1992; Summers e Wilson 2000; Klapper 2006)
Specificità beni o servizi elevata	Di garanzia / Gestionali	<u>Negativo</u> (Mian e Smith 1992; Summers e Wilson 2000; Benvenuti e Gallo 2004)
Canali distributivi diretti	Di garanzia / Gestionali	<u>Negativo</u> (Mian e Smith 1992; Smith e Schnucker 1994)
Numero di clienti elevato	Di garanzia / Gestionali	<u>Positivo</u> (Mian e Smith 1992; Smith e Schnucker 1994; Benvenuti e Gallo 2004)
Dispersione territoriale clienti elevata	Di garanzia / Gestionali	<u>Positivo</u> (Mian e Smith 1992; Smith e Schnucker 1994; Benvenuti e Gallo 2004)
Stagionalità delle vendite	Di garanzia / Gestionali	<u>Positivo</u> (Mian e Smith 1992; Carretta 1997; Asselbergh 2002; Benvenuti e Gallo 2004)

Fonte: adattamento da Carretta (2009).

2.1 Il movente finanziario

Attraverso lo smobilizzo di una quota più o meno elevata del capitale circolante, le imprese possono finanziare il proprio sviluppo e superare eventuali vincoli finanziari legati, per esempio, alla mancanza di garanzie reali adatte a consentire il ricorso al tradizionale finanziamento bancario. La letteratura ha sovente indagato le caratteristiche strutturali che possono incidere sul fabbisogno finanziario delle imprese incrementando la probabilità di ricorso al factoring per soddisfare tale fabbisogno.

Una prima variabile che la letteratura considera incidente sulla probabilità di ricorso al factoring, con riferimento ai bisogni finanziari delle imprese, è il grado di tensione finanziaria dell'impresa (approssimato da indicatori che descrivono la struttura finanziaria, il grado di liquidità e la capacità di generare flussi di cassa dell'impresa).

Con riferimento al caso italiano, in particolare, Benvenuti e Gallo (2004), analizzando il grado di leverage, la liquidità corrente, la quota di credito non autoliquidante coperta da garanzie, il grado di utilizzo del credito accordato dalle banche e la presenza di sconfinamenti su tali linee di credito, evidenziano come le imprese che hanno la maggiore probabilità di ricorrere al factoring siano quelle più indebitate, meno liquide e con un minore *cash flow*. Le imprese che ricorrono al factoring presentano inoltre una maggiore incidenza dei crediti commerciali sull'attivo e una più lunga durata delle dilazioni commerciali concesse rispetto a quelle che non vi ricorrono.

Anche Soufani (2002), attraverso i risultati di un'indagine sulle imprese inglesi, ottiene risultati che dimostrerebbero come gli utilizzatori del factoring tendano ad essere imprese in difficoltà finanziaria, individuando peraltro una discriminante della probabilità di ricorso al factoring legata alle dimensioni dell'azienda: le imprese di dimensioni medio-piccole (sia con riferimento al fatturato che al personale) sono viste come utenti "naturali" del factoring.

Inoltre, nel caso di imprese di minori dimensioni, il factoring potrebbe sopperire anche a problemi di *credit rationing* a causa delle maggiori difficoltà di valutazione del merito creditizio da parte degli intermediari finanziari tradizionali. Di questa idea sono Summers e Wilson (2000), i quali evidenziano che il razionamento del credito bancario influenza positivamente la probabilità di ricorrere al factoring. Il razionamento del credito, seguendo la definizione di Baltensperger (1978), può essere considerato come la situazione in cui la domanda di credito da parte di alcuni debitori viene rigettata anche se tali debitori sono in grado di pagare interamente sia gli elementi di prezzo che gli altri elementi del contratto di prestito. Va tuttavia precisato che la definizione di “*credit rationing*” utilizzata da Summers e Wilson per considerare il potenziale impatto della domanda di credito insoddisfatta sulla decisione di ricorrere al factoring da parte di un'impresa è una definizione allargata che comprende non solo le imprese che non riescono ad ottenere un prestito, ma anche le imprese che riescono ad ottenere un prestito ma non per l'ammontare desiderato: ciò comporta infatti la presenza sul mercato di una domanda di credito parzialmente insoddisfatta che può altresì rivolgersi al factoring⁸.

Sotto questo profilo, appare opportuno approfondire il rapporto fra ricorso al factoring e razionamento del credito bancario, in relazione sia ad aspetti “micro”, legati al ricorso da parte della singola impresa, sia ad aspetti “macro”, legati alla possibilità di ricorrere al factoring in un contesto di ciclo economico avverso.

La letteratura ha lungamente dibattuto il tema del razionamento del credito alle imprese da parte delle banche. Secondo i principi base dell'economia, se la domanda di credito dovesse superare l'offerta, il prezzo del credito (il tasso d'interesse) salirebbe fino a ristabilire un nuovo prezzo di equilibrio. Se così fosse, non esisterebbe il razionamento del credito in equilibrio, ma sarebbe solamente un disequilibrio temporaneo fra la domanda e l'offerta, destinato a risolversi attraverso il meccanismo del prezzo. Il razionamento persistente del credito può invece essere spiegato dalla presenza di vincoli normativi quali, ad esempio, leggi sull'usura che

⁸ Di fatto la notazione di “*credit rationing*” utilizzata da Summers e Wilson (2000) fa riferimento sia alla già citata definizione di Baltensperger (1978) che alla definizione fornita da Jaffee e Russell (1976).

impediscono l'applicazione di tassi d'interesse oltre una determinata soglia (Jaffee e Modigliani 1969, Smith 1972 e Blackwell e Santomero 1982)⁹.

Tuttavia, un filone più recente della letteratura ha ipotizzato che il razionamento del credito possa derivare una relazione concava fra il rendimento atteso del prestito per la banca e il tasso d'interesse nominale: ciò significa che in presenza di un aumento del prezzo, non necessariamente aumenta il rendimento atteso della banca, e che pertanto esiste un tasso d'interesse di equilibrio che massimizza il rendimento atteso. Ciò significa inoltre che il razionamento del credito esiste (o meglio, può esistere) anche in un mercato in equilibrio.

Stiglitz e Weiss (1981) hanno infatti dimostrato che ciò può accadere in conseguenza della presenza nel mercato dei prestiti dell'asimmetria informativa tra i prestatori e i debitori in merito alla qualità dei progetti che questi ultimi intendono intraprendere: solo le imprese sono infatti a conoscenza della bontà dei progetti che intendono intraprendere e che devono essere finanziati¹⁰. A ciò è ascrivibile la presenza di una selezione avversa sul mercato dei prestiti e di un problema di *moral hazard* da parte dei debitori legati all'applicazione di tassi più elevati che possono ridurre i profitti attesi delle banche.

Con riferimento alla selezione avversa, i migliori debitori, in presenza di prezzi di mercato particolarmente elevati, usciranno volontariamente dal mercato dei prestiti. Superata una certa soglia, quindi, i tassi d'interesse scoraggeranno i debitori di maggior qualità e, pertanto, la popolazione di imprese rimanente sarà più rischiosa.

⁹ Una situazione simile si è presentata in Italia recentemente, dove la presenza di una legge sull'usura (L.108/96) che determinava un tasso soglia (oltre il quale gli interessi vengono considerati usurari) pari al tasso medio applicato per ciascuna operazione finanziaria maggiorato del 50%, in un periodo di tassi estremamente bassi e rischi particolarmente elevati come quello della crisi successiva al fallimento di Lehman Brothers nel 2008, non consentiva agli intermediari di applicare il giusto prezzo alla clientela più rischiosa, di fatto escludendo tale clientela dal mercato del credito. Tale situazione ha successivamente portato alla revisione della normativa sull'usura da parte del Governo Italiano, indicando modalità differenti di calcolo del tasso soglia che consentissero, in presenza di tassi medi particolarmente bassi, una maggiore possibilità di azione sui tassi applicati alla clientela.

¹⁰ Tale asimmetria informativa è peraltro alla base di molte delle teorie dell'intermediazione finanziaria fornite dalla letteratura.: cfr. Leland e Pyle (1977), Diamond (1984) e, per una rassegna ragionata di tali teorie, Freixas e Rochet (2008).

Williamson (1987), basandosi sul paradigma della “*costly state verification*” di Townsend (1979) e Gale e Hellwig (1985), ha alternativamente argomentato che se il fallimento dell'impresa è costoso anche per il prestatore, un incremento del tasso nominale d'interesse sul prestito può decrescere il rendimento netto per la banca in quanto aumenta la probabilità di fallimento del debitore.

Sotto il profilo del comportamento delle imprese, invece, va innanzitutto precisato che un tasso di interesse maggiore riduce il profitto atteso del progetto per il debitore. Ciò può comportare un azzardo morale da parte di questi ultimi, che saranno incentivati a selezionare progetti più redditizi ma più rischiosi, ovvero, in altre parole, con una probabilità di successo minore rispetto ad altri progetti, ma con un profilo di payoff più elevato in caso di successo (Jaffee e Russell 1976, Stiglitz e Weiss 1981 e Bester e Hellwig 1987).

Alcuni autori (Binks e Ennew 1996, Ennew and Binks 1996 e Storey 1994) hanno ipotizzato che le piccole imprese, in particolare quelle giovani ed in fase di sviluppo, siano tipicamente razionate dal credito bancario. Questo accade, almeno in parte, perché le banche incontrano difficoltà nel valutare il rischio di tali imprese e determinare l'appropriato premio al rischio per prezzare adeguatamente l'operazione.

Dati i modelli teorici precedentemente citati in merito all'esistenza, in equilibrio, del razionamento del credito, è opportuno considerare che numerosi autori hanno evidenziato che la disponibilità di *collateral*, ovvero di beni posti a garanzia della restituzione del prestito, può ridurre o eliminare la presenza del *credit rationing* (Wette 1983, Bester 1985; 1987, Chan e Kanatas 1985). Le garanzie fornite, infatti, possono fornire alla banca un elemento per selezionare le differenti tipologie di debitori. Altri elementi che possono contribuire a ridurre l'impatto del razionamento del credito sono la creazione di una relazione duratura nel tempo (Petersen e Rajan 1994) e la definizione di affidamenti contrattuali da parte delle banche che si impegnano a fornire un certo livello di finanziamento (Berger e Udell 1992 e Sharpe 1990).

E' chiaro che il factoring può effettivamente contribuire a ridurre il problema del razionamento del credito in particolare con riferimento alle piccole e medie imprese. Infatti, il finanziamento offerto attraverso il factoring è sicuramente di tipo *asset-*

based: i crediti ceduti fungono, in linea di principio, da *collateral* per il credito concesso. Il factor valuta quindi non solo il cliente (cedente) ma anche la qualità dei crediti ceduti e del debitore. Ciò contribuisce a ridurre il rischio e a consentire all'impresa di ottenere maggiori quantità di finanziamento a un costo minore. Dall'altro lato, il rapporto di factoring privilegia relazioni di medio-lungo periodo e consente al factor di ottenere informazioni sull'attività dell'impresa e sulla qualità e affidabilità dei suoi clienti, riducendo l'asimmetria informativa a livello di gruppo (Petersen e Rajan 1994). Dal punto di vista dell'impresa, invece, il factoring può essere benefico in quanto consente di ottenere i fondi più velocemente e anche in assenza di un adeguato livello di attività fisse da consegnare in qualità di *collateral* (Summers e Wilson 2000). Questo è in particolare il caso delle imprese giovani e in fase di crescita e delle imprese con un rating inferiore (Mian e Smith 1992), che sono anche le più razionate dal sistema bancario.

I fabbisogni finanziari delle imprese vengono in effetti influenzati anche dalla fase del ciclo di vita in cui queste si trovano: in generale, nelle fasi iniziali del ciclo ed in particolare in quella di sviluppo del fatturato l'impresa si trova a fronteggiare un fabbisogno di finanziamento che non sempre trova soddisfazione nel solo credito bancario, aumentando la probabilità di queste imprese di ricorrere al factoring (Mian e Smith 1992; Carretta 1997; Summers e Wilson 2000; Soufani 2002; Benvenuti e Gallo 2004)¹¹.

Con riferimento allo specifico caso italiano, Benvenuti e Gallo (2004) evidenziano tuttavia alcuni risultati che in qualche maniera contrastano con le teorie sopra riportate, segnalando una probabilità di ricorso al factoring da parte delle imprese italiane maggiore al crescere delle dimensioni aziendali. Ciò può comunque essere spiegato attraverso due considerazioni sul mercato italiano:

- ♣ l'economia italiana è composta per la maggior parte da imprese di micro-piccole dimensioni, spesso mancanti della cultura finanziaria necessaria a comprendere gli strumenti finanziari più complessi, quali il

¹¹ Gli aspetti relativi al fabbisogno finanziario nelle varie fasi del ciclo di vita dell'impresa e al ruolo del factoring sono approfonditi nel capitolo successivo.

factoring, ed a valutarne correttamente la convenienza rispetto ad altri strumenti;

- ▲ i volumi generati dalle imprese italiane sono spesso troppo ridotti per fare in modo che il factor possa ottenere le economie di scala nella gestione del credito che rendono redditizia la posizione del cliente: al di sotto di un certo livello, le piccolissime imprese tipicamente non sono attraenti per le società di factoring.

Ad ogni modo, la teoria e le evidenze empiriche di cui sopra sembrerebbero suggerire per il factoring un ruolo di “prestatore di ultima istanza” per la clientela marginale che non riesce ad ottenere credito bancario a causa di un maggior rischio e dell’assenza di garanzie reali. In realtà Carretta (1997 e 2009), attraverso un’indagine qualitativa sulle percezioni delle imprese ripetuta a distanza di 12 anni, dimostra che, almeno nel caso italiano, il factoring rappresenta una forma di finanziamento complementare al credito bancario piuttosto che sostitutiva.

Dal punto di vista macroeconomico, le considerazioni espresse in precedenza con riferimento alle imprese in fase di sviluppo possono essere estese anche ai mercati emergenti: secondo Beck e Demirguc-Kunt (2006) le piccole e medie imprese tipicamente affrontano infatti problemi di accesso al credito che pongono vincoli alla crescita, in particolare nei paesi in via di sviluppo, mentre la problematica è meno rilevante nel caso dei paesi avanzati, dove l'accesso al credito è facilitato dalla presenza di istituzioni e intermediari finanziari sviluppati. L'uso del factoring può rappresentare un'alternativa alla creazione di sistemi di scambio delle informazioni creditizie e di un sistema bancario maggiormente competitivo in questi paesi, contribuendo a ridurre le problematiche di accesso al credito per le piccole e medie imprese nei mercati emergenti (Beck e Demirguc-Kunt 2006 e Klapper 2006).

Quanto sopra va inoltre considerato, in analogia, anche nel determinare il ruolo del factoring nelle diverse fasi del ciclo economico. È infatti opinione diffusa fra gli operatori che il factoring sostenga la liquidità delle imprese nelle fasi calanti del ciclo, in cui si allungano i tempi di pagamento dei crediti commerciali e le banche restringono i criteri di valutazione e concessione del credito e sia in grado di sostenere la successiva ripresa dell'attività economica, intervenendo nel finanziare le imprese in

crescita e anticipando l'ingresso dei finanziatori tradizionali nelle imprese. Ciò accade in quanto il factoring, come visto, è uno strumento in grado di superare, attraverso la cessione dei crediti commerciali, le asimmetrie informative fra prestatore e debitore, riducendo il rischio per il primo e incrementando la probabilità di accesso al credito per il secondo: i crediti ceduti, in generale, riguardano controparti di dimensioni maggiori e di standing creditizio elevato, consentendo al cliente del factor, nella sostanza, di “spendere il merito di credito” dei propri debitori commerciali più solidi. Questo meccanismo funziona sia in momenti di rallentamento del ciclo, dove la liquidità inizia a scarseggiare e le banche valutano con più rigore le proprie controparti, che nelle fasi di ripresa, in cui la qualità dei progetti da finanziare (in termini di flussi di cassa futuri) è in crescita ma permane elevata l'asimmetria informativa sulla bontà dei progetti e la difficoltà di stimare correttamente i flussi di cassa attesi dal progetto, e in ragione di ciò i finanziatori tradizionali mantengono criteri altamente selettivi. In linea di principio, in queste fasi del ciclo economico appare maggiore la probabilità per il prestatore di incorrere in uno dei fallimenti del mercato che la letteratura ipotizza alla base della teoria del razionamento del credito. L'utilizzo di strumenti che consentano il ricorso a *collateral* ovvero la costruzione di relazioni di clientela durature nel tempo consente di ridurre le asimmetrie informative e migliorare la probabilità, per le imprese, di ottenere credito nella quantità desiderata e di ottenerlo a condizioni meno penalizzanti. Il factoring appare uno strumento particolarmente adatto a tali condizioni di mercato.

Va inoltre considerato, in prospettiva, come il factoring, in virtù della sua minore rischiosità per la banca, potrà rappresentare un elemento importante in vista dell'introduzione di Basilea 3, che richiederà al sistema bancario un patrimonio di maggiore qualità a fronte dei rischi e il rispetto di alcuni vincoli di liquidità. Per la sua natura di finanziamento autoliquidante e per le ragioni sopra esposte, è possibile che la maggiore ricerca della qualità da parte delle banche possa fornire un'ulteriore spinta allo sviluppo di tale forma di finanziamento.

2.2 Il movente organizzativo

Oltre a rispondere a specifiche esigenze finanziarie, il ricorso al factoring può essere influenzato dalle caratteristiche specifiche della struttura organizzativa delle imprese che incidono sul fabbisogno di queste ultime di ricorrere al servizio di gestione e garanzia del credito offerto dal factor.

Per quanto riguarda il soddisfacimento dei bisogni di tipo gestionale, il ricorso al factoring può essere letto principalmente alla luce delle caratteristiche dimensionali delle imprese.

La letteratura evidenzia come il factoring sia uno strumento utile soprattutto per quelle imprese che vogliono affidare ad una società specializzata la gestione ed il controllo del portafoglio clienti e che sia frequentemente utilizzato da imprese di piccole dimensioni (su questo aspetto, si richiamano nuovamente i risultati di Soufani 2002). In particolare, dal punto di vista organizzativo ci si trova di fronte ad una tipica scelta di “make or buy” *a la Williamson*.

In effetti, come osservato da Mian e Smith (1992), la gestione commerciale è un processo che implica l’assegnazione all’interno dell’azienda o a soggetti esterni di cinque funzioni fondamentali:

- i) La valutazione della rischiosità del debitore (cliente);
- ii) La concessione del credito commerciale;
- iii) Il finanziamento (da parte dell’impresa) del credito commerciale concesso;
- iv) La riscossione del credito;
- v) L’assunzione del rischio di credito.

Il factoring consente di assegnare ad un unico soggetto esterno (il factor) una o più di queste funzioni ed eventualmente l’intero processo, consentendo all’impresa di concentrare la propria attività sugli aspetti prettamente “core” del business.

Smith e Schnucker (1994), in particolare, considerano la decisione di ricorrere o meno al factoring come una decisione sull’integrazione della funzione di gestione del credito e ragionano in termini di impatto dei costi di transazione. Infatti, in coerenza con la seminale teoria dell’impresa di Coase (1937), in un mercato con imperfetta informazione, sia il venditore che il compratore affrontano dei costi per acquisire

informazioni sulla controparte (dal punto di vista del venditore, ad esempio, servono le informazioni per valutare la rischiosità del cliente, nella classificazione delle funzioni di Mian e Smith).

Mian e Smith (1992), Smith e Schnucker (1994) e Summers e Wilson (2000) evidenziando come a maggiori dimensioni aziendali corrisponda una maggiore probabilità di ottenere economie di scala attraverso la gestione interna del credito.

Benvenuti e Gallo (2004), tuttavia, sottolineano come l'impatto delle dimensioni sul ricorso al factoring non sia definibile a priori in quanto le imprese più grandi sono in grado di effettuare gli investimenti necessari per la formazione di personale specializzato su scala più ampia, mantenendo quindi all'interno l'intero processo legato alla gestione del credito, ma possono anche costituire società di factoring specializzate all'interno del proprio gruppo (captive).

Le caratteristiche organizzative delle imprese, unitamente alle caratteristiche specifiche dell'ambiente in cui l'impresa opera, possono incidere, oltre che sul fabbisogno di gestione del credito, anche sul fabbisogno di garanzia del buon fine delle transazioni commerciali.

Altre caratteristiche organizzative delle imprese quali la specificità dei beni o servizi offerti ai clienti, il numero e la dispersione territoriale dei clienti ed i canali distributivi incidono inoltre sul fabbisogno di garanzia del buon fine dei crediti commerciali.

L'elevata specificità dei beni o servizi diminuisce la possibilità di ricorso al factoring: i lavori di Williamson (1975;1979; 1981) e i successivi sviluppi della teoria hanno suggerito che la decisione di integrare o meno la funzione all'interno dell'impresa dipende dalla natura della transazione tra il compratore e il venditore. Se la competizione obbliga le parti ad effettuare investimenti altamente specifici e non facilmente recuperabili per il buon fine della transazione, il comportamento opportunistico tra le parti appare maggiormente probabile e, di conseguenza, aumenta la probabilità che l'impresa decida di internalizzare. La natura della transazione si riflette anche sulla decisione da parte del fornitore di gestire internamente il credito commerciale che nasce da essa o farlo gestire ad un terzo soggetto specializzato (Smith 1987; Smith e Schnucker 1994) sia sul lato della domanda, in quanto il

fornitore ha maggiori possibilità di tutelarsi di fronte a comportamenti opportunistici dei clienti, sia sul lato dell'offerta, in quanto le società di factoring possono essere restie a inserirsi in operazioni con forniture complesse a causa del maggior rischio di opponibilità da parte dei clienti (Mian e Smith 1992; Summers e Wilson 2000; Benvenuti e Gallo 2004). Dal punto di vista del fornitore, inoltre, con la cessione si perderebbe la possibilità di preservare il valore dell'investimento specifico effettuato in caso di situazioni di difficoltà finanziarie del cliente attraverso strumenti di natura commerciale, quali ad esempio la concessione di ulteriori dilazioni di pagamento (Smith e Schnucker 1994). Simili considerazioni valgono per la variabile del settore industriale di appartenenza dell'impresa, che può essere strettamente correlata al grado di specificità dei beni o servizi.

Il factor, inoltre, può fornire a pagamento servizi di informazione e monitoraggio, mentre nel caso in cui il factor assuma il rischio di credito (factoring pro soluto), esso acquisisce le informazioni in proprio, di fatto ponendosi come un intermediario delegato al monitoraggio in grado di minimizzare i costi legati alla generazione e all'utilizzo delle informazioni per il monitoraggio, di fatto inserendosi nella teoria del *delegated monitoring* proposta da Diamond (1984). Le informazioni raccolte dal factor, sotto alcune condizioni, possono avere un costo minore per l'impresa (le commissioni) rispetto all'integrazione della funzione all'interno dell'impresa stessa in quanto il factor, in qualità di operatore specializzato, è in grado di ottenere economie di scala e di scopo nella valutazione e nella gestione dei debitori. Ad esempio, Summers e Wilson (2000) considerano il caso in cui il factor operi con un gruppo di fornitori che a loro volta operano con un pool comune di clienti: il costo di reperire informazioni è sicuramente ridotto attraverso il ricorso al factor, che può possedere già le informazioni necessarie all'impresa per avviare un nuovo rapporto di fornitura con uno dei clienti. Sotto questo profilo, le imprese soggette a stagionalità delle vendite¹² e quelle che operano con un numero elevato di clienti e/o con clientela territorialmente dispersa avrebbero invece una maggiore convenienza nel ricorrere a società di factoring, in quanto maggiormente in grado di ottenere informazioni

¹² In particolare perché la frequenza delle transazioni aumenta la conoscenza della controparte e riduce la necessità di informazioni ulteriori.

riguardanti il merito creditizio di un potenziale cliente e di ottenerle ad un costo inferiore (Mian e Smith 1992; Smith e Schnucker 1994; Benvenuti e Gallo 2004).

Un altro attributo della transazione che può influire sulla scelta di ricorrere al factoring è l'incertezza riguardo al valore del prodotto o servizio sottostante la transazione stessa. Ottenere informazioni sull'effettivo valore del bene/servizio può essere costoso per entrambe le parti della transazione, in particolare quando il valore è molto volatile. Il factor può agire come intermediario e consulente nella transazione, in virtù della sua esperienza ottenuta grazie alla ripetizione di operazioni simili con i propri clienti (Smith e Schnucker 1994).

Mian e Smith (1992) e Smith e Schnucker (1994) affermano inoltre che vi è una influenza sulla decisione di ricorrere al factoring legata al canale distributivo utilizzato dall'impresa, in quanto quest'ultimo influenza il processo del credito commerciale in diversi modi, ad esempio riflettendo la specificità dell'asset nella transazione oppure influenzando il livello dei costi di informazione legati alla transazione, legati alla valutazione della controparte e del bene/servizio, o ancora i costi di recupero in caso di rottura del contratto. In particolare, le evidenze empiriche segnalano che il ricorso a canali distributivi diretti consente all'impresa di acquisire maggiori informazioni sull'affidabilità dei clienti, riducendo la necessità di appoggiarsi a soggetti esterni per ottenere valutazioni sull'affidabilità del potenziale debitore e di conseguenza la probabilità di ricorrere al factoring.

Sotto un altro profilo, la letteratura sul credito commerciale afferma, fra le altre cose, che le dilazioni di credito offerte possono influenzare il costo complessivo del bene per il cliente. Schwartz (1974) segnala come i termini di pagamento rappresentano una parte integrante della politica di prezzo dell'impresa, fornendo pertanto all'impresa uno strumento di discriminazione del prezzo fra i clienti (che può essere utilizzato in maniera più o meno trasparente). Mian e Smith (1992) e Smith e Schnucker (1994) ipotizzano che qualora il credito commerciale venga utilizzato come uno strumento di discriminazione del prezzo, l'impresa sarà meno incentivata a ricorrere al factoring in quanto potrebbe introdurre un elemento di rigidità non solo nella sua politica di credito, ma anche nella politica di vendita e di marketing.

2.3 I fattori ambientali

A livello teorico, il ricorso al factoring può essere favorito dalla presenza di infrastrutture informative carenti e scarse tutele giudiziarie del credito, sia direttamente attraverso la necessità di ricorrere a soggetti esterni per ottenere significative valutazioni della potenziale clientela, sia indirettamente tramite l'effetto positivo che tali caratteristiche ambientali possono avere sul volume di crediti commerciali presenti sul mercato.

Occorre in primo luogo considerare infatti come opacità informativa e bassa efficienza giudiziaria possano giustificare il ricorso al factoring in virtù della maggiore competenza dei factor (che sono intermediari finanziari) nel gestire in maniera efficiente ed efficace le informazioni sulla qualità del debitore e della possibilità, per il fornitore, di cedere i crediti senza rivalsa (pro soluto), garantendosi dall'eventuale insolvenza del proprio cliente (si veda Benvenuti e Gallo (2004)).

In secondo luogo è necessario considerare l'impatto delle caratteristiche ambientali sul credito commerciale, che rappresenta la "materia prima" del factoring.

Da un lato infatti il credito commerciale rappresenta uno strumento di sostegno alla politica delle vendite che consente di rafforzare le relazioni di clientela, garantire la qualità dei prodotti o discriminare i prezzi. Dall'altro, però, l'utilizzo del credito commerciale può essere motivato dalla possibilità di ridurre i costi di transazione e si configura come una forma di finanziamento alternativa al credito bancario o ad altre tipologie di finanziamento a breve termine.

In presenza di elevata opacità informativa, infatti, gli intermediari finanziari possono essere meno disposti a concedere credito; inoltre, il recupero del credito attraverso il ricorso alla giustizia comporta dei costi e non garantisce dai

comportamenti opportunistici della controparte, in particolare se il sistema delle tutele giudiziarie è scarsamente efficiente¹³.

Lo sviluppo del credito commerciale in tale contesto appare quindi principalmente un modo per le imprese di sostituire gli altri finanziamenti a breve, tipicamente bancari (Mian e Smith 1992; Summers e Wilson 2000; Klapper 2006). Nel caso italiano, in particolare, grazie alla presenza di una legge specifica, il factoring gode di una maggiore tutela rispetto ad altre forme di finanziamento basate sulla cessione del credito¹⁴.

Alcuni studi, a conferma di quanto sopra, affermano che il credito commerciale è più sviluppato in paesi di civil law (fra cui l'Italia), dove gli investitori godono di minore tutela giuridica, che in paesi di common law (Rajan e Zingales 1995, Petersen e Rajan 1997, Demirguc-Kunt e Maksimovic 2001).

¹³ Per una riflessione più approfondita del ruolo del credito e del debito commerciali nelle imprese italiane, cfr. Cannari, Chiri e Omiccioli (2005) e Finaldi Russo e Leva (2004); con riferimento alla relazione fra credito commerciale e funzionamento della giustizia civile, cfr. Carmignani (2004).

¹⁴ La Legge 52 del 21 febbraio 1991 – Disciplina della cessione dei crediti d'impresa prevede maggiori tutele in caso di fallimento della controparte, impedendo la possibilità di ricorrere alla revocatoria fallimentare per i pagamenti effettuati dal debitore ceduto. Per approfondimenti, cfr. Burchi e Carretta (2001).

3. L'impatto atteso del ricorso al factoring sugli equilibri gestionali dell'impresa

La letteratura empirica sul factoring, come descritta in precedenza, si è occupata principalmente di determinare le ragioni per cui le imprese ricorrono al factoring, suggerendo l'importanza di variabili legate all'età, alle dimensioni e alla struttura finanziaria dell'impresa e alle caratteristiche del prodotto, della distribuzione e delle relazioni commerciali. In generale, gli studi a livello internazionale mostrano come le imprese maggiormente propense all'uso del factoring siano quelle giovani, di piccole dimensioni e in rapida crescita, coerentemente con la teoria.

Se la logica prevalente in letteratura è quella di evidenziare quali caratteristiche e comportamenti delle imprese determinano l'orientamento di queste ultime verso l'utilizzo del factoring, sembra tuttavia assente un'analisi diretta dell'impatto che esso ha sulla gestione aziendale e dei benefici che derivano nel tempo da un uso sistematico dello strumento. Tale analisi potrebbe inoltre fornire nuovi spunti di riflessione per la comprensione dei bisogni delle imprese che caratterizzano il ricorso al factoring da parte di queste ultime.

Il presente capitolo, partendo dalla descrizione dei fattori costitutivi del fabbisogno finanziario delle imprese, della politica di credito commerciale e degli equilibri gestionali delle imprese, descrive, a livello teorico, quelli che sono i benefici attesi dell'utilizzo del factoring sull'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale delle imprese che vi fanno ricorso e, utilizzando come riferimento i risultati di una precedente indagine (Carretta 2009), quelle che sono le percezioni delle imprese relativamente allo strumento e agli effetti del suo utilizzo.

3.1 Politiche di credito commerciale, fabbisogno finanziario ed equilibri gestionali delle imprese

3.1.1 La politica del credito commerciale e la gestione del processo

La decisione di ricorrere al factoring da parte di un'impresa si inserisce nelle scelte di gestione del capitale circolante. Il capitale circolante rappresenta quella parte dell'attivo, a breve termine, investita nell'attività caratteristica dell'impresa (cassa, crediti, scorte, ecc...).

Dal punto di vista strategico, il ricorso al factoring può influenzare (ed essere influenzato da) la politica di gestione dei crediti commerciali perseguita dall'impresa. L'attività di gestione dei crediti commerciali riguarda, fra gli altri, i seguenti aspetti:

- il volume complessivo dei crediti commerciali,
- la composizione di questi ultimi,
- i principi e le modalità di valutazione, amministrazione e controllo.

Essa definisce i criteri che l'impresa deve seguire nei rapporti con la clientela, con riferimento in particolare alla concessione di dilazioni di pagamento ed ai relativi interessi, alle modalità di fatturazione, agli eventuali sconti per pagamenti anticipati, alle forme tecniche di regolamento, al controllo e alla gestione del rapporto, alle procedure di incasso e recupero dei crediti, ecc...

Il credito commerciale rappresenta, per l'impresa che lo concede, un investimento a tutti gli effetti e, come tale, necessita di una accurata valutazione in fase di concessione e di una attenta gestione del rapporto. Tale investimento infatti assorbe risorse, comporta costi e benefici e presenta dei rischi (connessi, in particolare, al mancato o ritardato pagamento da parte del cliente). L'impresa che interviene sulla propria politica commerciale influisce sulle poste del circolante sia direttamente, tramite l'aumento/riduzione dei crediti verso i clienti, sia indirettamente, attraverso l'azione sul livello di fatturato che a sua volta influisce su tutte le componenti del capitale circolante, agendo ancora sui crediti, sui livelli di magazzino nonché sui debiti verso fornitori (Dallocchio 1986). Ancora, la gestione del credito

commerciale si riflette nel ciclo monetario dell'impresa: dilatando i termini di dilazione nei confronti dei propri clienti, e in assenza di un omogeneo intervento sui tempi di pagamento verso i propri fornitori, l'impresa vede dilatarsi il gap temporale fra il momento in cui paga i propri fornitori e quello in cui riceve i pagamenti dai propri clienti, con importanti conseguenze sul piano finanziario.

Come già visto¹⁵, il processo di gestione del credito commerciale si compone di diverse fasi che riguardano la valutazione, l'affidamento, la collection dei crediti, il monitoraggio della posizione, la gestione del rischio d'insolvenza e il funding dell'investimento (Mian e Smith 1992). Le varie funzioni devono essere coordinate al fine di raggiungere l'obiettivo di massimizzare il fatturato e minimizzare i costi collegati alla concessione di credito commerciale, in particolare derivanti dalle perdite per inesigibilità dei crediti, dai costi di gestione del credito e dal costo dell'investimento in credito commerciale (Dallocchio 1986). Un approccio integrato dovrebbe inoltre considerare i costi incrementali di produzione e vendita dei prodotti connessi ai maggiori volumi di vendita: in generale, tali costi vengono comunemente identificati con i costi variabili in modo da configurare una sorta di margine di contribuzione del prodotto o della linea di prodotto (cfr., ad esempio, Bolten 1976, Lindsay e Sametz 1977 e Johnson 1981)¹⁶.

Gli strumenti della politica del credito commerciale sono essenzialmente due:

1. la modifica degli standard di affidamento, e
2. la modifica delle dilazioni.

Agendo su tali leve, l'impresa può incidere sul livello delle vendite e sulle poste del capitale circolante, nonché sul livello dei costi connessi al credito commerciale: infatti, un'impresa che decide di ridurre gli standard di affidamento nei confronti dei propri clienti con ogni probabilità incrementerà le proprie vendite fornendo credito anche a clienti meno affidabili, ma tuttavia incorrerà in costi maggiori derivanti dalla minore qualità dei clienti affidati e quindi dalla maggiore probabilità di insolvenza di

¹⁵ Capitolo 2.2.

¹⁶ È in ogni caso opportuno ricordare che, sebbene non sia questa la sede per trattare tale argomento, oltre certi livelli di incremento delle vendite e della produzione, anche i costi fissi subiscono delle variazioni.

questi ultimi, dalla necessità di maggiori investimenti nella gestione e nel monitoraggio della posizione e dalla necessità di finanziare le dilazioni ulteriori concesse¹⁷. Allo stesso modo, un'impresa che decide di irrigidire i criteri di affidamento otterrà una riduzione dei costi di gestione, al prezzo di una riduzione anche del fatturato (in quanto la clientela meno affidabile potrebbe non acquistare preferendo fornitori con criteri di concessione delle dilazioni meno selettivi). È opportuno notare le analogie tra la concessione e la gestione del credito commerciale e il processo di concessione e gestione del credito da parte delle banche e degli intermediari finanziari¹⁸.

Standard di concessione del credito e dilazioni di pagamento influiscono direttamente sulle dimensioni dell'investimento in credito commerciale e quindi sui costi ad esso connessi.

In termini molto semplificati, una corretta politica del credito commerciale ha pertanto l'obiettivo di massimizzare il primo membro della seguente equazione¹⁹:

$$\Delta P = \Delta R - \Delta C - \Delta A$$

in cui:

ΔP è il risultato economico incrementale conseguente dall'adozione di una determinata politica di credito commerciale;

ΔR è il ricavo incrementale di vendita del prodotto;

ΔC è il costo incrementale di produzione e vendita del prodotto;

ΔA è il costo incrementale connesso al credito commerciale (perdite per insolvenza, costi dovuti a ritardi nei pagamenti, costi di gestione, costi legati al capitale investito nel credito ecc...).

¹⁷ Ciò è vero, in analogia, anche nel caso di un aumento delle dilazioni.

¹⁸ Su questo aspetto, cfr. l'interessante raccolta di lavori contenuta nel volume di Cannari, Chiri, e Omiccioli (2003), intitolata proprio "Imprese o intermediari finanziari?".

¹⁹ Una trattazione più approfondita dell'argomento esula dagli obiettivi del lavoro: si rimanda pertanto alla letteratura classica sul tema (cfr., ad esempio, Bolten 1976, Lindsay e Sametz 1977 e Johnson 1981) e Dallochio (1986).

Sulla base di quanto sopra, e di quanto già accennato in relazione alle caratteristiche del factoring, è a questo punto possibile individuare nell'area dei costi incrementali connessi al credito commerciale l'area in cui il ricorso al factoring può comportare dei benefici nella gestione del credito commerciale. Nell'equazione presentata, il factoring può pertanto incidere positivamente sul terzo elemento del secondo membro.

Da ciò si intuisce come il ricorso al factoring può rappresentare per l'impresa una scelta di tipo strategico e non solo finanziario, in quanto può incidere sulle scelte di politica commerciale, consentendo modalità di ricorso alle relative leve altrimenti precluse dalle caratteristiche intrinseche dell'impresa stessa.

In particolare, si ricorda che la decisione di ricorrere al factoring rappresenta una scelta fra l'organizzazione interna del processo di gestione del credito e il ricorso al mercato, esternalizzando al factor tale processo (Smith e Schnucker 1994). Tale decisione influisce sul grado di flessibilità dell'impresa e può influire pertanto anche sul livello dei costi derivanti dalla formulazione delle scelte di politica commerciale e sul fabbisogno finanziario dell'impresa. In generale, quindi, un fabbisogno di factoring si manifesta qualora esista uno squilibrio tra le esigenze espresse dalla politica di credito commerciale prescelta dall'impresa, in termini di risorse necessarie, e le risorse disponibili all'interno dell'impresa.

3.1.2 Il fabbisogno finanziario dell'impresa

Come visto, le diverse scelte di politica del credito commerciale rappresentano una vera e propria decisione di investimento e generano pertanto un assorbimento di risorse e un fabbisogno finanziario aggiuntivo per l'impresa.

Il fabbisogno finanziario deriva dall'insieme degli impieghi in capitale fisso e capitale circolante netto e può essere soddisfatto attraverso capitale ovvero attraverso il reperimento di fonti finanziarie da terzi nella forma del debito. Le scelte effettuate nel reperimento delle fonti influiscono sulla struttura finanziaria dell'impresa. Sull'effetto di tali scelte sulla struttura finanziaria e sulle logiche di selezione delle fonti di finanziamento da parte delle imprese molto è già stato detto, e si rimanda ai

classici manuali di finanza aziendale la trattazione dell'argomento. In questo paragrafo ci si soffermerà, in particolare, sulle differenti forme di indebitamento tramite strumenti creditizi e finanziari, con particolare riferimento alle fonti finanziarie a breve termine.

In generale, la selezione dello strumento creditizio più opportuno deve considerare, ovviamente, la natura del fabbisogno finanziario da coprire:

- ⤴ in presenza di un temporaneo squilibrio fra entrate e uscite, si parla di fabbisogno di tesoreria;
- ⤴ in presenza di fabbisogni derivanti dall'investimento in capitale circolante netto (fra cui sono compresi i fabbisogni derivanti dalle scelte di politica del credito commerciale), si parla di fabbisogni di capitale circolante;
- ⤴ in presenza di fabbisogni collegati a scelte di investimento di medio-periodo, si parla di fabbisogni di capitale fisso.

I fabbisogni che rilevano ai fini del presente lavoro sono naturalmente quelli derivanti da investimenti in capitale circolante netto, che sono in parte conseguenza delle politiche di credito commerciale.

La valutazione di uno strumento creditizio deve tener conto, oltre che del fabbisogno finanziario che esso deve coprire, anche dei seguenti aspetti (Caselli e Gatti 2006):

- ⤴ il costo dello strumento;
- ⤴ la scansione temporale dei flussi di pagamento del debito;
- ⤴ l'impatto fiscale dello strumento.

La Tabella 4 mostra un elenco degli strumenti crediti e finanziari a cui le imprese possono ricorrere per soddisfare i propri fabbisogni finanziari.

Tabella 4: Le forme di copertura del fabbisogno finanziario: strumenti crediti e finanziari

FABBISOGNO FINANZIARIO						
DI BREVE PERIODO (fino a 12 mesi)				DI MEDIO-LUNGO PERIODO (oltre i 12 mesi)		
Strumenti creditizi				Strumenti finanziari	Strumenti creditizi	Strumenti finanziari
Per fabbisogni di tesoreria	Per finanziamenti generici	Per fabbisogni di capitale circolante	Crediti di firma			
Apertura di credito in c/c	Anticipazione garantita	Sconto di portafoglio commerciale	Avallo	Accettazione bancaria	Mutuo	Obbligazioni ordinarie
Sovvenzioni bancarie	Anticipo all'export	Anticipo salvo buon fine su ricevute bancarie e fatture	Fideiussione	Cambiale finanziaria	Sconto effetti a medio-lungo termine	Obbligazioni convertibili
	Anticipazioni all'import	Factoring	Credito documentario	Polizza di credito commerciale	Leasing finanziario	Obbligazioni con warrant
		Anticipo su merci e titoli			Finanziamenti in valuta	
					Finanziamenti in pool	

Appare opportuno, dati gli scopi del presente lavoro, concentrare l'attenzione sulla sola colonna relativa agli strumenti creditizi che rispondono alle esigenze di finanziamento dell'investimento in capitale circolante. Il fabbisogno di capitale circolante riflette le caratteristiche dell'impresa e del processo produttivo, nonché le scelte di politica del credito commerciale. Ad esempio, nel caso di un'impresa il cui ciclo produttivo sia particolarmente lungo, il ciclo monetario (ovvero il lasso di tempo

intercorrente tra il pagamento dei fattori produttivi e il pagamento da parte dei propri clienti) risulterà allungato di conseguenza: ciò comporterà un fabbisogno di capitale circolante da soddisfare mediante uno degli strumenti posizionati nella colonna in esame.

Tuttavia, poiché il factoring risponde a esigenze non solo di tipo finanziario, appare opportuno effettuare una ulteriore classificazione dei diversi prodotti offerti finanziari e non finanziari che possono essere considerati concorrenti (almeno in parte) del factoring (Tabella 5).

Tabella 5: Il factoring a confronto con gli altri strumenti finanziari e non finanziari.

	Anticipo salvo buon fine	Recupero crediti	Assicurazione del credito	Factoring	Società di credit management
Amministrazione e gestione del credito	no	no	no	si	si (parzialmente)
Anticipazione del valore dei crediti	si	si (per un valore molto inferiore all'ammontare)	no	si	no
Incasso e recupero del credito	no	si	no	si	si
Protezione dal rischio di credito	no	si (per un valore molto inferiore all'ammontare)	si	si	no

Con riferimento all'aspetto della protezione dal rischio di credito, le affinità fra il factoring pro soluto e l'assicurazione del credito sono evidenti dal punto di vista del trasferimento dell'alea economica. Tuttavia, va precisato che mentre l'assicuratore, dietro pagamento di un premio, si obbliga a pagare una somma al verificarsi del mancato pagamento, il factor attraverso la cessione pro soluto paga (spesso anticipatamente) il corrispettivo della cessione indipendentemente dal verificarsi dell'insolvenza: in sostanza, non assicura ma garantisce che il debitore pagherà a scadenza (o comunque ad una data prestabilita).

Con riferimento alle operazioni di anticipo, sconto, ecc... va segnalato che il factoring è assimilabile a un'operazione di finanziamento solamente nella sua versione pro solvendo, vigendo l'obbligo di restituzione differita da parte del cliente, mentre il factoring pro solvendo rappresenta una fattispecie decisamente diversa. È comunque vero che il factoring, ove vi sia l'anticipazione dell'ammontare dei crediti, configura una vera e propria linea di fido nei confronti del cliente e di fatto svolge una funzione economica equiparabile.

Sotto il profilo della gestione dei crediti, il factoring si differenzia da altri strumenti in quanto il momento finanziario, nel rapporto di factoring, appare prevalente rispetto a quello assicurativo e gestionale, cosa che rende il factoring uno strumento molto diverso dai tipici strumenti di gestione e recupero del credito e da altre fattispecie giuridiche quali il mandato.

Dalla Tabella 5 è pertanto possibile desumere come il factoring sia uno strumento complesso, in grado di rispondere a diversi tipi di esigenze ad un costo che complessivamente è sicuramente inferiore al costo che l'impresa affronterebbe per fruire separatamente dei singoli servizi da parte di diversi operatori.

Inoltre, il factoring può risultare maggiormente accessibile per le imprese che non riescono ad ottenere facilmente credito bancario in quanto, attraverso la cessione del credito commerciale, il factor valuta non solo l'impresa cliente ma anche il debitore ceduto e riduce pertanto il rischio connesso all'operazione, praticando di conseguenza condizioni economiche più vantaggiose per il cedente rispetto ad altre forme di finanziamento. Ciò consente al factor di anticipare l'ingresso nei confronti del cliente rispetto agli altri finanziatori: il factoring infatti ben si adatta ad imprese giovani, nella fase di start up o di sviluppo, che servono una clientela di elevato standing creditizio.

In effetti, buona parte della letteratura empirica sul factoring (Mian e Smith 1992, Carretta 1997, Soufani 2002, Asselbergh 2002, Summers e Wilson 2000, Benvenuti e Gallo 2004) individua un effetto positivo, con riferimento alla probabilità di ricorrere al factoring da parte dell'impresa, del fatto di trovarsi in una fase iniziale del ciclo di vita. È infatti vero che il fabbisogno finanziario esterno dell'impresa varia durante il suo "ciclo di vita". Tali variazioni influiscono sulle scelte strategiche di

finanziamento e derivano dalla natura degli investimenti effettuati nelle varie fasi del ciclo di vita dell'impresa e dalla differente capacità dell'impresa di generare free cash flow (Caselli e Gatti 2006). Nasce un fabbisogno finanziario esterno quando l'autofinanziamento del periodo precedente, ossia le risorse reinvestibili generate all'interno dell'impresa, non sono sufficienti a soddisfare il fabbisogno complessivo di risorse determinato dalla crescita delle vendite, data una certa intensità di capitale²⁰.

Nella fase di introduzione, l'impresa affronta un elevato fabbisogno finanziario esterno. Il capitale investito, in particolare nella sua componente fissa, risulta inizialmente molto elevato, a fronte di vendite ancora modeste ed elevati costi che comportano, tipicamente, utili ridotti o addirittura negativi. Con il crescere delle vendite, il tasso di sviluppo del fatturato aumenta rapidamente e l'intensità di capitale tende a ridursi, ma il tasso di autofinanziamento rimane ancora contenuto.

I creditori tradizionali, ed in particolare le banche, tendono ad avviare un rapporto di finanziamento con l'impresa solo quando questa appare in grado di produrre internamente la liquidità destinata al rimborso del finanziamento e un flusso di reddito tale da coprire gli interessi sul debito. Come visto nel capitolo precedente, le banche sono disposte a finanziare un'impresa giovane soprattutto in presenza di *collateral*, in assenza dei quali l'impresa rimane razionata.

A ciò si aggiunga che l'impresa può utilizzare la politica del credito commerciale come leva per incentivare le vendite in questa prima fase di avvio dell'attività, ed in particolare lo strumento della dilazione commerciale. Ciò allunga ulteriormente il ciclo monetario incrementando il fabbisogno finanziario esterno dell'impresa, che tuttavia si trova razionata dal settore bancario tradizionale. Il ricorso al factoring consente di superare il razionamento creditizio attraverso la garanzia fornita dalla qualità dei crediti ceduti e potrebbe offrire una soluzione adeguata per il reperimento della liquidità necessaria a far fronte ai pagamenti dell'impresa nei confronti dei suoi fornitori, liberando peraltro risorse da reinvestire nel ciclo produttivo per incrementare le vendite.

²⁰ Per ulteriori approfondimenti sull'argomento, si rimanda alla letteratura e alla manualistica in tema di analisi della dinamica finanziaria dell'impresa. Si vedano, a titolo di esempio, i modelli presentati in Demattè (1974), Charrue (1980), Mottura (1987), Gaeta (1985), Rossignoli (1991) e Ielasi (2002).

Nella fase di crescita generalmente l'impresa presenta un fabbisogno finanziario esterno crescente fino ad un certo punto, in cui il fabbisogno risulta massimo, per poi diminuire fino ad annullarsi in un momento avanzato della fase.

Ciò accade in quanto, in questa fase, in un primo periodo le vendite sono crescenti e necessitano di ulteriore capitale investito per sostenerle. Lo sviluppo del fatturato crescerà fino a raggiungere un massimo, dopodiché si stabilizzerà per poi iniziare a ridursi. L'intensità di capitale, coerentemente con lo sviluppo delle vendite, rimane elevata ma inizierà a ridursi di pari passo con la crescita delle vendite quando quest'ultima rallenterà. L'autofinanziamento è maggiore rispetto alla fase di introduzione e aumenterà ulteriormente con il ridursi delle altre due variabili considerate, in quanto aumenteranno i ricavi, si ridurranno i costi ecc...

Il punto in cui il fabbisogno finanziario esterno è nullo è definito break-even finanziario. Superato questo punto l'impresa inizierà a generare liquidità e non avrà più bisogno di ricorrere a fonti di finanziamento esterne.

In questa fase, la crescita delle dimensioni e del fatturato generano, in generale, elevati volumi di credito commerciale, che incrementano l'investimento in capitale circolante netto e che necessita un impiego di capitale significativo che a sua volta genera un fabbisogno finanziario (Dallocchio 1986). Questa è la fase in cui tipicamente l'impresa esprime un fabbisogno di factoring nella sua veste finanziaria.

Il factoring infatti può seguire l'impresa durante il suo sviluppo e ridurre l'intensità di capitale, consentendo inoltre all'impresa di concedere dilazioni di pagamento ai propri clienti che incentivano le vendite senza allungare il ciclo monetario grazie allo smobilizzo dei crediti, riducendo pertanto l'intensità di capitale.

In questa stessa fase si assiste tipicamente ad un incremento della complessità di gestione dei crediti commerciali dovuta, in particolare, all'aumento dei volumi e al frazionamento della clientela, incentivando il ricorso al factoring non solo per ragioni di tipo finanziario ma anche in virtù del servizio di amministrazione e gestione professionale dei crediti offerto dalla società di factoring.

Nella fase della maturità l'impresa non avverte più un fabbisogno finanziario esterno, ma anzi produce un ammontare di liquidità che le consente di rimborsare i

finanziamenti fin qui ottenuti e autofinanziare eventuali nuovi sviluppi dal punto di vista imprenditoriale.

Il tasso di sviluppo del fatturato decresce fino ad annullarsi e quindi non risultano necessari ulteriori investimenti in capitale per sostenere la capacità produttiva (che ormai è massima).

Tuttavia, anche nella fase di maturità l'impresa può manifestare un fabbisogno di factoring in quanto esso risponde non solo ad esigenze finanziarie, ma anche ad esigenze amministrative di gestione e di protezione dei crediti commerciali.

Pertanto, mentre i creditori tradizionali tenderanno ad uscire dal rapporto non appena l'impresa raggiunge l'autosufficienza finanziaria, il factor prolungherà il rapporto con l'impresa oltre la soglia di uscita dei creditori tradizionali, continuando ad offrire servizi aventi natura essenzialmente gestionale e di garanzia, oltre a quelli finanziari in senso stretto (anche se non è detto che l'impresa, soprattutto se operante in settori in cui le dilazioni sono particolarmente elevate – es. Pubblica Amministrazione, non mantenga una certa quota di fabbisogno di liquidità che può essere soddisfatto tramite il factoring). Le imprese mature, che iniziano a disinvestire e a generare cassa, non avranno più necessità di coprire fabbisogni finanziari di breve termine ma potranno quindi essere attratte dai servizi di gestione e di garanzia del credito commerciale, maggiormente appetibili per le imprese di dimensioni elevate (in particolar modo in seguito all'introduzione dei principi contabili internazionali, i cosiddetti IAS, che prevedono la cancellazione dell'asset finanziario dal bilancio del cedente esclusivamente nel caso di trasferimento sostanziale di tutti i rischi e benefici connessi all'attività ceduta²¹).

3.1.3 Gli equilibri gestionali delle imprese

Le scelte di politica del credito commerciale, di finanziamento del fabbisogno da esse generato e di struttura finanziaria inevitabilmente influiscono sugli equilibri gestionali dell'impresa. L'impresa che vuole assicurare il raggiungimento dei propri

²¹ Tale criterio è previsto dallo IAS 39.

obiettivi di dimensionamento, costo del capitale di rischio, profitto ecc... deve infatti soddisfare tre requisiti, diversi ma interconnessi fra loro:

- △ equilibrio economico;
- △ equilibrio finanziario;
- △ equilibrio patrimoniale.

L'equilibrio economico è raggiunto quando l'impresa è in grado di coprire i costi di produzione e vendita attraverso i ricavi della vendita e nel contempo garantire all'investitore una congrua remunerazione (ovvero una remunerazione pari a quella di una attività priva di rischio più il premio al rischio sopportato). In altre parole, l'equilibrio economico è raggiunto quando l'impresa è in grado di generare nel tempo risultati economici positivi attraverso il contributo delle diverse gestioni.

Un'ulteriore condizione da rispettare è costituita dall'equilibrio finanziario: affinché ci sia equilibrio finanziario ci deve essere un'armonica corrispondenza tra le caratteristiche di liquidità e di esigibilità degli investimenti effettuati e delle fonti di finanziamento utilizzate. Ciò si ricollega a quanto già descritto nel paragrafo precedente in merito alla corrispondenza delle fonti con il fabbisogno da coprire. In altre parole, l'equilibrio finanziario si realizza quando la struttura degli investimenti e dei finanziamenti dell'impresa è sostenibile nel lungo periodo e l'impresa sarà in grado di fronteggiare le remunerazioni finanziarie dovute ai finanziatori. A volte si fa riferimento ad un orizzonte di breve periodo e alla capacità dell'impresa di far fronte alle uscite correnti con le entrate correnti: in tal caso si parla di equilibrio monetario (o più banalmente di equilibrio finanziario di breve periodo).

Un'ultima condizione di economicità deriva dal conseguimento dell'equilibrio patrimoniale che l'impresa realizza quando il valore di liquidazione (vendita) delle attività (attivo immobilizzato e attivo circolante) supera il valore di mercato delle passività (capitale proprio e capitale di terzi).

La gestione dell'azienda deve rispettare questi tre tipi di equilibri che sono strettamente intercorrelati. Una gestione finanziaria oculata avrà l'obiettivo di preservare l'equilibrio finanziario (solvibilità) e monetario (liquidità) dell'impresa reperendo i fondi necessari per l'operatività e lo sviluppo aziendale e valutando il loro

impiego. Gli equilibri gestionali sono tipicamente descritti con lo strumento dell'analisi per indici, che fornisce un quadro della situazione dell'impresa descritta attraverso un set di indicatori di bilancio (Alberici e Caselli, 1998; Caselli e Gatti 2006).

Il factoring può quindi incidere in maniera variabile sugli equilibri finanziari attraverso i servizi offerti e gli effetti positivi che esso può avere sull'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dell'impresa. Tali effetti sono analizzati approfonditamente nei paragrafi successivi.

3.2 I benefici attesi dell'uso del factoring sugli equilibri gestionali dell'impresa

Essendo il factoring uno strumento ad elevata personalizzazione, è possibile combinare in diversi modi i servizi offerti dal factor, a seconda delle esigenze dell'impresa: la specialità del factor sta proprio nel proporre l'insieme di questi servizi.

Il factoring, pertanto, date le sue caratteristiche, incide in maniera svariata sulle caratteristiche strutturali e sul funzionamento delle imprese. I principali vantaggi che derivano dall'utilizzo del factoring riguardano la contabilità, la politica commerciale e finanziaria e l'organizzazione dell'azienda (Carretta s.d.).

In primo luogo il ricorso al factoring può alleggerire, attraverso il servizio di gestione dei crediti ceduti, le incombenze amministrative e contabili del cedente, consentendo la sostituzione di un numero di partite contabili pari al numero dei clienti con un unico conto intestato al factor ed una semplificazione della contabilità dell'azienda fattorizzata. Ciò comporta pertanto la riduzione della complessità della contabilità relativa al portafoglio clienti dell'impresa, riducendo potenzialmente i costi per quest'ultima legati alla struttura amministrativa.

Anche la politica commerciale beneficia del ricorso al factoring attraverso da un lato la possibilità di acquisire informazioni commerciali riferite ai possibili nuovi clienti (particolarmente utili nel caso di transazioni con l'estero) e dall'altro attraverso

l'approvazione da parte del factor della cessione pro soluto dei crediti che fornisce indirettamente un riscontro in merito alla qualità del debitore ceduto.

A livello amministrativo, inoltre, si possono ottenere ulteriori benefici diretti, quali l'eliminazione delle spese per la gestione dell'eventuale contenzioso con la clientela e la riduzione delle perdite per insolvenza dei clienti (derivante dall'utilizzo delle informazioni commerciali prodotte dal factor e, in ultima analisi, dal ricorso alla cessione pro soluto) e benefici indiretti legati all'ottimizzazione dei propri sistemi informativi e gestionali indotta dai rapporti intrattenuti con il factor.

Un effetto meno immediato del ricorso al factoring riguarda la possibilità di trasformare i costi fissi legati alla gestione interna del portafoglio crediti commerciali (personali, strutture, ecc.) in costi variabili determinati dalle commissioni riconosciute al factor, anticipando il momento in cui l'impresa raggiunge il punto di equilibrio (Rossignoli e Ruozi 1985). Tale effetto potenziale, ottenibile in particolare in presenza di un forte sviluppo delle vendite da parte del cliente, consentirebbe quindi di ridurre la soglia minima di redditività dell'impresa a beneficio del cliente (Carretta s.d.).

Appare pertanto evidente come il ricorso al factoring, almeno in linea teorica, si riflette sugli equilibri economici dell'impresa attraverso una serie di benefici di ordine contabile, amministrativo e commerciale tali da configurare economie di gestione potenziali per il cliente e da influenzare, in un ottica dinamica, la struttura dei costi dell'impresa anticipando il punto di "break-even" e incrementando la redditività dell'azienda.

Attraverso i servizi offerti, il factoring è in grado di influenzare, sotto certe condizioni, la redditività e la struttura finanziaria dell'impresa. In primo luogo, infatti, il ricorso al factoring consente di accrescere il tasso di rotazione del capitale circolante, riducendo la durata del ciclo monetario che inizia con l'acquisto della merce dai fornitori e si conclude con il pagamento da parte dei clienti dell'impresa. Ciò a sua volta si traduce in un incremento della velocità di rotazione del capitale investito che, a parità di redditività sulla vendite, tende a migliorare l'economicità della gestione corrente misurata sinteticamente dalla redditività del capitale investito (Rossignoli e Ruozi 1985).

Il ricorso al factoring inoltre, come visto, consente all'impresa di disporre di una fonte di liquidità complementare al credito bancario, particolarmente utile nelle fasi iniziali della vita dell'impresa, e di ridurre così il fabbisogno finanziario legato al rapido sviluppo delle vendite, in particolare riferito alla componente a breve termine, con un conseguente rafforzamento della struttura finanziaria e, in generale, incrementando la capacità di debito dell'impresa stessa.

Appare in ogni caso evidente come non sia possibile trarre il massimo beneficio dal ricorso al factoring se non in un'ottica di medio periodo: gli effetti di cui si è trattato possono scaturire soltanto attraverso un utilizzo sistematico dello strumento nell'arco di un periodo prolungato nel tempo, in quanto intervengono sulla struttura amministrativa e finanziaria dell'impresa attraverso un circolo "virtuoso" complesso che parte da una migliore gestione delle relazioni di credito commerciale intrattenute con la propria clientela. Allo stesso modo, gli effetti del factoring potranno essere maggiormente percepiti nell'ambito di un rapporto di factoring che coinvolga una quota rilevante del portafoglio crediti commerciali dell'impresa.

Posto quanto sopra, la letteratura suggerisce che l'impresa, nel valutare la convenienza del factoring rispetto ad altri strumenti finanziari, consideri non solo il costo apparente derivante dalla somma di interessi e commissioni di factoring, ma anche il risparmio che l'impresa può ottenere grazie ai servizi resi dal factor (Carretta s.d., Ruozi e Rossignoli 1985). Il costo reale del factoring risulta inferiore rispetto al costo apparente proprio in virtù dei vantaggi amministrativi, gestionali e finanziari che il ricorso al factoring, se effettuato nel modo corretto, può comportare per l'impresa in termini di minori costi.

Il costo apparente del factoring include le due componenti di costo del servizio, ovvero:

- ▲ costo del finanziamento (interessi);
- ▲ costi di gestione e garanzia (commissioni di factoring).

A questi costi si aggiungono tipicamente altri costi di gestione di natura commissionale legati al numero di pezzi lavorati, al recupero spese, ai ritardi di

pagamento superiori a quanto contrattualmente pattuito da parte dei debitori ceduti (commissioni cd. di plusfactoring), ecc...

Il costo reale del factoring, invece, dovrebbe considerare, oltre al costo apparente di cui sopra, anche le economie realizzabili, legate soprattutto all'eliminazione delle perdite dovute all'insolvenza dei creditori (nel pro soluto) e alla riduzione delle perdite dovute alla consulenza e attività di gestione professionale offerta dal factor (nel pro solvendo: infatti, l'uso regolare e sistematico del factoring consente al cliente di ottenere informazioni sull'affidabilità del cliente che possono ridurre il livello delle perdite su crediti commerciali), ma anche alla riduzione dei costi amministrativi dovuti in particolare alle semplificazioni della contabilità legate alla sostituzione dei numerosi conti nei confronti dei clienti con il solo conto nei confronti del factor e, più in generale, alla possibilità di ridurre l'attività amministrativa interna.

Devono inoltre essere considerati i vantaggi finanziari derivanti dalla possibilità di reimpiego dei fondi smobilizzati anticipatamente attraverso la cessione e l'anticipo dei crediti da parte del factor.

Inoltre, è necessario, stante quanto visto finora, considerare le condizioni e le caratteristiche economiche, operative e finanziarie della specifica impresa, che influiscono sui costi e sugli effetti potenziali del factoring. Sotto questo profilo, l'impresa che valuta la convenienza del factoring deve tenere conto, ad esempio, dei seguenti aspetti:

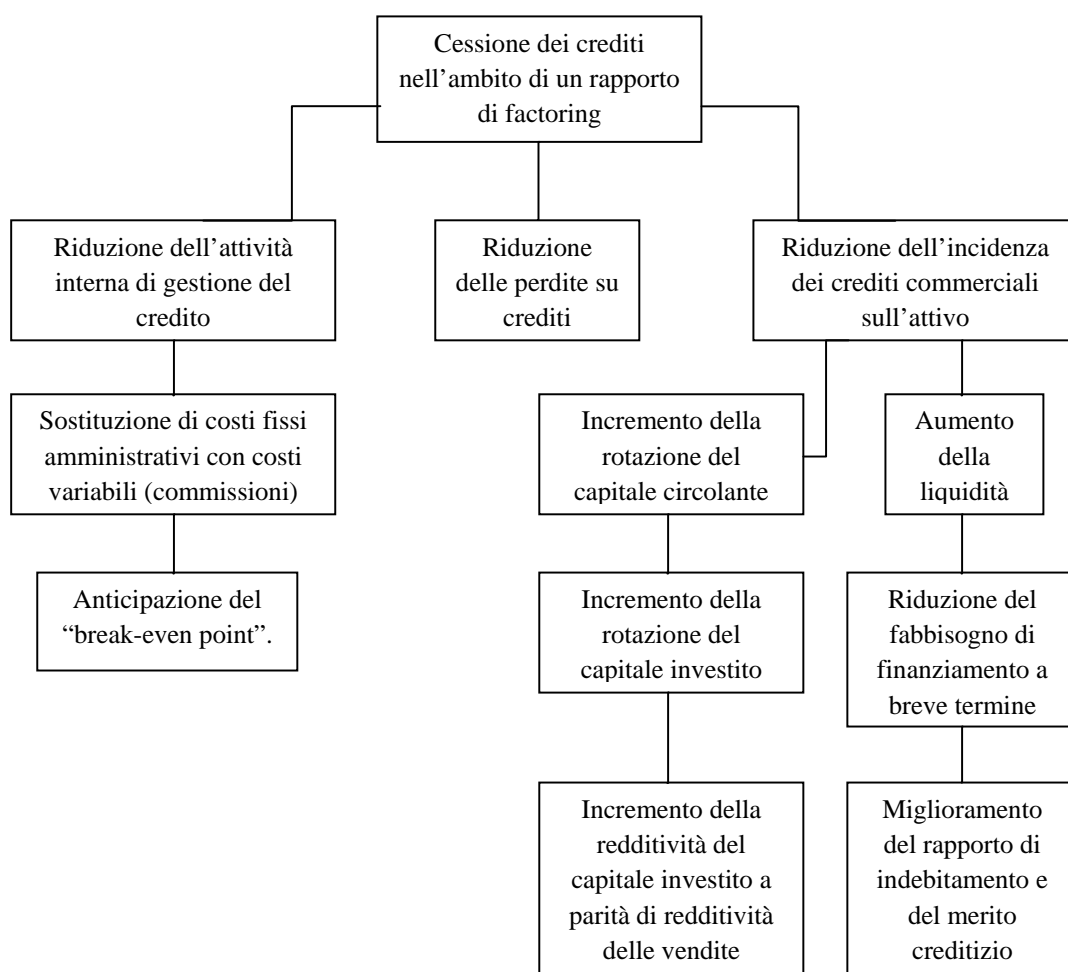
- ⤴ il tasso di crescita del fatturato;
- ⤴ la possibilità di accesso al finanziamento tradizionale;
- ⤴ il livello di saturazione delle linee di fido;
- ⤴ la capacità di autofinanziamento;
- ⤴ la complessità amministrativa della gestione dei crediti;
- ⤴ la tipologia dei crediti e dei debitori ceduti, ecc...

In conseguenza, la convenienza del ricorso al factoring per l'impresa deve essere valutata confrontando i propri oneri interni di tipo amministrativo e finanziario e il costo del factoring, ma anche considerando la destinazione dei flussi monetari che vengono liberati attraverso lo smobilizzo dei crediti commerciali. Appare tuttavia evidente che le economie organizzative e amministrative possano essere percepite esclusivamente attraverso un ricorso duraturo, sistematico e su una porzione elevata del proprio portafoglio crediti.

In sintesi, dall'analisi della letteratura rilevante sull'argomento, ci si attende che un ricorso al factoring ampio, sistematico e duraturo nel tempo possa influenzare gli equilibri gestionali dell'impresa nel tempo²². Si ritiene pertanto che la misura degli effetti del factoring sugli equilibri economici, finanziari e patrimoniali dell'impresa possano essere sinteticamente rappresentati secondo il processo "virtuoso" schematizzato nella Tabella 6.

²² E' bene ricordare, a questo punto, che il factoring, nonostante l'elevato grado di personalizzazione, non è uno strumento adatto a tutti i tipi di imprese, ma apporta i maggiori benefici alle imprese di dimensioni ridotte e che presentano elevati tassi di crescita del fatturato (Rossignoli e Ruozi 1985).

Tabella 6: Gli effetti del ricorso al factoring - schema concettuale



Tale schema concettuale, per quanto sintetico e senza pretesa di esaustività, suggerisce inoltre la possibilità di “leggere” alcuni degli effetti del factoring sugli equilibri gestionali delle imprese attraverso i dati di bilancio, considerando gli indicatori più appropriati selezionati sulla base di quanto descritto dalla teoria e concettualmente sintetizzato nella Tabella 6.

Per poter descrivere i vari aspetti su cui il factoring interviene, sembra quindi necessario un sistema di indicatori di bilancio tali da evidenziare i potenziali effetti del ricorso al factoring sugli equilibri economici, finanziari e patrimoniali delle imprese.

Sulla base di quanto emerge dalla letteratura in materia, si ritiene che si possa identificare il seguente gruppo di indicatori descrittivo degli aspetti economici e finanziari delle imprese che possono beneficiare del ricorso al factoring:

- i) Incidenza dei crediti commerciali sul totale attivo;
- ii) Rotazione del capitale circolante lordo;
- iii) Rotazione del capitale investito;
- iv) Durata media dei crediti;
- v) Redditività di tutto il capitale investito (ROI);
- vi) Redditività delle vendite (ROS);
- vii) Grado di leva operativa;
- viii) Percentuale di svalutazione dei crediti commerciali;
- ix) Indice di liquidità;
- x) Indice di indebitamento a breve;
- xi) Rapporto fra debito e patrimonio netto.

Gli indicatori da *i* a *vi* consentono di far emergere la presenza del ciclo virtuoso nella redditività che dovrebbe instaurarsi attraverso il ricorso al factoring; l'utilizzo del grado di leva operativa può misurare l'eventuale sostituzione di costi fissi con costi variabili nell'ambito della gestione dei crediti a livello amministrativo; la percentuale di svalutazione dei crediti commerciali permette di verificare se il ricorso al factoring ha prodotto una riduzione delle perdite su crediti attraverso la garanzia diretta ovvero il supporto informativo (diretto e indiretto) alla selezione della clientela; gli indici da *ix* a *xi* descrivono gli aspetti della gestione finanziaria dell'impresa che vengono interessati dal ricorso al factoring.

Si ritiene che l'analisi approfondita di tale sistema strutturato di indicatori di bilancio sia coerente con la letteratura teorica in materia e permetta di identificare, sotto alcune condizioni, gli effetti del ricorso al factoring sugli equilibri gestionali dell'impresa.

3.3 Gli effetti del ricorso al factoring percepiti dalle imprese: l'indagine SDA Bocconi sulla domanda di factoring

Nel corso del 2009, la Divisione Ricerche “Claudio Demattè” della Scuola di Direzione Aziendale dell’Università Bocconi ha svolto un’importante studio sulla domanda di factoring, coinvolgendo 100 imprese²³ che presentano caratteristiche molto variegata e possono essere considerate rappresentative sia dell’universo delle imprese italiane sia della composizione della clientela attuale e potenziale del mercato del factoring con l’obiettivo di analizzare la percezione e l’apprezzamento delle caratteristiche del prodotto, la natura delle relazioni con le banche e gli intermediari finanziari specializzati che svolgono attività di factoring e le implicazioni dell’utilizzo del factoring per la gestione, l’organizzazione e la finanza d’azienda.

Tale indagine integra ed aggiorna i risultati di una precedente indagine, svolta nel 1997 da Assifact, l’Associazione Italiana per il Factoring²⁴.

Di seguito vengono sinteticamente riportati i risultati dell’indagine che rilevano ai fini del presente lavoro, con particolare riferimento agli effetti del ricorso al factoring percepiti dalle imprese intervistate. Per una trattazione completa e più approfondita dei risultati, si rimanda al relativo rapporto di ricerca (Carretta 2009)²⁵.

In primo luogo, secondo le imprese intervistate, il factoring rappresenta una forma di finanziamento complementare al credito bancario e una forma di garanzia del buon fine dei crediti commerciali. È inoltre di rilievo il ruolo del factoring come strumento per gestire professionalmente i crediti. Meno importante è il ruolo attribuito al factoring come forma di finanziamento alternativa al credito bancario, mentre è marginale la convinzione che il factoring sia una forma di recupero dei crediti insoluti o problematici.

Ripartendo le imprese che compongono il campione per classi dimensionali, si osserva come al crescere delle dimensioni aziendali diminuisca il ruolo del factoring

²³ Per le modalità di costruzione del campione, cfr. Capitolo 4.

²⁴ Carretta (1997).

²⁵ Il rapporto di ricerca relativo all’indagine SDA Bocconi sulla domanda di factoring è pubblicato sul sito internet dell’Assifact - Associazione Italiana per il Factoring (www.assifact.it).

come finanziamento (in particolare come alternativa al credito bancario) e aumenti la percezione del factoring come strumento complementare adatto a finanziare, garantire e gestire professionalmente il credito commerciale. Questo appare coerente con la teoria, che vede il factoring come uno strumento che interviene in una fase iniziale del ciclo di vita dell'impresa anticipando il credito bancario nella soddisfazione dei bisogni finanziari dell'impresa stessa ed esce dall'impresa in un momento successivo rispetto al finanziamento bancario grazie alla possibilità di garantire e gestire i crediti (Rossignoli e Ruozi 1985).

Tabella 7: Che cosa rappresenta il factoring? (distribuzione percentuale delle risposte rilevanti per classi dimensionali)

	Campione	Fatturato <25mln €	Fatturato compreso tra 25mln e 250 mln €	Fatturato >250 mln €
una forma di finanziamento alternativa al credito bancario	16%	24%	13%	11%
una forma di finanziamento complementare al credito bancario	26%	25%	30%	21%
una forma di garanzia del buon fine dei crediti commerciali	25%	25%	25%	26%
uno strumento per gestire professionalmente il credito	19%	18%	18%	21%
una forma di recupero dei crediti insoluti o problematici	7%	6%	6%	6%
altro	7%	2%	8%	15%

Fonte: Carretta (2009).

Il ricorso al factoring da parte degli utilizzatori attuali e passati si è configurato principalmente come periodico, non esclusivo e su una quota dei crediti mediamente pari al 36% dei crediti commerciali delle imprese intervistate. Meno rilevante il ricorso occasionale e la cessione di singoli crediti. Infine, non mancano casi in cui l'intervento riguarda la globalità dei crediti.

Le imprese intervistate presentano una “anzianità” di utilizzo del factoring piuttosto variegata: quasi metà delle imprese utilizzatrici usa il factoring da o lo ha utilizzato per oltre 5 anni, mentre circa un terzo lo utilizza da o lo ha utilizzato per meno di 3 anni.

In termini generali, il ricorso al factoring è dovuto principalmente ad esigenze di liquidità, al forte sviluppo aziendale e all’esigenza di assicurare i crediti.

Le motivazioni del ricorso al factoring differiscono a seconda delle dimensioni dell’impresa: le imprese più piccole presentano una maggiore incidenza dei bisogni legati alle esigenze di liquidità nella scelta di ricorrere al factoring, rispetto a quelle di medie e grandi dimensioni, e sono guidate dalla necessità di dover ricorrere al factoring in risposta al razionamento del credito bancario. Le imprese con fatturato superiore a 250 milioni di euro hanno una maggiore necessità di assicurare i crediti attraverso il factoring rispetto alle altre. Anche l’esigenza di far gestire i crediti a terzi aumenta di importanza al crescere delle dimensioni aziendali.

Solo poco più di un quinto delle imprese che utilizzano o hanno utilizzato il factoring ha ridotto l’attività interna di gestione dei crediti commerciali, principalmente perché con il factoring si riduce il costo di gestione interna dei crediti e l’azienda si può concentrare sulle vendite.

Secondo il parere delle imprese indagate, il factoring consente, dal punto di vista finanziario, di ottimizzare la programmazione degli incassi e di risolvere necessità di fondi sia di natura temporanea che cronica.

La funzione finanziaria assolta dal factoring è diversa a seconda delle dimensioni dell’azienda: al crescere delle dimensioni aziendali, il factoring assume sempre più il ruolo di strumento di programmazione dei flussi e meno quello di strumento di copertura di fabbisogni cronici o temporanei di fondi.

I fondi derivanti dallo smobilizzo dei crediti ad una società di factoring sono utilizzati principalmente per rimborsare i debiti verso banche e/o fornitori e, in misura meno frequente, per finanziare lo sviluppo delle vendite.

Il factoring, secondo i risultati dell’indagine, non sembra avere effetto sui tempi di incasso dalla clientela, che rimangono sostanzialmente invariati ma sembra invece

influenzare positivamente la regolarità dei pagamenti. Per quanto riguarda l'effetto sul livello degli insoluti, circa una impresa su quattro ritiene che il factoring possa contribuire a migliorare il livello degli insoluti, mentre per le altre imprese il livello degli insoluti è indipendente dall'utilizzo del factoring.

Per quanto riguarda gli effetti dell'uso del factoring sui costi complessivi di gestione dei crediti commerciali, le imprese intervistate ritengono che essi rimangano invariati o addirittura aumentino. Alcune imprese, tuttavia, hanno osservato una diminuzione nei costi di gestione dei crediti a seguito del ricorso al factoring. In termini di costo del personale, tale risparmio è definito come importante, ma difficile da stimare.

Secondo i risultati dell'indagine, quindi, il factoring rappresenta uno strumento adatto a finanziare l'impresa in via complementare rispetto al credito bancario, a garantire il buon fine delle transazioni commerciali e a supportare l'impresa nella gestione dei crediti commerciali. Con riferimento alle motivazioni del ricorso al factoring, si segnala in particolare la necessità di reperire liquidità aggiuntiva.

Gli effetti del ricorso al factoring percepiti dalle imprese appaiono ridotti: se dal punto di vista finanziario esso consente di ottimizzare la programmazione degli incassi, dal punto di vista "gestionale" la maggioranza del campione non identifica, in controtendenza rispetto alle attese derivanti dall'analisi della letteratura teorica in materia, una relazione positiva tra l'utilizzo dello strumento e le principali variabili legate alla gestione della relazione creditizia con una controparte commerciale (tempi di pagamento, insoluti), evidenziando solamente una maggiore regolarità del pagamento.

Sulla base delle caratteristiche dello strumento e dei rilievi teorici analizzati, si evince che il factoring è uno strumento finanziario (ma non solo) che privilegia un rapporto continuativo e duraturo fra l'impresa e il factor, in grado di offrire una risposta alle diverse esigenze che nascono nelle imprese nel corso del proprio ciclo di vita aziendale, nonché alle diverse esigenze che caratterizzano imprese di dimensioni differenti e operanti nell'ambito di numerosi settori di attività economica. E' infatti plausibile che imprese che ricorrono al factoring solo occasionalmente ovvero per porzioni troppo ridotte del proprio portafoglio crediti difficilmente saranno in grado di

percepirne i benefici, soprattutto quelli relativi ad aspetti organizzativi e amministrativi.

Tali evidenze, derivanti dalla lettura dei risultati dell'indagine svolta da SDA Bocconi alla luce della letteratura circa gli effetti del ricorso al factoring, suggeriscono l'utilità di un'analisi più approfondita che tenga conto anche delle modalità del ricorso al factoring, al fine di identificare se gli effetti positivi sugli equilibri gestionali dell'impresa scaturenti dall'utilizzo del factoring possano essere maggiormente percepiti attraverso un uso ampio, sistematico e duraturo (e, in sostanza, "corretto") dello strumento.

4. Gli effetti del ricorso al factoring sugli equilibri gestionali delle imprese: un'analisi empirica

Il factoring incide (con intensità variabile) sulle caratteristiche strutturali e di funzionamento delle imprese, comportando benefici riguardanti la contabilità, la politica commerciale e quella finanziaria e l'organizzazione aziendale. L'utilizzo massivo e continuo nel tempo di questo strumento dovrebbe consentire alle imprese di realizzare economie interne di ordine amministrativo e organizzativo (legate al risparmio di costo ottenuto esternalizzando gran parte dell'attività di amministrazione e gestione del credito) e di ottenere vantaggi dal punto di vista finanziario. In particolare, dal punto di vista strutturale, un effetto importante del factoring dovrebbe essere quello di sostituire progressivamente i costi fissi legati alla struttura interna di credit management (richiamati precedentemente) con costi variabili rappresentati dalle commissioni richieste dal factor. Dal punto di vista finanziario, invece, ci si attende un miglioramento delle performance aziendali, una riduzione del fabbisogno finanziario, in particolare con riferimento alla componente a breve termine e, in generale, un miglioramento della struttura patrimoniale e degli indicatori di liquidità grazie alla liquidità aggiuntiva derivante dallo smobilizzo.

4.1 Metodologia

Il campione è estratto dal database di 100 imprese utilizzato da Carretta (2009). L'analisi effettuata nel presente lavoro considera esclusivamente le imprese per cui erano disponibili i dati di bilancio, su più periodi, nel database AIDA²⁶. I paragrafi seguenti mostrano la metodologia di campionamento e le caratteristiche del campione di riferimento e il campione utilizzato nella presente analisi.

²⁶ Database che contiene i bilanci in formato ottico ed elettronico, di proprietà del Bureau Van Dijk.

4.1.1 *Il campione di riferimento (Carretta, 2009)*

L'indagine è stata effettuata attraverso interviste, basate su un questionario appositamente preparato²⁷, ad un campione di 100 imprese. Tale campione è stato estratto da un più ampio elenco di soggetti costituito in parte da un database di clienti e debitori ceduti fornito dalle società di factoring (circa 250 imprese) e in parte da imprese estratte casualmente da una lista estratta, secondo i criteri di seguito esposti, da archivi ufficiali (circa 7.000 imprese).

La popolazione obiettivo dell'indagine è la clientela attuale e potenziale del settore del factoring. L'estrazione è stata effettuata tramite la stratificazione del campione complessivo per riflettere le caratteristiche di tale popolazione e l'estrazione casuale all'interno di ogni strato. In caso di mancata risposta da parte delle imprese estratte, è stata ripetuta l'estrazione casuale dallo stesso strato dell'impresa non rispondente.

Per stratificare il campione finale sono stati considerati, proporzionalmente, i seguenti aspetti:

- area geografica di appartenenza;
- settore economico di appartenenza;
- categoria (utilizzatore, ex utilizzatore, debitore ceduto, non utilizzatore);
- dimensione dell'impresa.

Le ripartizioni individuate sono state successivamente incrociate per ottenere una ripartizione della numerosità campionaria rappresentativa della clientela attuale e potenziale del factoring in Italia.

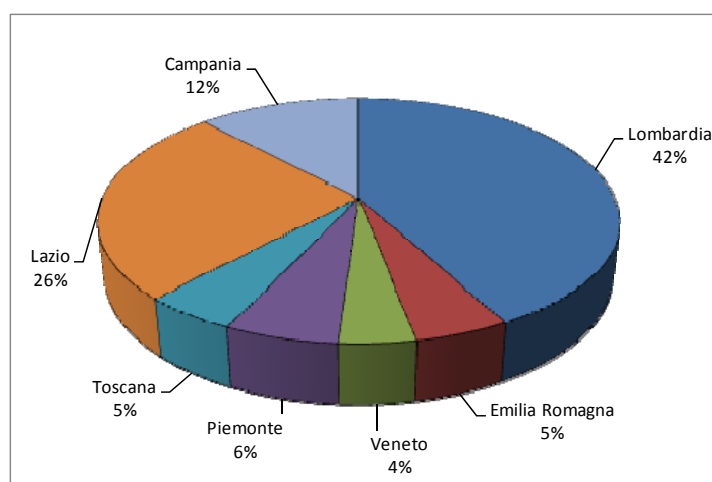
Per quanto riguarda la ripartizione per aree geografiche, sono state selezionate alcune “piazze rilevanti”²⁸ per il settore del factoring, che sono state raggruppate in 7 aree geografiche:

²⁷ Si veda l'Appendice A1.

²⁸ Per “piazza rilevante” si intende una provincia che rappresenti almeno il 2% del totale dei crediti per factoring in essere alla data del 31 dicembre 2006.

- Lombardia;
- Piemonte;
- Veneto;
- Emilia Romagna;
- Toscana;
- Lazio;
- Campania.

Tabella 8: Il campione di riferimento: ripartizione percentuale delle imprese intervistate per area geografica



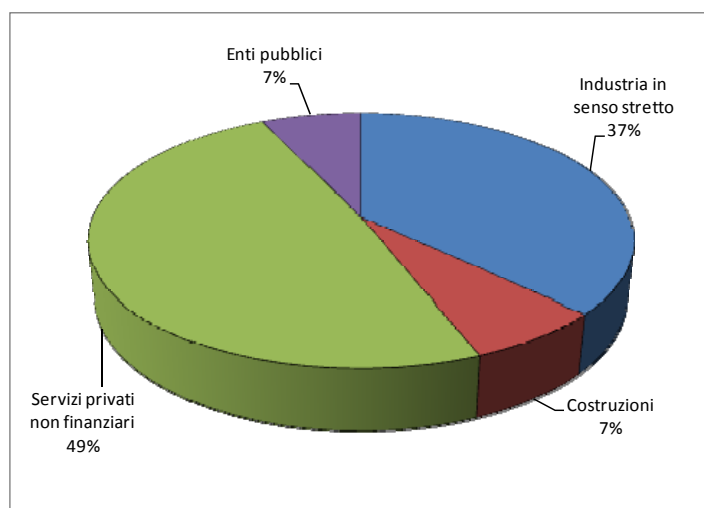
A livello di ripartizione economica, i diversi ambiti di attività sono stati raggruppati in quattro macro-settori²⁹:

- Industria in senso stretto;
- Costruzioni;

²⁹ Per la definizione dei macro-settori, cfr. Banca d'Italia, Indagine sulle imprese industriali e dei servizi, 2006 e alla Circolare n. 140 dell'11 febbraio 1991.

- Servizi privati non finanziari;
- Enti pubblici.

Tabella 9: Il campione di riferimento: ripartizione percentuale delle imprese intervistate per macro-settore di attività economica



Le imprese sono state classificate anche per la dimensione aziendale, misurata dal fatturato dell'anno precedente; le classi considerate sono ritenute coerenti con il profilo degli utilizzatori attuali e potenziali del factoring.

Tabella 10: Classificazione delle imprese per classe di fatturato

Classificazione	Classe di fatturato	Ripartizione delle imprese intervistate
Piccole	Minore di 25 milioni di €	37%
Medie	Compreso fra 25 e 250 milioni di €	40%
Grandi	Superiore a 250 milioni di €	23%

All'interno del campione si distinguono diverse categorie di soggetti, in relazione alla natura del rapporto con il factoring:

- imprese attualmente utilizzatrici del factoring,
- imprese che hanno utilizzato in passato il factoring,
- imprese coinvolte dal factoring in qualità di debitore ceduto;

- imprese che non hanno mai avuto rapporti di factoring né sono mai state cedute.

È possibile confrontare la ripartizione del campione con i dati utilizzati nella stratificazione del campione, forniti da Assifact, circa la ripartizione economica e territoriale dei crediti per factoring³⁰ (ipotizzando per questi ultimi una popolazione composta nel primo caso dalle sole imprese private, escludendo gli enti pubblici, e nell'altro dalle sole aree geografiche considerate nel campionamento, che coprono l'85% dei crediti per factoring in essere al 31 dicembre 2006 con riferimento ai cedenti³¹ e l'82% con riferimento ai ceduti).

Tabella 11: Confronto fra il campione di riferimento e il mercato del factoring: ripartizione per macro-settore economico di appartenenza (esclusi gli enti pubblici)

	Campione	Crediti verso i cedenti	Crediti verso i debitori ceduti
Industria in senso stretto	40%	41%	40%
Costruzioni	7%	8%	1%
Servizi privati non finanziari	53%	51%	59%

³⁰ Con riferimento ai crediti in essere al 31 dicembre 2006.

³¹ La ripartizione dei crediti per factoring in essere riferita al cedente è disponibile per i soli crediti ceduti "pro solvendo".

Tabella 12: Confronto fra il campione di riferimento e il mercato del factoring: ripartizione per area geografica (escluse le aree non considerate nel campione)

	Campione	Crediti verso i cedenti	Crediti verso i debitori ceduti
Piemonte	6%	10%	10%
Lombardia	42%	41%	30%
Veneto	4%	7%	6%
Emilia Romagna	5%	9%	8%
Toscana	5%	7%	7%
Lazio	26%	15%	31%
Campania	12%	11%	8%

I crediti ceduti dalle società che compongono il campione riguardano per il 92% factoring domestico e per il restante 8% factoring internazionale, prevalentemente all’esportazione. Per quanto riguarda la natura della cessione, il 44% dei crediti è ceduto “pro solvendo”, mentre più della metà dei crediti oggetto di fattorizzazione è ceduta “pro soluto”. La distribuzione dei crediti ceduti dalle società intervistate appare in linea con la ripartizione delle operazioni di factoring in Italia e nel mondo. Il 52% delle imprese clienti del factoring ricorre alla cessione “not notification” per una quota media pari al 45% dei crediti ceduti.

Tabella 13: I crediti ceduti dalle società che compongono il campione

Tipo operazione	Distribuzione percentuale dei crediti ceduti (media campione)	Distribuzione percentuale in Italia (fonte: Assifact)	Distribuzione percentuale nel mondo (fonte: FCI)
Factoring domestico	92%	90%	89%
Factoring internazionale	8%	10%	11%
<i>Totale</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>
Factoring pro soluto	56%	52%	58%
Factoring pro solvendo	44%	48%	42%
<i>Totale</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>

Nell'indagine non vi è stato coinvolgimento attivo delle banche e degli intermediari finanziari appartenenti all'industria del factoring e ad Assifact, che si sono limitate a fornire riferimenti anagrafici di imprese utilizzati nella fase iniziale di strutturazione della popolazione da cui è stato estratto il campione (la cui composizione finale non è stata resa loro nota).

Il soggetto da intervistare è stato individuato principalmente nei responsabili e addetti delle funzioni amministrative e finanziarie nonché, occasionalmente e per le imprese di minore dimensione, nei titolari delle imprese o nei direttori generali.

4.1.2 Il campione utilizzato nell'analisi

Ai fini della presente analisi, le imprese che hanno partecipato all'indagine di cui sopra sono state successivamente suddivise a seconda delle modalità di ricorso al factoring emergenti dalle risposte fornite in occasione dell'indagine. Per l'analisi sono state selezionate, fra le 100 imprese, esclusivamente quelle per cui erano disponibili i dati di bilancio per l'anno 2007 e per almeno uno fra gli anni 2001, 2002 e 2003 (in caso fossero disponibili più di uno fra questi anni, si è preso come riferimento, per il primo periodo, il bilancio dell'anno più anteriore fra quelli disponibili).

Il campione così selezionato, formato da 64 imprese, consente di analizzare i dati relativi alle percezioni delle imprese sugli effetti del factoring e confrontarli con i dati di bilancio e le evidenze empiriche che emergono dall'analisi statistica³².

Al fine di suddividere tale campione nei diversi campioni oggetto dell'analisi sono state considerate, in particolare, le risposte fornite dalle imprese relativamente ai seguenti aspetti che descrivono le modalità di ricorso al factoring da parte dell'impresa:

- i) durata della relazione³³;

³² L'elenco delle imprese partecipanti all'indagine che sono state selezionate per l'analisi contenuta in questo lavoro è riportato in Appendice A3.

- ii) ricorso al factoring sistematico od occasionale;
- iii) percentuale del portafoglio crediti commerciali oggetto del rapporto di factoring.

Le risposte fornite alle relative domande sono quindi state incrociate per comporre tre campioni:

1. un campione di imprese che utilizzano il factoring in maniera intensiva cioè per oltre il 30% dei crediti commerciali e sistematicamente da oltre 3 anni³⁴ (*Intensive_factoring*);
2. un campione di imprese che utilizzano il factoring in maniera occasionale, cioè da poco tempo o in maniera saltuaria, oppure ridotta, ovvero su una quota dei crediti minore del 30% (*Occasional_factoring*);
3. un campione di confronto composto da imprese che non hanno mai usato factoring (*No_factoring*).

Il primo gruppo è composto da 16 imprese, il secondo da 32 ed il terzo da 16, per un totale di 64 imprese.

Deve tuttavia essere tenuto a mente il fatto che tale modalità di selezione, pur consentendo di ottenere la massima numerosità campionaria possibile, non essendo di tipo puramente probabilistico, può comportare alcuni *bias* nell'analisi statistica. A tal fine, appare utile verificare che le caratteristiche di tale campione siano coerenti con la popolazione obiettivo o, ove non esistono dati sulla popolazione, il campione di riferimento (Carretta 2009), estratto secondo metodologie probabilistiche sulla base delle caratteristiche della popolazione complessiva. La composizione per settore-dimensione-regione di appartenenza delle imprese è indicativa della ripartizione della clientela attuale e potenziale del factoring e può fornire alcune indicazioni preliminari sulla coerenza del campione utilizzato nell'analisi con le caratteristiche ipotizzate

³³ Le risposte possibili, nel questionario, erano: 1-3 anni; 3-5 anni; 5-10 anni; oltre 10 anni; dalla nascita dell'impresa. Per calcolare la durata della relazione in corso nel caso fosse risposto "dalla nascita dell'impresa" si è utilizzata la data di costituzione della società.

³⁴ Si è ipotizzato che una durata di almeno tre anni sia necessaria per determinare un rapporto di factoring "sistematico e prolungato nel tempo".

della popolazione (Tabella 14): sebbene la ripartizione a livello geografico, economico e dimensionale delle imprese non si discosti significativamente fra i tre gruppi analizzati, si noti come la percentuale di imprese che ricorrono al factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo sia maggiore per le imprese di più piccole dimensioni, residenti al nord e operanti nel settore dei servizi.

Tabella 14: Composizione del campione³⁵

	Intensive factoring (Gruppo 1)		Occasional factoring (Gruppo 2)		No factoring (Gruppo 3)		Totale campione utilizzato nell'analisi		Ripartizione dei crediti ceduti per cedente ³⁶
	TOT	%	TOT	%	TOT	%	TOT	%	%
Industria	6	37,50%	15	46,87%	9	56,25%	30	46,87%	41%
Costruzioni	1	6,25%	2	6,25%	0	0,00%	3	4,66%	8%
Servizi	9	56,25%	15	46,87%	7	43,75%	31	48,44%	51%
Fatturato fino a 25 mln di €	8	50,00%	14	43,75%	7	43,75%	29	45,31%	37%
Fatturato fra 25 e 250 mln di €	6	37,50%	14	43,75%	8	50,00%	28	43,75%	40%
Fatturato oltre 250 mln di €	2	12,50%	4	12,50%	1	6,25%	7	10,94%	23%
Nord Italia	13	81,25%	24	75,00%	11	68,75%	48	75,00%	74%
Centro / Sud Italia	3	18,75%	8	25,00%	5	31,25%	16	25,00%	26%

³⁵ Alcune somme possono differire da 100% a causa dell'arrotondamento al secondo decimale.

³⁶ La ripartizione considerata è quella dei soggetti cedenti. Il dati di fatturato riguardano invece la composizione del campione complessivo (Carretta 2009), in assenza di dati ufficiali sulla ripartizione per fatturato.

Confrontando il campione utilizzato nel presente lavoro con la ripartizione con riferimento al cedente dei crediti ceduti (che rileva ai fini della ricerca), si nota come il campione utilizzato può essere considerato come rappresentativo delle caratteristiche della popolazione con riferimento al settore di attività economica e alla localizzazione territoriale. Con riferimento alla ripartizione per classi di fatturato si nota uno schiacciamento verso il basso delle dimensioni del campione utilizzato rispetto a quello complessivo da cui è stato estratto. Si ritiene comunque che tale differenza non infici sulla rappresentatività del campione in quanto in quello complessivo figurano numerosi soggetti ceduti ma non utilizzatori del factoring: è infatti opinione condivisa tra gli operatori e in letteratura che i cedenti siano imprese di dimensioni mediamente più piccole rispetto ai debitori ceduti.

4.1.3 La metodologia di analisi

Per rispondere alla domanda di ricerca, in primo luogo vengono riprodotti i risultati dell'indagine separando i campioni individuati per verificare se le differenti modalità di utilizzo dello strumento comportano diverse percezioni circa gli effetti del ricorso al factoring. Viene successivamente svolta un'analisi su un sistema di indici di bilancio riassuntivi degli equilibri di gestione delle imprese: a tal fine i dati provenienti dai questionari vengono incrociati con i dati di bilancio estratti dal database AIDA, che includono gli ultimi 10 esercizi per la maggior parte delle imprese. Attraverso l'analisi su due periodi (primo periodo disponibile – ultimo periodo di analisi) di questo sistema di indicatori fra i diversi campioni si vuole verificare la presenza di variazioni intervenute sugli equilibri economici, patrimoniali e finanziari delle imprese che fanno da tempo un uso intensivo e sistematico del factoring diverse rispetto a quelle che lo usano in maniera saltuaria o che non ne fanno uso e riconducibili agli effetti del ricorso al factoring individuati dalla teoria.

4.2 Gli effetti del ricorso al factoring percepiti dalle imprese a seconda delle modalità di utilizzo

La prima parte dell'analisi empirica effettuata è volta ad indagare quali sono gli effetti dell'utilizzo del factoring percepiti dalle imprese che compongono il campione al fine di verificare se esistono differenze nella percezione delle caratteristiche del factoring e degli effetti del ricorso ad esso legate alle modalità di utilizzo dello strumento. Il campione in questo caso non comprende le imprese non utilizzatrici (No_factoring), in quanto non in grado di fornire risposte in merito alle percezioni circa gli effetti del factoring.

In particolare, tra i due gruppi analizzati, si osserva come vi siano percezioni diverse rispetto alle caratteristiche principali del factoring: la Tabella 15 mostra come le imprese che ricorrono al factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo vedano nel factoring una forma di finanziamento complementare al credito bancario (28%) e uno strumento per gestire professionalmente il credito (28%), mentre per le imprese che ricorrono al factoring in maniera occasionale o ridotta il factoring è visto principalmente come una forma di garanzia del buon fine dei crediti (25%).

Tabella 15: Che cosa rappresenta il factoring? (distribuzione percentuale delle risposte rilevanti per modalità di ricorso al factoring)

	Carretta (2009)	Intensive_factoring	Occasional_factoring
una forma di finanziamento alternativa al credito bancario	16%	13%	15%
una forma di finanziamento complementare al credito bancario	26%	28%	20%
una forma di garanzia del buon fine dei crediti commerciali	25%	22%	25%
uno strumento per gestire professionalmente il credito	19%	28%	23%
una forma di recupero dei crediti insoluti o problematici	7%	0%	6%
altro	7%	9%	11%

Interessanti spunti di riflessione possono essere inoltre tratti dall'analisi dei criteri di valutazione della convenienza del factoring (Tabella 16).

Tabella 16: La valutazione della convenienza del factoring (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring)

Ritiene che il costo del factoring vada confrontato con:	Carretta (2009)	Intensive_factoring	Occasional_factoring
il costo del credito bancario	33%	19%	41%
il costo del credito di fornitura	6%	6%	5%
il costo medio dei finanziamenti ed il costo di gestione interna del credito commerciale	53%	69%	43%
non so	8%	6%	11%

Si noti, in primo luogo, come tra i due gruppi vi sia una marcata differenza nella selezione del costo da confrontare con quello del factoring per determinarne la convenienza: il 69% delle imprese che utilizzano il factoring in modo ampio, sistematico e prolungato nel tempo utilizza, come termine di confronto, il costo medio dei finanziamenti unito al costo della gestione interna dei crediti commerciali, e solo il 19% di esse vede il costo del credito bancario come il corretto termine di confronto. Con riferimento alle imprese che invece utilizzano il factoring in maniera occasionali o ridotta, ben il 41% di esse confronta il costo complessivo del factoring con il costo del credito bancario. Le imprese del primo gruppo appaiono quindi maggiormente consapevoli degli effetti del ricorso al factoring e più propense a tenerne conto nella valutazione della convenienza dello strumento³⁷.

Tale evidenza può inoltre essere ulteriormente compresa attraverso i risultati riassunti nella Tabella 17.

Tabella 17: Gli effetti del factoring sull'attività interna di gestione dei crediti commerciali (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring)

Ricorrendo al factoring, l'impresa ha mai ipotizzato/realizzato una riduzione/eliminazione dell'attività interna di gestione dei crediti commerciali?	Carretta (2009)	Intensive factoring	Occasional factoring
Si	22%	44%	16%
No	78%	56%	84%

Le imprese con una maggiore e qualificata esperienza nel ricorso al factoring, infatti, hanno sovente ridotto l'attività interna di gestione dei crediti commerciali (44%), contro solo un 16% delle imprese con una esperienza d'uso limitata e occasionale. Questo risultato, in particolare, fornisce una conferma che le modalità di

³⁷ Ciò appare peraltro coerente con quanto affermato da Carretta (s.d.) e da Rossignoli e Ruozi (Rossignoli e Ruozi 1985), e con i risultati generali dell'indagine sulla domanda di factoring svolta da SDA Bocconi (Carretta 2009).

ricorso al factoring possono influenzare la percezione dei benefici che esso apporta con riferimento alle funzioni amministrative e organizzative dell'impresa.

Con riferimento agli effetti del factoring sul comportamento dei debitori ceduti, si segnala in particolare come le imprese che ricorrono al factoring in maniera "corretta" percepiscano più frequentemente una relazione positiva fra l'utilizzo del factoring e la rapidità dei pagamenti da parte dei propri clienti, la regolarità degli stessi e un minor impatto degli insoluti (Tav. 18/19/20). I risultati dell'analisi sulle imprese che utilizzano il factoring in modo ampio, sistematico e prolungato nel tempo inoltre sono in controtendenza con i risultati del campione generale presentati nel capitolo precedente, evidenziando la percezione di un effetto positivo del factoring su ciascuno degli aspetti oggetto di analisi laddove i risultati per l'intero campione sembrano considerare solo marginalmente tale effetto potenziale.

Tabella 18: Gli effetti del factoring sui tempi di incasso dalla clientela (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring)

	Carretta (2009)	Intensive_factoring	Occasional_factoring
i clienti pagano meno rapidamente	8%	19%	8%
i clienti pagano secondo gli stessi tempi medi	36%	19%	38%
i clienti pagano più rapidamente	27%	38%	19%
non c'è alcuna relazione tra tempi di riscossione dalla clientela e ricorso al factoring	26%	25%	30%
non saprei rispondere	3%	0%	5%

Tabella 19: Gli effetti del factoring sulla regolarità dei pagamenti dalla clientela (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring)

	Carretta (2009)	Intensive_factoring	Occasional_factoring
i clienti pagano meno regolarmente	0%	0%	0%
i clienti pagano con la stessa regolarità	34%	25%	38%
i clienti pagano più regolarmente	36%	44%	27%
non c'è alcuna relazione tra regolarità dei pagamenti dalla clientela e ricorso al factoring	27%	31%	30%
non saprei rispondere	3%	0%	5%

Tabella 20: gli effetti del factoring sul livello degli insoluti (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring)

	Carretta (2009)	Intensive_factoring	Occasional_factoring
si hanno più insoluti	0,0%	0%	0%
si hanno gli stessi insoluti	20,5%	6%	16%
si hanno meno insoluti	24,5%	38%	22%
non c'è alcuna relazione fra andamento degli insoluti e ricorso al factoring	48,5%	50%	51%
non saprei rispondere	7,0%	6%	11%

Considerando tali effetti positivi del ricorso al factoring, quasi un terzo delle imprese che ricorrono al factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo hanno percepito una riduzione del costo complessivo della gestione dei crediti commerciali (Tabella 21), contro un 8% con riferimento alle imprese che utilizzano lo strumento in maniera limitata od occasionale.

Tabella 21: Gli effetti del factoring sui costi complessivi della gestione dei crediti commerciali (distribuzione percentuale per modalità di ricorso al factoring)

	Carretta (2009)	Intensive_factoring	Occasional_factoring
i costi complessivi sono aumentati	48%	31%	59%
i costi complessivi sono rimasti identici	35%	38%	30%
i costi complessivi sono diminuiti	14%	31%	8%
non saprei rispondere	3%	0%	3%

Tali risultati sembrano confermare le sensazioni emerse nella letteratura prevalente circa il fatto che le imprese che ricorrono al factoring sistematicamente, nell'ambito di un rapporto di durata e per una porzione elevata del portafoglio crediti ne fanno un utilizzo sostanzialmente più corretto e sono maggiormente in grado di percepirne i benefici e identificare i corretti termini di confronto per valutarne la convenienza in maniera più adeguata.

Gli effetti percepiti dal punto di vista di vista finanziario, in particolare connessi alla possibilità di ottimizzare i flussi in entrata e in uscita, sono simili in entrambi i gruppi e coerenti con i risultati generali di Carretta (2009) (Tabella 22). Si segnala peraltro una maggiore incidenza, nell'ambito delle imprese che ricorrono al factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo, della possibilità di risolvere croniche necessità di fondi (intese come continuative nel tempo e legate alle caratteristiche della specifica attività dell'impresa).

Tabella 22: Le funzioni del factoring dal punto di vista finanziario

	Carretta (2009)	Intensive_factoring	Occasional_factoring
risolvere croniche necessità di fondi	19%	38%	11%
risolvere temporanee necessità di fondi	18%	13%	11%
ottimizzare la programmazione degli incassi	48%	50%	57%
facilitare la crescita del fatturato	8%	0%	11%
altro	7%	0%	10%

Dall'analisi qualitativa sulle risposte emerge quindi come le imprese intervistate che utilizzano il factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo siano maggiormente in grado di percepirne i benefici sulla gestione del portafoglio crediti relativo alla propria clientela (intesi come una maggiore rapidità e regolarità dei pagamenti da parte della clientela e come riduzione degli insoluti, con l'effetto di ottimizzare la programmazione degli incassi) e in termini di riduzione dell'attività interna di gestione dei crediti commerciali, identificandone i criteri di valutazione della convenienza dello strumento in maniera coerente e sostanzialmente più "corretta" rispetto a quelle che lo utilizzano in maniera saltuaria, ridotta o da un tempo limitato.

4.3 Gli effetti del ricorso al factoring sugli equilibri gestionali delle imprese: evidenze empiriche dai bilanci

Per verificare la presenza di evidenze empiriche relative agli effetti sugli equilibri gestionali delle imprese derivanti dall'utilizzo del factoring in modo ampio, sistematico e prolungato nel tempo, si è provveduto a confrontare i bilanci, in due periodi diversi, del campione delle società che utilizzano il factoring nel modo

ritenuto “corretto” e del resto del campione analizzato (che include pertanto le imprese che non ricorrono al factoring e quelle che ricorrono al factoring in maniera ridotta o occasionale). Tale scelta riflette la teoria, peraltro corroborata dalle evidenze presentate nel paragrafo precedente, secondo la quale i benefici del factoring possono essere colti al meglio attraverso un uso dello strumento sistematico e prolungato del tempo, che coinvolga una quota elevata del portafoglio crediti dell’impresa. E’ stato quindi effettuato, tramite il software SPSS, un confronto fra le medie dei due gruppi, per entrambi i periodi considerati, di un set di indicatori ritenuti utili per determinare l’effetto potenziale del ricorso al factoring, selezionati sulla base dei riferimenti teorici descritti nel Capitolo 3.

Gli indicatori che consentono di valutare gli effetti del factoring sugli equilibri gestionali delle imprese sono i seguenti:

- i) Quota di crediti commerciali sul totale attivo;
- ii) Rotazione del capitale circolante lordo;
- iii) Rotazione del capitale investito;
- iv) Durata media dei crediti;
- v) Redditività di tutto il capitale investito (ROI)³⁸;
- vi) Redditività delle vendite (ROS);
- vii) Grado di leva operativa;
- viii) Svalutazione crediti su totale crediti;
- ix) Indice di liquidità;
- x) Indice di indebitamento a breve;
- xi) Debt/Equity ratio.

Sono stati considerati l’anno 2007, anno di riferimento dei dati raccolti nell’indagine SDA Bocconi, e il primo periodo per cui era disponibile il bilancio delle società incluse nel campione (per la maggior parte delle imprese, il primo periodo è rappresentato dall’anno 2001).

³⁸ La scelta del ROI come indicatore di riferimento per l’analisi della redditività persegue inoltre l’obiettivo di depurare l’analisi dagli effetti delle politiche fiscali e di bilancio dell’impresa.

La natura complessa degli equilibri gestionali³⁹ suggeriscono l'opportunità di analizzare gli indicatori tenendo presente il quadro complessivo piuttosto che affrontare un'inferenza statistica di tipo probabilistico attraverso regressioni logit o probit.

Sulla base della letteratura analizzata precedentemente, è possibile individuare due ipotesi da sottoporre a verifica empirica:

***Ipotesi 1:** le imprese che hanno utilizzato il factoring in maniera intensiva negli anni passati presentano attualmente una configurazione degli equilibri gestionali differente rispetto alle altre imprese.*

***Ipotesi 2:** rispetto al primo periodo oggetto di analisi, l'utilizzo del factoring in maniera intensiva nel tempo ha influito sugli indicatori selezionati come descrittori degli equilibri gestionali dell'impresa.*

La verifica congiunta delle due ipotesi consente di evidenziare gli effetti che l'utilizzo intensivo del factoring, intendendo per intensivo un utilizzo che coinvolge una porzione ampia del portafoglio crediti, sistematico e prolungato nel tempo, può comportare sulle imprese sia dal punto di vista delle eventuali differenze a livello di equilibri gestionali fra le imprese che fanno questo tipo di utilizzo dello strumento e le altre che sotto il profilo delle variazioni negli equilibri gestionali dell'impresa imputabili al ricorso al factoring. Più in dettaglio, l'ipotesi 1 vuole verificare se, con riferimento allo stato attuale (cioè all'ultimo periodo oggetto di analisi, l'anno 2007), le imprese che hanno utilizzato il factoring in maniera intensiva presentino differenze significative negli indicatori che descrivono gli equilibri gestionali. L'ipotesi 2 invece vuole verificare se tra il primo periodo e l'ultimo siano intervenute modifiche negli equilibri gestionali attribuibili al ricorso intensivo al factoring.

L'analisi considera pertanto due gruppi:

1. Imprese che utilizzano il factoring in maniera ampia (ovvero per oltre il 30% del proprio fatturato), sistematica e prolungata nel tempo (ovvero da oltre 3 anni);

³⁹ Si ricorda quanto descritto nel Capitolo 3 in merito agli equilibri gestionali.

2. Imprese che non hanno mai utilizzato il factoring, ovvero che lo utilizzano o lo hanno utilizzato per una porzione ridotta del proprio fatturato oppure in via occasionale.

La numerosità del primo gruppo è pari a 16 imprese, mentre il secondo gruppo è composto da 48 imprese⁴⁰.

La metodologia di analisi è pertanto duplice: in primo luogo, si è effettuato un test t di Student per confrontare le medie di popolazioni diverse e verificare l'ipotesi che le imprese che utilizzano il factoring in maniera intensiva sviluppino equilibri gestionali differenti rispetto alle altre imprese (che formano il campione di controllo). Tale verifica considererà l'ultimo periodo disponibile (2007). In secondo luogo, si è eseguito un secondo test t di Student sul confronto fra medie a coppie appaiate per verificare l'ipotesi che, rispetto al primo periodo, l'utilizzo del factoring in maniera intensiva abbia effettivamente influito sugli indicatori selezionati come descrittori degli equilibri gestionali dell'impresa.

Tale metodologia, ampiamente utilizzata, ad esempio, nella statistica medica per verificare l'efficacia delle cure sperimentali, pare infatti la più adeguata per descrivere l'eventuale evoluzione dei parametri che sono stati selezionati per definire gli equilibri gestionali delle imprese.

Il primo modello, a campioni indipendenti, che verificherà l'esistenza di una differenza statisticamente significativa tra gli equilibri gestionali (descritti sull'anno 2007) tra le imprese che utilizzano il factoring in maniera intensiva e le altre, si baserà sulla seguente verifica di ipotesi per ciascuno degli indicatori considerati:

$$H_0: \mu_{Intensive\ factoring2007} - \mu_{altre2007} = d_0$$

contro:

$$H_1: \mu_{Intensive\ factoring2007} - \mu_{altre2007} \neq d_0$$

⁴⁰ Il secondo campione include pertanto i campioni Occasional_factoring e No_factoring utilizzati nella precedente indagine.

dove $\mu_{Intensive\ factoring2007}$ rappresenta la media, per l'anno 2007, dell'indicatore selezionato per il gruppo delle imprese che utilizzano il factoring in maniera intensiva, $\mu_{altre2007}$ rappresenta la media, per l'anno 2007, dell'indicatore per il gruppo di controllo (altre imprese) e $d_0 = 0$. L'ipotesi nulla è pertanto che i due gruppi abbiano la stessa media.

Il test t di Student per verificare la significatività statistica della differenza fra medie necessita del rispetto di tre condizioni⁴¹:

1. indipendenza delle osservazioni;
2. normalità della distribuzione delle osservazioni nei due gruppi;
3. omogeneità della varianza nei due gruppi.

Il secondo modello, con dati appaiati, che verificherà se le imprese che utilizzano il factoring in maniera intensiva abbiano effettivamente registrato i miglioramenti attesi dalla teoria nel corso del tempo, è impostato sulla seguente verifica d'ipotesi:

$$H_0: d_{Intensive\ factoring2007-pp} = 0$$

contro:

$$H_0: d_{Intensive\ factoring2007-pp} \neq 0$$

dove $d_{Intensive\ factoring2007-pp}$ rappresenta la media delle differenze tra il valore dell'indicatore registrato nel 2007 e nel primo periodo per ciascuna impresa appartenente al gruppo che utilizza il factoring in maniera intensiva. L'ipotesi nulla è pertanto che la media delle differenze registrate sia pari a 0 (ovvero non vi sia stata alcuna modifica nell'indicatore). Tale modello consente di ripristinare la condizione di indipendenza fra le osservazioni dei due gruppi che viene violata nel caso di osservazioni ripetute nel tempo sulle stesse imprese.

⁴¹ Per una illustrazione dettagliata delle assunzioni alla base del test t di Student e delle conseguenze in caso di mancata soddisfazione di tali assunzioni, cfr. Eisenhart (1947), Cochran (1947) e Bartlett (1947).

Al fine di escludere che l'evoluzione eventualmente registrata negli equilibri gestionali delle imprese sia dovuta ad andamenti generali comuni a tutte le imprese, l'analisi a coppie appaiate viene replicata sul campione di controllo (altre imprese):

$$H_0: d_{Altre2007-pp} = 0$$

contro:

$$H_0: d_{Altre2007-pp} \neq 0$$

dove $d_{Altre2007-pp}$ rappresenta la media delle differenze tra il valore dell'indicatore registrato nel 2007 e nel primo periodo per ciascuna impresa appartenente al gruppo di controllo (che non utilizza il factoring in maniera intensiva).

Come visto, il test scelto per la verifica d'ipotesi concernente il confronto fra medie di popolazioni diverse presuppone il rispetto della condizione di indipendenza, normalità della distribuzione e omogeneità della varianza. Con riferimento alla condizione di indipendenza fra le osservazioni, essa appare verificata nel caso del primo modello, in cui le osservazioni riguardano imprese diverse, mentre si è già detto con riferimento al rispetto di tale condizione nel secondo modello.

Con riferimento alla verifica della normalità della distribuzione, si è scelto di testare l'ipotesi di normalità dei dati attraverso il metodo di Kolmogorov-Smirnov e di verificare, anche graficamente, la normalità dei dati tramite l'elaborazione di QQ-plots su ciascuna.

La seconda condizione che deve essere rispettata per la buona riuscita del test è quella relativa all'omogeneità della varianza nei due campioni considerati. La verifica dell'omogeneità della varianza viene effettuata tramite un test di Levene, contestualmente allo svolgimento di ciascuno dei test t di confronto fra medie effettuati. In caso di disomogeneità della varianza, è necessario modificare il test t per mantenerne inalterata la potenza statistica delle variabili analizzate e per ciascuno dei gruppi considerati.

La tabella 23 riporta i risultati dei test Kolmogorov-Smirnov per i due campioni relativamente all'anno 2007 e al primo periodo e del test di Levene relativamente

all'anno 2007. Poiché il test a campioni appaiati garantisce, in linea di principio, la massima omogeneità tra i campioni analizzati (di fatto, si tratta dello stesso campione), non è necessario effettuare test sull'omogeneità della varianza.

Tabella 23: Test delle ipotesi di normalità dei campioni (K-S) e omogeneità delle varianze fra i campioni (Levene).

	Test K-S ad un campione (anno 2007)		Test K-S ad un campione (primo periodo)		Test Levene (anno 2007)
	(Sig.)		(Sig.)		
	1	0	1	0	
Quota di crediti commerciali sul totale attivo	0,845	0,308	0,591	0,430	0,294
Rotazione del capitale circolante lordo	0,959	0,126	0,375	0,042**	0,870
Rotazione del capitale investito	0,909	0,376	0,084*	0,322	0,349
Durata media dei crediti	0,224	0,003***	0,984	0,456	-0,227
Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	0,232	0,586	0,059*	0,000***	0,751
Redditività delle vendite (ROS)	0,933	0,160	0,888	0,002***	0,310
Grado di leva operativa	0,300	0,166	0,044**	0,061*	0,747
Svalutazione crediti su totale crediti	0,258	0,015**	0,048**	0,131	0,075*
Indice di liquidità	0,658	0,793	0,778	0,938	0,267
Indice di indebitamento a breve	0,866	0,064*	0,138	0,013**	0,734
Debt/Equity ratio	0,738	0,032**	0,453	0,000***	0,135

*Note: * indica la significatività del test al livello 0,1
 ** indica la significatività del test al livello 0,05.
 *** indica la significatività del test al livello 0,01.
 I due campioni sono stati codificati come segue:
 Intensive_factoring = 1
 Altre = 0*

I risultati del test di Kolmogorov-Smirnov forniscono indicazioni circa l'impossibilità di escludere la normalità della distribuzione dei dati nei due campioni considerati per quasi tutte le variabili per l'anno 2007.

Con riferimento al primo periodo disponibile, ed in particolare per il campione di controllo, il test di Kolmogorov-Smirnov fornisce un riscontro negativo rispetto alla normalità di diverse delle distribuzioni considerate. Tale evidenza suggerisce inoltre una certa prudenza nel trattare anche i dati dell'anno 2007, ancorché i risultati del test presentino risultati migliori.

I QQ-plot relativi a ciascuna variabile, per ciascun campione e per i due periodi considerati sono riportati in Appendice⁴². Dall'analisi grafica, si conferma la non esatta normalità dei dati per alcune variabili dei campioni analizzati.

Ad ogni modo, poiché il test t di Student per il confronto delle medie è considerato robusto alla non esatta normalità dei dati⁴³, si decide di procedere comunque con l'effettuazione del test. Tuttavia, poiché la non normalità dei dati potrebbe influenzare l'esito del test stesso, si procederà in seguito ad eseguire un test non parametrico come *backtesting* dei risultati ottenuti⁴⁴.

Il software SPSS restituisce i test t effettuati sia con varianza omogenea che disomogenea. Qui vengono presi in considerazione, per ciascuna variabile, esclusivamente i risultati dei test t di Student quando il test di Levene fornisce riscontro positivo in merito all'omogeneità delle varianze ovvero esclusivamente i risultati del test t “modificato” in caso contrario.

⁴² Cfr. Appendice A2.

⁴³ Cfr. Bartlett 1935; Bradley 1980; Geary 1947; Pearson and Please 1975; Pocock 1982; Scheffe 1959; and Subramanian, Subramanian, and Messeri 1975.

⁴⁴ Tale approccio segue il suggerimento di Armitage (2003): “*In generale, è forse meglio considerare i metodi non parametrici come un insieme di tecniche cui far riferimento quando gli assunti teorici standard hanno una validità relativamente dubbia. Infine, torna spesso utile poter confermare i risultati di un test di significatività, basato sulla teoria normale, mediante l'applicazione di un appropriato test non parametrico*”.

Il primo modello intende verificare l'ipotesi che le imprese che hanno utilizzato il factoring in maniera intensiva presentino equilibri gestionali differenti rispetto alle altre imprese con riferimento ai dati di bilancio dell'anno 2007.

Poiché il test di Levene fornisce un riscontro negativo circa l'uguaglianza delle varianze fra i sottocampioni con riferimento alla variabile "Svalutazione crediti su totale crediti", per quest'ultima si procede ad effettuare il test t nella versione che non assume l'uguaglianza delle varianze. Per tutti gli altri indicatori, il test non fornisce indicazioni circa la non uguaglianza fra le varianze dei campioni: si utilizzerà pertanto la versione classica del test.

Dal punto di vista statistico, il test t non fornisce evidenze empiriche circa la differenza tra la media degli indicatori selezionati riferita al campione che riflette il ricorso al factoring in maniera intensiva e la media del campione di controllo, con l'eccezione dell'indicatore che presenta le svalutazioni su crediti in percentuale al totale crediti commerciali. La differenza fra le medie riferite a tale indicatore, infatti, presenta una forte significatività statistica (al livello dello 0,01%). Tuttavia, si ricorda che tale indicatore non rispetta la condizione di normalità per il campione di controllo. Ciò suggerisce, come ricordato, un backtesting non parametrico dei dati.

Guardando esclusivamente ai valori della differenza, si segnala comunque una certa coerenza con le attese derivanti dalla teoria.

In particolare, i risultati evidenziano, nel campione Intensive_factoring e rispetto al campione di controllo:

- ⤴ una minor incidenza dei crediti commerciali sul totale dell'attivo;
- ⤴ una percentuale di svalutazione sui crediti commerciali particolarmente ridotta;
- ⤴ una durata media dei crediti inferiore;
- ⤴ una redditività del capitale investito e delle vendite più elevata;
- ⤴ un livello di liquidità relativamente più contenuto;
- ⤴ una minore rilevanza dell'indebitamento a breve;

▲ un quoziente di indebitamento migliore.

Le differenze relative alla rotazione del capitale circolante e del capitale investito registrano uno scarto molto ridotto fra i due campioni e presentano una significatività statistica favorevole al mantenimento dell'ipotesi nulla di uguaglianza delle medie. La differenza fra le medie del grado di leva operativa appare inoltre controintuitiva: sembrerebbe infatti che, nonostante la teoria fornisca diversi spunti nella direzione della riduzione dei costi fissi attraverso il ricorso al factoring, le medie osservate registrano invece un valore più elevato del grado di leva operativa. Tuttavia, appare opportuno ricordare che l'unica evidenza empiricamente significativa circa la differenza tra le medie fornita dal test riguarda le svalutazioni sui crediti commerciali.

Dal momento che alcune delle ipotesi di fondo del test t di Student non sono state confermate per alcune delle variabili, si procede al backtesting dei risultati mediante un test non parametrico. Tale scelta, come detto, appare opportuna in quanto sono presenti, per alcune delle variabili considerate, deviazioni dalla normalità e varianze non omogenee⁴⁵. Il test non parametrico utilizzato è il test U di Mann-Whitney a campioni indipendenti (o test dell'ordine robusto dei ranghi)⁴⁶. Il test non richiede alcuna ipotesi sulla simmetria dei due campioni. Può essere applicato quando essi hanno dimensioni diverse e serve per verificare la significatività della differenza tra le mediane.

In questo caso il modello diventa:

$$H_0: Me_1 - Me_0 = 0$$

contro:

$$H_1: Me_1 - Me_0 \neq 0 .$$

⁴⁵ *If there are severe deviations from the normality and/or equality-of variance assumptions, the non parametric test could be employed, as it is not adversely affected by violations of these assumptions, and some researchers would prefer that procedure to the modified test above (Zar 1999)..*

⁴⁶ Mann e Whitney (1947).

Il test, in virtù dell'assenza di ipotesi sottostanti in merito alla distribuzione e alla omogeneità della varianza appare quindi utile per confermare i risultati del test t già effettuato, i cui risultati potrebbero essere potenzialmente influenzati dal mancato rispetto, per alcune delle variabili considerate, dell'ipotesi di normalità e di omoschedasticità.

Il test U di Mann-Whitney evidenzia che i dati relativi alla quota di svalutazioni sui crediti commerciali sul totale crediti è distribuita diversamente tra i due campioni, confermando i risultati evidenziati dal test t di Student. Ciò fornisce un significativo backtesting dell'evidenza empirica del fatto che le società che utilizzano il factoring in maniera intensiva hanno una percentuale di svalutazione dei crediti significativamente inferiore rispetto alle altre imprese. Ciò è sicuramente coerente con la teoria: infatti le società che ricorrono al factoring sistematicamente per un lungo periodo e per una quota elevata del loro portafoglio crediti, dovrebbero essere in grado di ridurre le perdite su crediti e i costi ad esse connessi, attraverso il servizio di garanzia ma anche attraverso il servizio di gestione, consulenza e valutazione della clientela offerto dal factor.

La tabella 24 riporta i risultati dell'analisi effettuata per verificare l'ipotesi 1.

Tabella 24: Verifica dell'ipotesi 1 sugli equilibri gestionali delle imprese analizzate

	N		Media		Dev. St.		Differenza fra le medie	Tipo test t ^a	Statistica t	G.d.L.	Sig.	Test U di Mann-Whitney (Sig.)
	1	0	1	0	1	0						
	16	48	0,287	0,319	0,210	0,244						
Quota di crediti commerciali sul totale attivo	16	48	0,287	0,319	0,210	0,244	-0,032	(a)	-0,466	62,000	0,344	0,618
Rotazione del capitale circolante lordo	16	48	1,767	1,839	0,957	1,230	-0,072	(a)	-0,214	62,000	0,832	0,868
Rotazione del capitale investito	16	48	1,300	1,219	0,786	0,600	0,084	(a)	0,444	62,000	0,658	0,841
Durata media dei crediti	16	48	129,130	139,080	88,426	167,446	-9,953	(a)	-0,227	62,000	0,821	0,609
Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	16	48	11,538	7,286	9,189	10,561	4,251	(a)	1,302	62,000	0,199	0,326
Redditività delle vendite (ROS)	16	48	5,860	2,442	5,102	11,352	3,420	(a)	1,164	62,000	0,249	0,239
Grado di leva operativa	16	48	6,074	3,640	5,131	7,329	2,433	(a)	1,228	62,000	0,224	0,264
Svalutazione crediti su totale crediti	16	48	0,003	0,008	0,003	0,012	-0,005	(b)	-2,770	60,360	0,007***	0,041**
Indice di liquidità	16	48	0,953	0,989	0,338	0,367	-0,036	(a)	-0,348	62,000	0,729	0,798
Indice di indebitamento a breve	16	48	0,848	0,875	0,183	0,165	-0,028	(a)	-0,569	62,000	0,571	0,577
Debt/Equity ratio	16	48	1,451	1,451	1,650	2,813	-0,462	(a)	-0,620	62,000	0,538	0,963

Note: * indica la significatività del test al livello 0,1
 ** indica la significatività del test al livello 0,05.
 *** indica la significatività del test al livello 0,01.

a. (a): test t che assume varianze omogenee fra i campioni; (b): test che assume varianze non omogenee.

Con riferimento all'ipotesi 1, pertanto, è stato possibile fornire evidenza empirica della differenza tra le medie degli indicatori selezionati per descrivere gli equilibri gestionali esclusivamente per la variabile “Svalutazione crediti su totale crediti commerciali”, che appare largamente significativa e positiva in favore delle imprese che ricorrono al factoring in maniera intensiva. Con riferimento agli altri indicatori, si segnala comunque che le differenze fra le medie, ancorché non significative dal punto di vista statistico, sembrano confermare in larga parte le attese derivanti dalla letteratura sul tema. Ciò rappresenta, peraltro, un ulteriore stimolo a procedere al test per l'ipotesi 2 in merito all'evoluzione degli equilibri gestionali nei due gruppi fra i due periodi considerati.

Come visto, l'ipotesi 2 afferma che, rispetto al primo periodo, l'utilizzo del factoring in maniera intensiva ha influito nel tempo sugli indicatori selezionati come descrittori degli equilibri gestionali dell'impresa. La tabella 25 riporta i risultati del test t a campioni appaiati condotto su tale ipotesi con riferimento al campione “Intensive_factoring”. Poiché il test a campioni appaiati garantisce, in linea di principio, la massima omogeneità tra i campioni analizzati (di fatto, si tratta dello stesso campione), non è necessario effettuare test sull'omogeneità della varianza.

Il test t a campioni appaiati fornisce indicazioni interessanti circa gli effetti del factoring sugli equilibri gestionali delle imprese che vi fanno ricorso in maniera intensiva.

Emerge infatti evidenza statistica (al livello di significatività del 5%) di un miglioramento della redditività del capitale investito e dell'indice di indebitamento a breve. In particolare, quest'ultima appare coerente con le modalità di utilizzo dei fondi derivanti dallo smobilizzo dei crediti commerciali al factor evidenziato da parte delle imprese intervistate nel corso dell'indagine: infatti, la maggior parte delle imprese utilizza tali fondi per rimborsare i propri debiti a breve verso banche e fornitori, inducendo un miglioramento della struttura finanziaria dell'impresa (Carretta 2009).

Anche i valori delle altre differenze, ancorché non significative statisticamente, appaiono comunque interessanti e coerenti con la teoria.

Appare utile anche in questo caso, per confermare i risultati ottenuti, effettuare un test non parametrico robusto alla non normalità dei dati. Si utilizza, in questo caso, il test del segno per ranghi di Wilcoxon a campioni correlati⁴⁷. Tale test rappresenta l'equivalente non parametrico del *paired T-test* utilizzato in precedenza e consente di considerare la direzione e la grandezza della differenza dei dati appaiati.

Anche il test di Wilcoxon si basa sul test dell'ipotesi nulla:

$$H_0: Me_1 - Me_0 = 0$$

contro:

$$H_1: Me_1 - Me_0 \neq 0 .$$

⁴⁷ Si veda Wilcoxon (1945), e Wilcox e Wilcoxon (1964).

Tabella 25: Verifica dell'ipotesi 2 sugli equilibri gestionali delle imprese analizzate - Intensive_factoring

	N		Media		Dev. St.		Differenza fra le medie	Statistica t	G.d.L.	Sig.	Test del segno per ranghi di Wilcoxon a campioni correlati (Sig.)
	2007	pp	2007	pp	2007	pp					
	16	16	0,287	0,379	0,210	0,224					
Quota di crediti commerciali sul totale attivo	16	16	0,287	0,379	0,210	0,224	-0,090	-1,510	15	0,150	0,198
Rotazione del capitale circolante lordo	16	16	1,767	1,664	0,957	0,778	0,100	0,760	15	0,460	0,453
Rotazione del capitale investito	16	16	1,300	1,282	0,786	0,749	0,020	0,230	15	0,820	0,918
Durata media dei crediti	16	16	1,29,130	129,510	88,426	83,538	-0,380	-0,020	15	0,990	0,918
Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	16	16	11,538	4,586	9,189	7,420	6,950	2,520	15	0,000***	0,022**
Redditività delle vendite (ROS)	16	16	5,860	5,657	5,102	5,772	0,210	0,220	15	0,830	0,642
Grado di leva operativa	16	16	6,074	2,581	5,131	11,456	3,490	1,310	15	0,210	0,352
Svalutazione crediti su totale crediti	16	16	0,003	0,009	0,003	0,017	-0,006	-1,350	15	0,200	0,807
Indice di liquidità	16	16	0,953	0,898	0,338	0,251	0,050	0,800	15	0,440	0,469
Indice di indebitamento a breve	16	16	0,848	0,906	0,183	0,170	-0,060	-2,490	15	0,025**	0,008***
Debt/Equity ratio	16	16	1,451	1,669	1,650	1,728	-0,220	-0,480	15	0,640	0,363

Note: * indica la significatività del test al livello 0,1
 ** indica la significatività del test al livello 0,05.
 *** indica la significatività del test al livello 0,01.

Al fine di verificare che le variazioni registrate negli equilibri gestionali delle imprese che utilizzano il factoring in maniera intensiva non siano semplicemente dovute a modifiche negli equilibri generalizzate per tutte le imprese italiane, l'analisi a campioni appaiati è stata replicata anche per il campione di controllo (tabella 26). A causa della mancanza di alcuni dati per il primo periodo, con riferimento ad alcune delle imprese analizzate, la numerosità del campione può variare fra le variabili analizzate⁴⁸.

Dall'analisi del campione di controllo emerge come i significativi miglioramenti nella redditività del capitale investito appaiono generalizzati a tutte le imprese e pertanto non ascrivibile agli effetti potenziali dell'uso intensivo del factoring.

L'altra evidenza empirica fornita dall'analisi riguarda l'incremento rilevante nella durata media dei crediti commerciali. Tale evidenza, non rilevata nel caso del campione "Intensive_factoring", segnala come tra i due periodi considerati le imprese hanno dovuto fronteggiare un allungamento significativo dei tempi di pagamento da parte dei propri clienti; guardando alla differenza minima (e non statisticamente significativa) rilevata nel caso del campione di imprese che utilizzano il factoring in maniera intensiva, si potrebbe, in via indiretta, ipotizzare un effetto di tale modalità di ricorso al factoring sulla regolarità dei tempi di pagamento, coerentemente con il modello teorico descritto nei capitoli precedenti.

⁴⁸ Si è ritenuto di non procedere alla simulazione dei valori mancanti per evitare il rischio di fornire informazioni sugli equilibri gestionali diversi dalla effettiva e reale situazione delle singole imprese.

Tabella 26: Verifica dell'ipotesi 2 sugli equilibri gestionali delle imprese analizzate – Campione di controllo

	N		Media		Dev. St.		Differenza fra le medie	Statistica t	G.d.L.	Sig.	Test del segno per ranghi di Wilcoxon a campioni correlati (Sig.)
	2007	pp	2007	pp	2007	pp					
	2007	pp	2007	pp	2007	pp					
Quota di crediti commerciali sul totale attivo	48	48	0,320	0,350	0,240	0,260	-0,030	-1,000	47	0,320	0,502
Rotazione del capitale circolante lordo	47	47	1,840	1,820	1,230	1,240	0,320	0,320	46	0,750	0,562
Rotazione del capitale investito	46	46	1,220	1,190	0,600	0,650	0,030	0,510	45	0,610	0,680
Durata media dei crediti	47	47	117,000	96,251	66,300	83,538	20,590	2,050	46	0,047**	0,037**
Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	48	48	7,290	1,250	10,560	3,860	6,040	3,700	47	0,001***	0,001***
Redditività delle vendite (ROS)	46	46	3,030	3,680	8,170	9,160	-0,650	-0,410	45	0,690	0,261
Grado di leva operativa	48	48	3,640	4,000	7,330	6,670	-0,360	-0,250	47	0,810	0,870
Svalutazione crediti su totale crediti	47	47	0,010	0,010	0,010	0,000	0,000	1,580	46	0,120	0,468
Indice di liquidità	48	48	0,990	0,930	0,370	0,340	0,060	1,420	47	0,160	0,375
Indice di indebitamento a breve	48	48	0,880	0,880	0,170	0,160	-0,010	-0,300	47	0,760	0,898
Debt/Equity ratio	48	48	1,910	2,480	2,810	7,070	-0,570	-0,580	47	0,560	0,190

Note: * indica la significatività del test al livello 0,1
 ** indica la significatività del test al livello 0,05.
 *** indica la significatività del test al livello 0,01.

Nonostante dalle verifiche empiriche emergano poche evidenze statisticamente significative, analizzate e commentate sopra, in particolare la verifica dell'ipotesi 2 fornisce alcuni spunti di riflessione sugli effetti dell'utilizzo del factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo. Le differenze mostrate fra i diversi campioni considerati, sebbene non vengano confermate dall'analisi statistica, appaiono generalmente coerenti con il modello teorico evidenziato nel corso di questo lavoro e rappresentano sicuramente uno spunto interessante per eventuali sviluppi futuri dell'analisi.

Analizzando i dati relativi al primo periodo disponibile, emerge come le imprese che hanno instaurato un rapporto di factoring sistematico, duraturo nel tempo e per una porzione elevata del proprio portafoglio crediti commerciali sono state quelle per cui, mediamente, si è registrata una incidenza più elevata dei crediti commerciali sull'attivo, una rotazione del capitale circolante più lenta e una durata media dei crediti più elevata. Tale evidenza è coerente con i risultati di Benvenuti e Gallo (2004), che affermano che le imprese in stato di tensione finanziaria, con una maggiore incidenza dei crediti commerciali sull'attivo e una più lunga durata delle dilazioni commerciali sono quelle che hanno una probabilità maggiore di ricorrere al factoring (anche se la lettura sistematica degli indicatori relativi al primo gruppo, pur segnalando una situazione leggermente meno favorevole rispetto al campione di confronto, non sembra mostrare particolari segnali di tensione finanziaria nel primo gruppo).

Il confronto fra i due gruppi e fra i due periodi analizzati fornisce interessanti conferme della teoria circa gli effetti potenziali dell'utilizzo "corretto" del factoring.

In primo luogo, si osserva una riduzione tra i periodi considerati del tasso di perdita su crediti commerciali per le imprese "fattorizzate", che si contrappone all'aumento delle perdite per il resto del campione.

Si noti inoltre come per le società che utilizzano il factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo (*Intensive factoring*), l'incidenza dei crediti commerciali sul totale dell'attivo si è fortemente ridotta nel 2007, mentre tale incidenza si è ridotta in modo molto meno marcato per il resto del campione.

La durata dei crediti commerciali appare invariata nel caso del primo gruppo fra i due periodi considerati. Si evidenzia tuttavia come il secondo gruppo presenti un marcato incremento della durata dei crediti, che parte da un livello molto inferiore a quello delle imprese “fattorizzate” nel caso del primo periodo considerato ad un livello più vicino, con un incremento elevato e statisticamente significativo. Ciò appare coerente con i risultati di Carretta (2009), che identificano una maggiore regolarità nei pagamenti dovuta al ricorso al factoring⁴⁹.

Ciò si riflette, per le imprese del primo gruppo, in un incremento significativo della velocità di rotazione del capitale circolante. La rotatività del capitale investito, per il gruppo di imprese “fattorizzate”, è cresciuta in misura meno marcata, ma si contrappone ad una rimarchevole riduzione della rapidità di rotazione del capitale investito nel resto del campione.

Quanto sopra si traduce in un incremento della redditività del capitale investito in misura assai più significativa per le imprese “intensamente fattorizzate” rispetto al campione di controllo. La redditività delle vendite appare sostanzialmente invariata nel tempo in entrambi i gruppi. Tale risultato è coerente con le attese (Rossignoli e Ruozi 1985).

A livello di struttura finanziaria, si pone in evidenza la importante e statisticamente significativa riduzione dell’incidenza dell’indebitamento a breve delle imprese intensamente fattorizzate (rimane invece sostanzialmente stabile nel caso del gruppo di controllo), mentre il ricorso alla leva finanziaria appare generalmente ridotto nel corso del tempo, in particolare per il secondo gruppo (che partiva però da un valore medio quasi doppio rispetto al quello delle imprese intensamente fattorizzate). Appare inoltre migliorata fortemente anche la liquidità delle imprese del primo gruppo.

Infine, per le imprese che utilizzano il factoring in via sistematica da più tempo e per una quota elevata del proprio portafoglio crediti si evidenzia una forte riduzione dell’incidenza media delle svalutazioni su crediti commerciali nell’ultimo periodo rispetto al primo periodo considerato, che si contrappone all’incremento di tale percentuale per il gruppo di confronto. Il livello di svalutazioni appare inoltre molto

⁴⁹ Cfr. Paragrafo 3.2 e Paragrafo 4.1

differente nel 2007 fra il campione “Intensive_factoring” e il campione di controllo, con quest'ultimo che registra un valore molto superiore. Tale differenza è inoltre statisticamente significativa.

Non trova invece conferma dall'analisi dei presenti dati l'ipotesi che il ricorso al factoring, nell'ambito di una relazione duratura, sostituisca i costi fissi legati alla gestione dei crediti commerciali (costi del personale, degli strumenti informatici ecc...) con i costi variabili legati all'utilizzo del factoring (le commissioni): il grado di leva operativa, contrariamente alle attese, non solo non si riduce per le imprese intensamente fattorizzate, ma si incrementa fortemente (restando sostanzialmente immutato per il gruppo di confronto). Tuttavia bisogna sottolineare come l'uso del grado di leva operativa non rappresenta probabilmente la scelta ottimale per misurare tale sostituzione di costi fissi con costi variabili: a differenza di altri indicatori qui utilizzati, più mirati sulla descrizione della struttura del capitale circolante e della struttura finanziaria, esso misura la leva operativa dell'impresa nel suo complesso, e pertanto tale risultato può infatti essere dovuto a modifiche nella struttura produttiva delle imprese, dovute anche a variazioni dimensionali e/o nelle logiche di business. L'eventuale effetto positivo del factoring sulla struttura dei costi dell'impresa, comunque limitato all'attività di gestione del credito commerciale, potrebbe perdersi all'interno di cambiamenti più profondi negli equilibri economici e produttivi delle imprese analizzate. La conferma degli effetti potenziali del ricorso al factoring sulla struttura dei costi descritti in letteratura⁵⁰ deve essere pertanto rimandata a futuri studi più approfonditi.

In sintesi, l'analisi di confronto temporale fra le imprese che ricorrono al factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo e le imprese che non ricorrono al factoring ovvero ricorrono in maniera occasionale e per una quota minore del portafoglio crediti sembra confermare parzialmente l'innesto del ciclo virtuoso che trova il punto di partenza in una migliore gestione del ciclo monetario e del capitale circolante e si traduce in una migliore performance in termini di redditività e di miglioramento della struttura finanziaria, con un effetto positivo del ricorso al factoring sugli equilibri gestionali delle imprese che vi ricorrono.

⁵⁰ Cfr. Rossignoli e Ruozi (1985), Carretta (s.d.) e Fossati e Porro (1994).

5. Conclusioni

La teoria sul factoring identifica una serie di effetti potenziali sugli equilibri gestionali derivanti da un utilizzo “corretto” dello strumento factoring, che si configura come un ricorso sistematico e prolungato nel tempo, che coinvolga una porzione importante del portafoglio crediti dell’impresa. Tali effetti si espliciterebbero in primo luogo in un “ciclo virtuoso” che si instaura nel capitale circolante dell’impresa e nasce dalla migliore gestione e dallo smobilizzo del credito commerciale grazie all’intervento di un operatore professionale quale il factor, e in misura più profonda nella struttura dei costi, con la sostituzione dei costi fissi legati alla gestione interna del credito con i costi variabili connessi alla remunerazione dell’attività del factor (le commissioni). In sintesi, ciò si traduce, secondo gli schemi teorici, in una maggiore capacità dell’impresa di produrre “reddito” e di modulare la propria struttura finanziaria.

L’analisi qui condotta ha fornito alcune interessanti conferme degli schemi teorici relativamente agli effetti del factoring sugli equilibri gestionali delle imprese: in primo luogo, dall’analisi qualitativa sulle risposte fornite in occasione di una precedente indagine (Carretta 2009), emerge come le imprese che utilizzano il factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo siano maggiormente in grado di percepirne i benefici sulla gestione delle relazioni creditizie con i propri clienti e in termini di riduzione dell’attività interna di gestione dei crediti commerciali, identificandone correttamente i criteri di valutazione della convenienza dello strumento rispetto a quelle che lo utilizzano in maniera saltuaria, ridotta o da un tempo limitato.

In secondo luogo, l’analisi quantitativa sui bilanci mostra scarse evidenze empiriche, ma conferma alcune delle previsioni teoriche circa i benefici sugli equilibri gestionali derivanti dall’uso del factoring, in particolare con riferimento alla minore quota di svalutazione sui crediti per le imprese che utilizzano intensivamente il factoring e alla riduzione dell’incidenza dell’indebitamento a breve (più costoso), nonché sulla regolarità dei pagamenti da parte dei debitori. Non è stato possibile

individuare evidenze empiriche sulle altre variabili qui considerate come descrittori degli equilibri gestionali, ma le differenze osservate tra i due campioni analizzati e tra i due periodi di analisi, ancorché non statisticamente significative, forniscono generalmente indicazioni positive e coerenti con la teoria in merito agli effetti del ricorso intensivo al factoring sulla velocità di rotazione del capitale circolante e del capitale investito, producendo una maggiore redditività del capitale investito a parità di redditività delle vendite. Anche la struttura finanziaria delle imprese intervistate sembra aver beneficiato del ricorso al factoring, con una riduzione importante della componente a breve termine in favore di quella a medio-lungo termine, mentre non è stato possibile trovare conferma dell'effetto atteso sulla struttura dei costi, anche per la mancanza dei dati di dettaglio per determinare l'effettiva sostituzione dei costi fissi legati all'attività di gestione del credito con i costi variabili dovuti al ricorso al factoring.

I risultati empirici confermano inoltre le percezioni delle imprese in merito ai benefici del factoring: dal punto di vista finanziario, lo smobilizzo dei crediti consente di ottenere fondi che vengono utilizzati prevalentemente per rimborsare i debiti a breve verso banche (o fornitori). In tal modo, le imprese che ricorrono al factoring in maniera intensiva sono in grado di ridurre significativamente la componente a breve termine dell'indebitamento e migliorare la propria struttura finanziaria complessiva: ciò è peraltro coerente con la letteratura empirica che studia le motivazioni per il ricorso al factoring, la quale vede una maggiore probabilità di ricorso al factoring per le imprese in stato di tensione finanziaria (Soufani 2002; Benvenuti e Gallo 2004), che possono trarre importanti benefici dall'utilizzo delle risorse smobilizzate attraverso il factoring attraverso i meccanismi presentati nei capitoli precedenti.

Un altro profilo che appare confermato dalla presente analisi riguarda gli effetti del factoring sulla gestione dei crediti commerciali: le imprese che utilizzano il factoring in maniera intensiva, infatti, registrano tempi di pagamento da parte dei propri clienti più elevati rispetto alle altre, ma regolari e stabili nel tempo, a differenza delle altre imprese che registrano un significativo incremento della durata media dei crediti. L'uso intensivo del factoring inoltre sembra consentire di ridurre drasticamente le perdite sui crediti, attraverso le garanzie pro soluto e lo *screening* diretto ed indiretto effettuato dal factor per conto del cliente. Anche in questo caso si

ravvisa la coerenza dei risultati con le percezioni espresse dalle imprese nel corso dell'indagine e le relazioni individuate dalla letteratura: la presenza in Italia di una carente efficienza giudiziaria che comporta elevati costi di gestione e di recupero e limitata protezione del creditore favorisce lo sviluppo dell'esigenza di ricorrere ad un operatore professionale in grado di garantire il buon fine dei crediti commerciali e di gestire il credito e attivare le procedure legali di recupero dei crediti insoluti in maniera più efficace ed efficiente (ovvero a costi inferiori)⁵¹.

I risultati qui presentati forniscono alcune indicazioni di policy sia con riferimento alla domanda che all'offerta di factoring nel mercato italiano.

Dal punto di vista delle imprese, i risultati confermano che il factoring è uno strumento che consente di utilizzare, nei confronti dei propri clienti, la leva del credito commerciale mantenendo un certo grado di controllo sul piano dei costi del credito, ovvero delle perdite su crediti, sulla durata media dei crediti e sulle fonti di finanziamento utilizzare. Si conferma quindi la previsione teorica che vede il factoring come uno strumento che consente di ottenere economie relativamente alla riduzione del costo amministrativo legato all'insolvenza dei propri debitori attraverso la garanzia del buon fine del credito commerciale e l'attività di consulenza e gestione professionale svolta dal factor.

Le imprese che, per la natura del prodotto e del mercato in cui operano, presentano elevate durate medie dei crediti, con la necessità di gestire e finanziare il credito concesso, possono trarre significativi benefici dal ricorso al factoring in maniera ampia, sistematica e prolungata nel tempo. In ogni caso, il factoring rappresenta uno strumento di finanziamento altamente flessibile che consente di ottimizzare il capitale circolante netto e di fornire un complemento efficiente alla copertura del fabbisogno finanziario esterno, in particolare nelle fasi di crescita e sviluppo dell'impresa, ma anche per tutte le imprese che hanno difficoltà ad incassare regolarmente i propri crediti.

Le diverse componenti del factoring possono pertanto fornire un importante contributo alla gestione e alla struttura finanziaria delle imprese. Le scelte di

⁵¹ Sotto questo profilo, si veda Benvenuti e Gallo (2002), Mian e SMith (1992), Summers e Wilson (2000) e Kappler (2006).

finanziamento effettuate dalle imprese devono tenere conto degli effetti dello strumento, confrontando i vari strumenti non solo dal lato del costo, ma anche dal lato dei benefici potenziali. Il cambiamento dello scenario competitivo, legato fra le altre cose al processo di integrazione dei mercati e a alla grande attenzione ai profili finanziari connessi alle difficoltà economiche a livello mondiale, comporta inoltre per le imprese la necessità di verificare sistematicamente l'adeguatezza della propria struttura commerciale, operativa, economica, finanziaria e patrimoniale e ai conseguenti vincoli alla crescita che derivano da tale struttura. Le imprese italiane, di dimensioni notoriamente ridotte, potranno trovarsi ad affrontare un percorso di crescita per confrontarsi con i mercati internazionali e con la rinnovata attenzione ai profili finanziari che sia le imprese che le banche si trovano a portare. Il factoring può rappresentare per tali imprese un valido supporto alla politica del credito commerciale, che rappresenta una potente leva della crescita del fatturato e dello sviluppo delle imprese, fornendo, con intensità variabile, il necessario sostegno finanziario, la sicurezza del buon fine delle transazioni commerciali e la flessibilità nella gestione del credito.

Il factoring quindi rappresenta non soltanto una scelta di finanziamento, ma anche una scelta strategica che può influire positivamente sulle politiche commerciali e gestionali delle imprese che vi ricorrono.

Tuttavia, molte imprese utilizzano il factoring in via occasionale o ridotta, percependone maggiormente i costi piuttosto che i benefici. I risultati dell'analisi qui condotta sembrano invece suggerire che una relazione di factoring intensiva consente di ottenere benefici maggiori e di apprezzare maggiormente gli effetti positivi dello strumento, risultando una modalità di utilizzo più "corretta" dello strumento. Tali risultati possono pertanto rappresentare un supporto per le imprese che si apprestano a ricorrere al factoring, fornendo indicazioni in merito alle modalità più adeguate di ricorso allo strumento e agli effetti conseguenti, al fine di giungere, attraverso un adeguato processo di selezione che tenga conto dei costi e dei benefici delle diverse fonti di finanziamento e dei diversi prodotti presentati sul mercato finanziario (ma non solo), ad una scelta consapevole e coerente con le esigenze derivanti dalla struttura commerciale, finanziaria e operativa dell'impresa stessa.

Dal punto di vista dell'offerta, le banche e gli intermediari finanziari che offrono factoring devono necessariamente tenere in considerazione gli effetti potenziali che il ricorso al factoring può avere sui propri clienti: in primo luogo, conoscere tali effetti fornisce alla banca la consapevolezza che il ricorso al factoring può migliorare, nel corso del tempo, la qualità finanziaria del cliente stesso, nonché fornire al prestatore indicazioni rapide e precise sull'andamento del proprio cliente e del suo mercato. In secondo luogo, conoscere tali effetti può aiutare a selezionare una appropriata politica di comunicazione e commercializzazione del prodotto “factoring”, guidando il cliente nella scelta del prodotto e delle modalità di ricorso allo strumento più adeguate alle sue esigenze ed in funzione delle sue caratteristiche commerciali, finanziarie e patrimoniali.

In prospettiva, inoltre, il factoring potrà sviluppare ulteriormente il proprio mercato in virtù della minore rischiosità che tale strumento presenta per gli intermediari finanziari e delle funzioni finanziarie e gestionali che svolge per le imprese, elementi che acquisiscono maggiore valore in un contesto come quello attuale in cui è forte l'incertezza, i rischi aumentano e i tempi di pagamento delle forniture tendono ad allungarsi. Il factoring inoltre, in vista dell'introduzione di Basilea 3, rappresenterà un valido strumento attraverso cui le banche potranno ridurre la rischiosità dei propri attivi e detenere un minore requisito di capitale, il cui costo sarà incrementato dalla maggiore qualità degli strumenti di qualità ammessi nel patrimonio di vigilanza dalle nuove regole di vigilanza prudenziale.

I limiti dell'analisi derivano in particolare dalla ridotta disponibilità di dati di dati di bilancio e sull'utilizzo del factoring, in particolar modo con riferimento alle modalità di ricorso allo strumento da parte delle imprese, e dalla modalità di costruzione del campione. In particolare, sotto quest'ultimo profilo, appare opportuno evidenziare come il numero di imprese analizzate sia particolarmente ridotto, e pertanto possa suscitare alcuni dubbi sull'effettiva rappresentatività del campione rispetto all'universo di riferimento.

I risultati delle analisi condotte, pur con tali limiti, forniscono tuttavia risultati in linea con le attese e con lo schema concettuale individuato, con le motivazioni individuate dalla letteratura empirica e con le percezioni espresse dalle imprese sugli effetti dell'uso intensivo del factoring, ancorché l'evidenza empirica sia presente solo

in alcuni casi, e possono rappresentare uno stimolo ed un interessante punto di partenza per studi più ampi (come numerosità del campione) e più profondi (come profili analizzati) sugli effetti del factoring sugli equilibri gestionali dell'impresa, fino ad oggi trattati solamente in via teorica e mai oggetto di dimostrazione empirica e per cui questo lavoro fornisce alcuni primi spunti metodologici e di contenuto.

Eventuali studi a livello internazionale, in prospettiva, dovranno necessariamente tenere conto delle specificità dei diversi mercati che, come richiamato nei capitoli precedenti, sono caratterizzati da differenti condizioni di domanda, offerta e caratteristiche ambientali.

Bibliografia

Alberici A., S. Caselli, *Analisi di bilancio per i fidi bancari*, F. Angeli, settima edizione, Milano, 1998

Armitage, P. *Statistica Medica. Metodi statistici per la ricerca in Medicina*, McGraw-Hill Libri, Italia, 2003.

Asselbergh, G. «Financing firms with restricted access to financial markets: the use of trade credit and factoring in Belgium.» *European Journal of Finance*, 8 (1), pp. 2-20 (2002).

Bakker, M.R., L. Kappler, e G.F. Udell. «Financing small and medium-size enterprises with factoring: global growth and its potential in eastern Europe.» *Policy, Research working paper ; no. WPS 3342*, 2004.

Baltensperger, E.. «Credit Rationing Theory: Issues and questions.» *Journal of money, Credit and Banking* 10 (2), pp. 170-183 (1978).

Baltensperger, E., e T. Devinney. «Credit Rationing Theory: A survey and synthesis» *Zeitschrift fur die gesamte Staatwissenschaft* 141 (4), pp.475-502 (1985).

Banca d'Italia. «Indagine sulle imprese industriali e dei servizi. Anno di riferimento 2009», 2010.

Banca d'Italia. «Nota sui rischi degli intermediari finanziari - Il factoring in Italia: struttura del mercato e profili di rischio.» 2009.

Banca d'Italia. «Relazione Annuale.» Vari anni.

Bartlett, M.S., «The use of transformation» *Biometrics* Vol. 3, pp.39-52 (1947).

Beck, T., e A. Demirguc-Kunt. «Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint.» *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30 (2006): pp. 2931–2943.

Benvenuti, M., e M. Gallo. «Perché le imprese ricorrono al factoring? Il caso dell'Italia.» *Banca d'Italia - Temi di discussione*, n. 518 (2004).

Berger, A.N., e G.F. Udell. «Some evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing.» *Journal of Political Economy*, Vol. 100, n. 5: pp. 1047-1077 (1997).

Besanko, D. e A.V. Thakor. «Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets» *International Economic Review* 28 (3), pp. 671-689 (1987).

- Bester, H. «Screening vs rationing in credit markets with imperfect information» *American Economic Review* 75 (4), pp. 850-855 (1985).
- Bester, H. «The role of collateral in credit markets with imperfect information» *European Economic Review* 31 (4), pp. 887-899 (1987).
- Bester, H., e M. Hellwig. «Moral Hazard eand equilibrium in credit rationing» in *Agency theory, information and incentives*, di G. Bamberg e K. Spremann, Heidelberg: Springer, 1987.
- Biais, B., e C. Gollier. «Trade Credit and Credit Rationing.» *The Review of Financial Studies*, Vol. 10, n. 4 (1997): pp. 903-937.
- Bickers, M. *Factoring in the UK*, Second ed., London, Department of Trade and Industry, HMSO, 1994a.
- Bickers, M. «Factoring: an industry of last resort.» *Director* Vol. 47, n. 6 (1994b).
- Binks, M.R., e C.T. Ennew. «Growing Firms and Credit Constraints.» *Small Business Economics* Vol. 8 (1997): pp. 17-25.
- Blackwell, N. e A. Santomero. «Bank credit rationing and the customer relation» *Journal of Monetary Economics* 9 (1), pp. 121-129 (1982).
- Bolten, S.E. *Managerial Finance*. Houghton Milton & co., 1997.
- Brugger, G. *Analisi della dinamica finanziaria d'impresa*. Giuffrè, Milano, 1980.
- Brunetti G. «Il governo delle risorse finanziarie: il modello dello sviluppo sostenibile.» *Banche e Banchieri* 10 (1983).
- Burchi, G., e A. Carretta. *Il factoring a dieci anni dalla Legge 52. L'attualità della normativa e le sue prospettive di sviluppo*. Bancaria Editrice, Roma, 2001.
- Bussoli, C. «Il credito commerciale nei bilanci delle imprese: le ragioni di un utilizzo complementare al credito bancario.» *Quaderno di ricerca LUM* (MUP Editore), n. 5 (2008).
- Chan, Y., e G. Kanatas «Asymmetric valuation and the role of collateral in loan agreements» *Journal of Money, Credit and Banking* 17 (1), pp. 84-95 (1985).
- Cannari, L., S. Chiri, e M. Omiccioli. «Condizioni di credito commerciale e differenziazione della clientela.» *Banca d'Italia - Temi di discussione n. 495*, 2002.
- Cannari, L., S. Chiri, e M. Omiccioli. *Imprese o intermediari? Aspetti finanziari e commerciali del credito tra imprese in Italia*. Bologna: Il Mulino, 2005.
- Cannata, G. «Nuova cessione dei crediti d'impresa e prospettive di factoring.» *Il Risparmio*, Vol. 39, n. 2, 1991: 393-402.

- Caprara, U. «L'economia del credito commerciale o di fornitura e il factoring bancario.» *Banche e banchieri*, Vol. 17, n. 3, 1990: 159-167.
- Carmignani, A. «Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale.» *Banca d'Italia - Temi di discussione*, n. 497 (2004).
- Carretta, A. «Il mercato del factoring e la centralizzazione dei rischi di credito.» *Bancaria*, n. 10, 1996: 68-73.
- Carretta, A. «Indagine sulla domanda di factoring.» (SDA Bocconi working paper) 2009.
- Carretta, A. *La domanda di factoring: conoscenza, modalità di utilizzo e valutazione della convenienza del factoring nelle imprese italiane*. Milano: Ricerca Assifact, 1997.
- Carretta, A. «Nuovi strumenti per lo sviluppo delle piccole e medie imprese.» In *Il mercato finanziario per lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, di Mediocredito Regionale Lombardo. Milano, 1980.
- Carretta, A. «Profili di valutazione della convenienza del factoring.» *Nota didattica, protocollo n. 6316, SDA Bocconi School of Management*.
- Caselli, S., e S. Gatti. *Il Corporate Lending*, Bancaria Editrice, Roma, 2006.
- Charrue A. «La croissance et les équilibres financiers de l'entreprise.» *Revue française de comptabilité* (1980).
- Clemenz, G. *Credit markets with asymmetric information*, Springer, Berlin, 1986.
- Coase, R. «The nature of the firm» *Economica* 4, pp. 386-495 (1937).
- Cochran, W.G. «Some consequences when the assumption for the analysis of variance are not satisfied» *Biometrics* Vol. 3, pp.22-38 (1947).
- Crichton, S., e C. Ferrier. *Understanding Factoring and Trade Credit*, Waterlow, London, 1986.
- Dalocchio, M. «La valutazione dell'investimento in credito commerciale», *Finanza Marketing e Produzione*, n. 4 (1986).
- Damodaran, A. *Applied Corporate Finance: A User's Manual*. New York: John Wiley & Sons, 1999.
- Demattè C. *La valutazione della capacità di credito nelle analisi di fido*. Giuffrè, Milano, 1974.

Demirguc-Kunt, A., e V. Maksimovic. «Firms as financial intermediaries - evidence from credit data policy.» *World Bank - Research working paper WPS* (World Bank), n. 2696 (2001).

Demsetz, H. «The Theory of the Firm Revisited.» *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 4 (1988): 141-161.

Devinney, T. *Rationing in a theory of the banking firm*, Springer, Berlin, 1986.

Diamond, D.W. «Financial Intermediation and delegated monitoring.» *Review of Economic Studies* 51, n. 3 (1984).

Djankov, S., McLiesh C., e A. Schleifer. «Private credit in 129 countries.» *NBER Working Paper*, n. 11078 (2005).

Donaldson G. «Financial Goals and Strategic Consequences.» *Harvard Business Review* 28 (1985).

Eisenhart, C., «The assumption underlying the analysis of variance» *Biometrics* Vol. 3, pp.1-21 (1947).

Ellsworth R. R. «Subordinate Financial Policy to Corporate Strategy.» *Harvard Business Review*, 6 (1983).

Emery, G.W. «A Pure Financial Explanation for Trade Credit.» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, n. 3, 1984: 271-285.

Emery, G.W. «An Optimal Financial Response to Variable Demand.» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 22, n. 2, 1987: 209-225.

Ennew, C.T., e M.R. Binks. «The provision of finance to small businesses: Does the banking relationship constrain performance?» *Journal of Small Business Finance* Vol. 4 (1996), n. 1: pp. 850-872.

Ferris, J.S.: «A Transaction Theory of Trade Credit Use.» *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 56, n. 2, 1981: 243-270.

Finaldi Russo, P., e L. Leva. «Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie?» *Banca d'Italia - Temi di discussione*, n. 496 (2004).

Fiordelisi, F. «Efficienza economica ed equilibri gestionali delle società di factoring italiane.» *Banca Impresa Società*, Vol. 19, n. 2, 2000: 235-252.

Fisman, R., e I. Love «Trade credit, financial intermediary development and industry growth.» *Journal of Finance* 58 (2003): 353-374.

Forman, M., e J. Gilbert. *Factoring and finance*. London: William Heinemann Ltd, 1976.

- Fossati, G., e A. Porro. *Il factoring - Aspetti economici, finanziari e giuridici*. Milano: Giuffrè editore, 1994.
- Freixas, X., e J. Rochet. *Microeconomics of Banking*. Second Edition, Cambridge: The MIT Press, 2008.
- Gaeta R. «L'analisi qualitativa per i fidi bancari: la valutazione delle aree d'affari e della competitività dell'impresa.» *Il Risparmio* (1985).
- Gale, D., e M. Hellwig «Incentive-compatible debt contracts: The one-period problem.» *Review of Economic Studies* 53 (1985): pp. 647-663.
- Hellwig, M. «Some recent developments in the theory of competition in markets with adverse selection» *European Economic Review* 31 (1-2), pp. 319-325 (1987).
- Ielasi F. «Crescita dell'impresa e fabbisogno finanziario: l'analisi dello sviluppo sostenibile», in Pavarani E. (a cura di), *Analisi finanziaria*, McGraw-Hill, 2002.
- Jaffee, D. e F. Modigliani. «A theory and test of credit rationing» *American Economic Review* 59, pp. 850-872 (1969).
- Jaffee, D. e T. Russell. «Imperfect information, uncertainty and credit rationing» *Quarterly Journal of Economics* 90, pp. 651-666 (1976).
- Johnson, R.W. «Management of Accounts Receivable and Payable.» *Financial Handbook*, Fifth ed., Wiley and Sons, 1981.
- Khaled, S. «The Decision to Finance Accounts Receivable: The Factoring Option.» *Managerial & Decision Economics*, Vol. 23 (1), 21–32 (2002).
- Kappler, L. «The role of factoring for financing small and medium enterprises.» *Journal of Banking and Finance* 30 (2006): 3111-3130.
- Keeton, W. *Equilibrium credit rationing*. Garland Press, New York, 1979.
- La Porta, R., Lopez-de-Sin角度s, F., Schleifer, A., e R. Vishny. «Legal determinants of external finance.» *Journal of Finance* 52 (1997), pp. 1131-1150.
- Long, M., Malits, I., e S. Ravid. «Trade credit, quality guarantees, and product marketability.» *Financial Management*, 117–127 (1993).
- Lee, Y.W., e J.D. Stowe. «Product Risk, Asymmetric Information and Trade Credit.» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, n. 2, 1993, pp. 285-300.
- Lewellen, W.G., J.J. McConnel, e J.A. Scott. «Capital Market Influences on Trade Credit Policies.» *Journal of Financial Research*, n. 3, 1980: 105-113.

Lewellen, W.G. e R.O. Edmister. "A General Model for Accounts-Receivable Analysis and Control." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 8 (2), 195–206 (1973).

Lindsay, R., e A. Sametz *Financial Management: an analytical approach*. Irvin Homewood, 1977

Long, M.S., I.B. Malitz, e S.A. Ravid. «Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability.» *Financial Management*, Vol. 22, n. 4 (1993): 117-127.

Manetti, S. «Aspetti evolutivi del factoring.» *Banche e Banchieri* 17, n. 2 (1992).

Mann, H. B. and D. R. Whitney. «On a Test of Whether one of Two Random Variables is Stochastically Larger than the Other.» *The Annals of Mathematical Statistics*, Vol. 18, No. 1 (Mar., 1947), pp. 50-60

Marotta, G. «Il credito commerciale in Italia: una nota su alcuni aspetti strutturali e sulle implicazioni distributive di politica monetaria.» *L'Industria*, Vol. 18, n. 1, 1997: 193-210.

Marotta, G. «L'allocazione del credito commerciale tra le imprese italiane.» *Politica Economica*, Vol. 8, n. 3, 1992: 245-275.

Mian, S.H., e C.W. Smith. «Accounts receivable management policy: theory and evidence.» *The Journal of Finance* 47, n. 1 (1992).

Myers, S. «Determinants of Corporate Borrowing.» *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, 1977: 147-175.

Mottura P. «Condizioni di equilibrio finanziario della strategia d'impresa.» *Finanza Marketing e Produzione* (1987).

Nadiri, M.I. «The Determinants of Trade Credit in the U.S. Total Manufacturing Sector .» *Econometrica*, Vol. 37, n. 3, 1969: 408-423.

Ng, C.K., J.K. Smith, e R.L. Smith. «Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade.» *Journal of Finance*, Vol. 54, n. 3, 1999: 1109-1129.

Omiccioli, M. «Il credito commerciale: problemi e teorie.» *Banca d'Italia - Temi di discussione*, n. 494 (2004).

Palia, D., e B. Sopranzetti. «Securitizing Accounts Receivable.» *Review of Quantitative Finance and Accounting* Vol.22 (2004): pp. 29-38.

Pavarani, E. «Sviluppo dell'impresa e fabbisogno di capitali. Un modello sintetico per la pianificazione finanziaria.» Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Parma (2002).

Petersen, M.A., e R.G. Rajan. «The benefit of lending relationships: Evidence from small business data.» *The Journal of Finance* Vol.49, n. 1 (1994): pp. 3-37.

Petersen, M.A., e R.G. Rajan. «Trade credit: theories and evidence.» *The Review of Financial Studies* 10, n. 3 (1997).

Rajan, R., e L. Zingales. «What do we know about capital structure: some evidence from international data.» *Journal of Finance* 50, n. 11 (1995): 1421-1460.

Reboa M. *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, Egea, Milano, 1989.

Riley, J. «Credit rationing: A further remark.» *American Economic Review* 77 (1), pp. 1421-1460 (1987).

Ross S.A., Westerfield R.W. e J.F. Jaffe. *Corporate Finance*, Irwin, Boston, 1993.

Rossignoli B. «Flusso dei fondi e fabbisogno finanziario. Elementi per la programmazione e il controllo», in Bisoni C., Rossignoli B. (a cura di), *Lecture di finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, 1991.

Rossignoli, B., e R. Ruozi. *Il manuale del factoring*. 1985.

Sabbatini, P. «Il finanziamento della clientela marginale: il caso del factoring.» *Banca Impresa e Società* 7, n. 1 (1988).

Schwartz, R.A., e D.K. Whitcomb. «Implicit Transfers in the Extension of Trade Credit.» In *Redistribution through the Financial System*, di K.E. Boulding e T.F. Wilson. New York: Praeger, 1978.

Schwartz, R.A. «An economic model of trade credit.» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9, n. 3, 1974: 643-657.

Sharpe, S.A. «Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships.» *Journal of Finance*, Vol. 45, n. 4 (1990): pp- 1069-1087.

Singleton, C., Summers, B., e N. Wilson. «Small Business Demand for Trade Credit, Credit Rationing and the Late Payment of Commercial Debt: An Empirical Study.» In *Management Buy-outs and Venture Capital: Into the Next Millennium*, di K. Robbie e M. Wright, Edward Elgar Publishing, UK, 1999.

Smith, J.K., «Trade Credit and Informational Asymmetry.» *Journal of Finance*, Vol. 42 (1987): 863-872.

Smith, J.K., e C. Schnucker. «An empirical examination of organizational structure: the economics of factoring decision.» *Journal of Corporate Finance*, n. Part. 1 (1994): 119-138.

- Smith, V.L. «A theory and test of credit rationing: Some generalization.» *American Economic Review*, 62 (1972): 66-76.
- Sopranzetti, B.J. «The economics of factoring accounts receivables.» *Journal of Economics and Business* 50 (1998): 339-359.
- Sopranzetti, B.J. «Selling account receivable and the underinvestment problem.» *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 39 (1999): 291-301.
- Soufani, K. «On the determinants of factoring as a financing option: evidence from UK.» *Journal of Economics and Business* 54 (2002): 239-252.
- Stiglitz, J. «Credit Markets and the Control of Capital.» *Journal of Money, Credit and Banking* (1985).
- Stiglitz, J. e A. Weiss. «Credit rationing in markets with imperfect information.» *American Economic Review*, 71 (3): 393-410, 1981.
- Storey, D.J. *Understanding the small business sector*. Routledge, New York, 1994.
- Summers, B., e N. Wilson. «Trade Credit and Customer Relationships.» *University of Leeds, Credit Management Research Center, mimeo*, 2001.
- Summers, B., e N. Wilson. «Trade credit management and the decision to use factoring: an empirical study.» *Journal of Business and Accounting* 27, n. 1-2 (2000).
- Townsend, R. «Optimal contracts and competitive markets with costly state verification.» *Journal of Economic Theory* 21, pp. 265-293 (1979).
- Van Horen, N. «Do firms use trade credit as a competitiveness tool? Evidence from developing countries.» *World Bank Mimeo* (2004).
- Wette, H. «Collateral in credit rationing in markets with imperfect information: A note.» *American Economic Review*, 73 (3): 442-445, 1983.
- Wilcoxon, F., e A. Wilcox. *Some Rapid Approximate Statistical Procedures*, Lederle Laboratories, Pearl River, New York, 1964.
- Williamson, O.E. *Markets and Hierarchies: Analysis and antitrust implications*. Free Press, New York, 1975.
- Williamson, O.E. «Transaction-cost economics: The governance of contractual relation.» *Journal of Law and Economics*, Vol. 22 (1979): pp. 233-262.
- Williamson, O.E. «The economics of organization: the transaction-cost approach.» *American Journal of Sociology*, Vol. 87 (1981): pp. 548-577.
- Williamson, O.E. *The economic institutions of capitalism*. Free Press, New York, 1985.

Williamson, S.D. «Costly monitoring, loan contracts and equilibrium credit rationing.» *Quarterly Journal of Economics*, 102 (1): 135-145, 1987.

Wilcoxon, F. «Individual comparisons by ranking methods.» *Biometrics Bulletin* (1945)

Zar, J. *Biostatistical Analysis*, fourth ed., 1999.

Zakon A. J. *Growth and Financial Strategy*, Boston Consulting Group, Boston, 1966.

Appendice

A1. Questionario d'indagine



INDAGINE SULLA DOMANDA DI FACTORING

Data di compilazione del questionario: _____

Impresa intervistata: _____

Indirizzo: _____

Persone intervistate: _____

Recapito telefonico: _____

Mail _____

Intervistatore: _____

Codice Indagine: _____

Gennaio 2008

L'Indagine sulla domanda di factoring, promossa da Assifact – Associazione Italiana per il Factoring, è condotta dalla Divisione Ricerche della Scuola di direzione aziendale dell'Università Bocconi di Milano.

L'indagine si propone di raccogliere ed analizzare le opinioni delle imprese italiane sul prodotto “factoring” e sulle relazioni con le banche e gli intermediari finanziari specializzati che svolgono attività di factoring.

In particolare, le aree di indagine riguardano:

- I termini di utilizzo del credito commerciale alla clientela
- La conoscenza del factoring
- Le modalità di utilizzo del factoring
- Le conseguenze gestionali e finanziarie del ricorso al factoring
- Il punto di vista dei debitori ceduti
- Le conseguenze di Basilea II sui rapporti finanziari e sul ricorso al factoring
- Le conseguenze dell'introduzione dei principi contabili internazionali (IAS) sui rapporti finanziari e sul ricorso al factoring
- Alcune caratteristiche dell'impresa sotto il profilo economico e finanziario.

Nell'indagine non vi è coinvolgimento attivo delle banche e società di factoring aderenti all'Associazione, che si sono limitate a fornire riferimenti anagrafici di imprese utilizzati nella fase iniziale di strutturazione della popolazione da cui è stato estratto il campione (la cui composizione finale non è loro nota).

SDA Bocconi assicura inoltre il rispetto del vincolo di riservatezza nei confronti delle imprese partecipanti all'indagine, in virtù del quale i risultati dell'indagine saranno resi noti esclusivamente in forma aggregata.

Le imprese aderenti all'indagine riceveranno dalla SDA Bocconi una copia, a loro riservata, del rapporto conclusivo di ricerca e saranno invitate alla presentazione dell'indagine, che avrà luogo all'Università Bocconi nell'estate del 2008.

A. Il ricorso al credito commerciale

1. Che cosa rappresenta il credito commerciale (ovvero il credito di fornitura concesso dall'impresa alla propria clientela)? (fino a quattro risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità barrando il numero a destra da 1=più importante, a 4=meno importante)

- | | |
|---|---------|
| 1.1o una garanzia della qualità del prodotto | 1 2 3 4 |
| 1.2o una strategia di espansione delle vendite | 1 2 3 4 |
| 1.3o un modo per sincronizzare i flussi in entrata e in uscita | 1 2 3 4 |
| 1.4o uno strumento per valutare l'affidabilità della controparte | 1 2 3 4 |
| 1.5o uno strumento per instaurare una relazione continuativa con la controparte | 1 2 3 4 |
| 1.6o una forma di finanziamento del cliente | 1 2 3 4 |
| 1.7o altro_____ | 1 2 3 4 |
| 1.8o non ho opinioni sull'argomento | |

2. Secondo Lei, nella Sua impresa il credito commerciale è più sviluppato rispetto alle altre imprese concorrenti ? (una sola risposta)

- 2.1o Non so 2.2o SI 2.3o NO

3. Se ha risposto SI alla precedente domanda, perchè? (fino a tre risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità barrando il numero a destra da 1=più importante, a 3=meno importante)

- | | |
|---|-------|
| 3.1o l'impresa ha più disponibilità finanziarie rispetto al settore | 1 2 3 |
| 3.2o i clienti lo richiedono in modo particolare | 1 2 3 |
| 3.3o l'impresa gode di un costo del capitale particolarmente contenuto | 1 2 3 |
| 3.4o il credito commerciale fa parte della specifica politica di vendita dell'impresa | 1 2 3 |
| 3.5o La mancanza di alternative al bene/servizio offerto aumenta la forza contrattuale nei confronti del debitore | 1 2 3 |
| 3.6o altro_____ | 1 2 3 |
| 3.7o non ho opinioni sull'argomento | |

4. Quali sono i termini di pagamento delle forniture mediamente applicati dalla Sua impresa nei confronti dei propri clienti sul mercato domestico? (una sola risposta)

4.1o meno di 90 giorni

4.2o tra 90 e 120 giorni

4.3o tra 120 e 180 giorni

4.4o oltre 180 giorni

E sul mercato internazionale? (una sola risposta)

4.5o meno di 90 giorni

4.6o tra 90 e 120 giorni

4.7o tra 120 e 180 giorni

4.8o oltre 180 giorni

5. Quali sono i tempi medi di pagamento dei debiti di fornitura da parte della Sua impresa? (una sola risposta)

5.1o meno di 90 giorni

5.2o tra 90 e 120 giorni

5.3o tra 120 e 180 giorni

5.4o oltre 180 giorni

6. Secondo Lei, quali sono i principali problemi nell'utilizzo del credito commerciale? (fino a tre risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità barrando il numero a destra da 1=più importante, a 3=meno importante)

- | | |
|--|-------|
| 6.1o insolvenza dei clienti | 1 2 3 |
| 6.2o elevato ritardo nei pagamenti da parte dei clienti | 1 2 3 |
| 6.3o elevati costi di gestione del rapporto creditizio con i clienti | 1 2 3 |
| 6.4o difficoltà nel valutare l'affidabilità della controparte | 1 2 3 |
| 6.5o altro_____ | 1 2 3 |

B. Il ricorso al factoring

7. Che cosa rappresenta il factoring? (fino a quattro risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità barrando il numero a destra da 1=più importante, a 4=meno importante)

- | | |
|---|---------|
| 7.1o una forma di finanziamento alternativa al credito bancario | 1 2 3 4 |
| 7.2o una forma di finanziamento complementare al credito bancario | 1 2 3 4 |
| 7.3o una forma di garanzia del buon fine dei crediti commerciali | 1 2 3 4 |
| 7.4o uno strumento per gestire professionalmente il credito | 1 2 3 4 |
| 7.5o una forma di recupero dei crediti insoluti o problematici | 1 2 3 4 |
| 7.6o altro_____ | 1 2 3 4 |
| 7.7o non ho opinioni sull'argomento | |

8. Il factoring è utile (rispondere a tutte; dare un punteggio da 1 a 4: 1= non sono affatto d'accordo; 2= sono parzialmente d'accordo; 3= sono d'accordo; 4= sono molto d'accordo)

8.1 alle imprese che non possono accedere al credito bancario 1 2 3 4

8.2 alle imprese che operano con mercati esteri 1 2 3 4

8.3 alle imprese che non riescono a riscuotere regolarmente i crediti 1 2 3 4

8.4 alle imprese di piccola dimensione 1 2 3 4

8.5 a tutte le imprese che vogliono affidare a società specializzate la gestione ed il controllo del portafoglio clienti 1 2 3 4

8.6o non ho opinioni sull'argomento

9. Secondo Lei, il factoring è uno strumento destinato a svilupparsi tra le imprese operanti nel suo settore? (una sola risposta)

9.1o Non so 9.2o SI 9.3o NO

10. o Perché? _____

11. Ritiene che le imprese del suo settore conoscano adeguatamente le caratteristiche del factoring? (una sola risposta)

11.1o Non so 11.2o SI 11.3o NO

12. Se NO, perché? (anche più risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità barrando il numero a destra da 1=più importante, a 4=meno importante)

12.1o non c'è un'offerta adeguata del servizio sul mercato 1 2 3 4

12.2o scarsa cultura finanziaria delle imprese 1 2 3 4

12.3o scarsa informativa da parte delle banche e delle società di factoring 1 2 3 4

12.4o altro _____ 1 2 3 4

13. L'impresa attualmente ricorre al factoring? (una sola risposta)

13.1o SI (passi alla 19) 13.2o NO

14. La Sua impresa ha fatto ricorso al factoring in passato? (una sola risposta)

14.1o SI (passi alla 16) 14.2o NO

15. Se NO, perché? (fino a tre risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità barrando il numero a destra da 1=più importante, a 3=meno importante)

15.1o non conoscevo il factoring 1 2 3

15.2o il factoring era troppo costoso 1 2 3

15.3o non c'era bisogno 1 2 3

15.4o si sapeva che le imprese che usavano il factoring non erano soddisfatte
1 2 3

15.5o non volevamo rinunciare al contatto diretto con la clientela 1 2 3

15.6o non ho mai ricevuto proposte da parte degli intermediari 1 2 3

15.7o altro _____ 1 2 3

16. L'impresa, in un prossimo futuro, intende avviare un rapporto di factoring? (una sola risposta)

16.1o SI 16.2o NO

17. Se SI, perché? (fino a tre risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità barrando il numero a destra da 1=più importante, a 3=meno importante)

17.1o elevato bisogno di fondi 1 2 3

17.2o esigenza di garantire il buon fine dei crediti 1 2 3

17.3o necessità di ridurre i costi di gestione interna dei crediti commerciali
1 2 3

17.4o verificare come funziona l'operazione 1 2 3

17.5o altro _____ 1 2 3

18. Se NO, perché? (fino a tre risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità barrando il numero a destra da 1=più importante, a 3=meno importante)

- | | |
|---|-------|
| 18.1o non conosco lo strumento | 1 2 3 |
| 18.2o il factoring è troppo costoso | 1 2 3 |
| 18.3o non ne avverto alcun bisogno | 1 2 3 |
| 18.4o so che chi lo usa non è soddisfatto | 1 2 3 |
| 18.5o non vogliamo rinunciare al contatto diretto col cliente | 1 2 3 |
| 18.6o altro _____ | 1 2 3 |

Se ha risposto NO alla domanda 14 passi direttamente alla Sezione C, domanda 32, altrimenti prosegua con la domanda 19.

19. Se l'impresa utilizza o ha utilizzato il factoring, il ricorso si configura (è configurato) come (fino a quattro risposte):

- 19.1o occasionale (specificare quante volte si è fatto ricorso nell'anno 2007 _____)
- 19.2o periodico
- 19.3o esclusivo
- 19.4o non esclusivo
- 19.5o su singoli crediti
- 19.6o su una parte dei crediti (indicare la % media anche in via approssimativa dei crediti ceduti nell'anno 2007 _____)
- 19.7o sulla globalità dei crediti

20. Se l'impresa è (o è stata) cliente di aziende di factoring, per quanti anni ha utilizzato tale strumento? (una sola risposta)

- 20.1o 1-3 anni
- 20.2o 3-5 anni
- 20.3o 5-10 anni
- 20.4o oltre 10 anni
- 20.5o dalla nascita dell'impresa

21. Con quante società di factoring ha rapporti d'affari (contemporaneamente)? (una sola risposta)

21.1o 1

21.2o da 2 a 4

21.3o più di 4

22. Alla Sua impresa è capitato di cambiare la/e società di factoring/banca con cui intratteneva il rapporto? (una sola risposta)

22.1o SI, ho già cambiato _____ società di factoring/banche

22.2o NO (passi alla 24)

23. Se SI, come è avvenuto il cambiamento? (una sola risposta)

23.1o ho cercato condizioni migliori presso altri factor

23.2o sono stato contattato da altri factor che mi hanno proposto condizioni migliori

24. Il ricorso al factoring è (è stato) dovuto (rispondere a tutte, indicando l'importanza data barrando il numero a destra da 1=importanza alta; 2=importanza medio-alta; 3=importanza medio-bassa, 4=importanza bassa):

Importanza

24.1 dal razionamento del credito bancario	1 2 3 4
24.2 dal forte sviluppo aziendale	1 2 3 4
24.3 da esigenze di liquidità	1 2 3 4
24.4 dall'esigenza di recuperare insoluti	1 2 3 4
24.5 dall'esigenza di assicurare i crediti	1 2 3 4
24.6 dall'esigenza di far gestire i crediti a terzi	1 2 3 4

25. La Sua impresa come è venuta a conoscenza del factoring? (una sola risposta)

25.1o tramite banche

25.2o tramite stampa

25.3o tramite imprese che già utilizzavano lo strumento

25.4o tramite contatto diretto di società di factoring

25.5o altro (specificare_____)

26. Grado di soddisfazione dell'attuale (passato) rapporto di factoring (una sola risposta):

26.1o scarso

26.2o sufficiente

26.3o buono

26.4o ottimo

27. A prescindere dalla 26, indichi i principali elementi di insoddisfazione nel rapporto di factoring (fino a sei risposte, indicando l'importanza della risposta data barrando il numero a destra da 1= molto importante; a 4= poco importante)

- | | |
|---|---------|
| 27.1o scarsa trasparenza delle condizioni contrattuali | 1 2 3 4 |
| 27.2o carenza nei servizi di gestione (reporting, incasso, ecc.) | 1 2 3 4 |
| 27.3o carenza nei servizi di garanzia del buon fine dei crediti (poco pro-soluto) | 1 2 3 4 |
| 27.4o bassa percentuale di anticipi finanziari | 1 2 3 4 |
| 27.5o scarsa tempestività nell'erogazione degli anticipi finanziari | 1 2 3 4 |
| 27.6o accetta solo alcuni nominativi di debitori ceduti | 1 2 3 4 |
| 27.7o costo eccessivo rispetto agli altri finanziamenti | 1 2 3 4 |
| 27.8o i clienti dell'impresa non gradiscono pagare al factor | 1 2 3 4 |
| 27.9o si deteriorano i rapporti con i clienti dell'impresa | 1 2 3 4 |
| 27.10o non si ottengono significativi risparmi di costi interni di gestione dei crediti commerciali | 1 2 3 4 |
| 27.11o il personale di contatto del factor non è attento alle esigenze aziendali | 1 2 3 4 |
| 27.12o non c'è adeguata rapidità nello scambio delle informazioni | 1 2 3 4 |
| 27.13o altro (specificare)_____ | 1 2 3 4 |

28. A prescindere dalla 26, indichi i principali elementi di soddisfazione nel rapporto di factoring (fino a sei risposte, indicando l'importanza della risposta data barrando il numero a destra da 1= molto importante; a 4= poco importante)

- | | |
|--|---------|
| 28.1o buona capacità del factor nella gestione dei crediti | 1 2 3 4 |
| 28.2o il factor garantisce il buon fine dei crediti dell'impresa | 1 2 3 4 |
| 28.3o velocità e sicurezza nei tempi di erogazione dei fondi | 1 2 3 4 |
| 28.4o accetta la totalità del portafoglio clienti | 1 2 3 4 |
| 28.5o finanzia automaticamente lo sviluppo delle vendite | 1 2 3 4 |
| 28.6o consente di ridurre i costi interni di gestione dei crediti | 1 2 3 4 |
| 28.7o costo contenuto | 1 2 3 4 |
| 28.8o consente di migliorare il sistema informativo aziendale | 1 2 3 4 |
| 28.9o si accorciano i tempi di pagamento della clientela aziendale | 1 2 3 4 |
| 28.10o migliora il grado di controllo degli insoluti | 1 2 3 4 |
| 28.11o snellisce i processi di vendita, evitando istruttorie interne | 1 2 3 4 |
| 28.12o altro (specificare)_____ | 1 2 3 4 |

29. Se la Sua impresa ha cessato di utilizzare il factoring, indichi le ragioni principali (fino a sei risposte, indicando l'importanza della risposta data barrando il numero a destra da 1= molto importante; a 4= poco importante)

- | | |
|--|---------|
| 29.1o scarsa trasparenza delle condizioni contrattuali | 1 2 3 4 |
| 29.2o carenza nei servizi di gestione (reporting, incasso, ecc.) | 1 2 3 4 |
| 29.3o carenza nei servizi di garanzia del buon fine dei crediti (poco pro-soluto) | 1 2 3 4 |
| 29.4o bassa percentuale di anticipi finanziari | 1 2 3 4 |
| 29.5o scarsa tempestività nell'erogazione degli anticipi finanziari | 1 2 3 4 |
| 29.6o accettazione solo di alcuni nominativi di debitori ceduti | 1 2 3 4 |
| 29.7o costo eccessivo rispetto agli altri finanziamenti | 1 2 3 4 |
| 29.8o i clienti dell'impresa non gradivano pagare al factor | 1 2 3 4 |
| 29.9o si stavano deteriorando i rapporti con i clienti dell'impresa | 1 2 3 4 |
| 29.10o non si ottenevano significativi risparmi di costi interni di gestione dei crediti commerciali | 1 2 3 4 |
| 29.11o si registrava scarsa tempestività nello scambio delle informazioni | 1 2 3 4 |
| 29.12o il personale di contatto del factor non era attento alle esigenze aziendali | 1 2 3 4 |
| 29.13o altro (specificare)_____ | 1 2 3 4 |

30. Ritiene utile continuare in futuro il rapporto di factoring? (una sola risposta)

30.1o SI 30.2o NO

30.3o Perché?_____

31. Come si distribuiscono (o si distribuivano), percentualmente, anche in via approssimativa, i crediti ceduti?

31.1o factoring domestico _____

31.2o factoring all'importazione _____

31.3o factoring all'esportazione _____

Totale operazioni di factoring 100%

31.4o factoring pro-soluto (senza rivalsa) _____

31.5o factoring pro-solvendo (con rivalsa) _____

Totale operazioni di factoring 100%

31.6 o quota di factoring not notification (cioè senza comunicazione della cessione ai debitori ceduti) ____% sul totale dei crediti ceduti

C. Aspetti gestionali e finanziari del factoring

32. Secondo Lei, il factoring (una sola risposta):

32.1o costa come il credito bancario

32.2o costa meno del credito bancario

32.3o costa di più del credito bancario

32.4o non ho opinioni in proposito

33. Perché (una sola risposta):

33.1o è uno strumento simile al credito bancario

33.2o è un servizio più semplice del finanziamento bancario

33.3o è un servizio più complesso e ricco rispetto al credito bancario

33.4o le società di factoring servono abitualmente imprese in difficoltà finanziaria

33.5o riflette la prassi contrattuale dei mercati finanziari

33.6o non so

34. Ritiene che il costo del factoring vada confrontato con (una sola risposta):

34.1o il costo del credito bancario

34.2o il costo del credito di fornitura

34.3o il costo medio dei finanziamenti ed il costo di gestione interna del credito commerciale

34.4o non so

35. Secondo Lei, come potrebbe essere incentivato il ricorso al factoring da parte delle imprese come la Sua? (anche più risposte, da 1= molto importante; a 4= poco importante)

35.1o migliorando il servizio di gestione dei crediti da parte delle società di factoring 1 2 3 4

35.2o intervenendo maggiormente sulle garanzie di buon fine dei debitori ceduti 1 2 3 4

35.3o fornendo maggiori quantità di finanziamento 1 2 3 4

35.4o riducendo i costi dell'operazione 1 2 3 4

35.5o accettando un maggior numero di debitori ceduti 1 2 3 4

35.6o facendo attività di promozione 1 2 3 4

35.7o altro (specificare _____) 1 2 3 4

Se l'impresa non ha mai utilizzato il factoring, passi alla sezione D, domanda 47.

36. Ricorrendo al factoring, l'impresa ha mai ipotizzato/realizzato una riduzione/eliminazione dell'attività interna di gestione dei crediti commerciali? (una sola risposta)

36.1o SI

36.2o NO (passi alla 38)

36.3 Se SI, Quali attività specifiche sono state eliminate/ridotte?

37. Se SI, perché? (una sola risposta)

37.1o le società di factoring hanno maggiore professionalità dei dipendenti nel gestire i crediti

37.2o si riduce significativamente il costo di gestione interna

37.3o l'azienda si può concentrare sulle vendite

37.4o altro (_____)

38. Se NO, perché? (una sola risposta)

38.1o politica aziendale

38.2o i servizi offerti dal factor sono inadeguati

38.3o non si riducevano i costi interni di gestione dei crediti commerciali

38.4o altro (specificare_____)

39. L'impresa ha mai avuto problemi con la propria clientela, una volta che a quest'ultima è stata notificata la cessione a società di factoring? (una sola risposta)

39.1o NO

39.2o SI (indicare che tipo di problemi_____)

40. Dal punto di vista finanziario, il factoring consente alla Sua impresa di (una sola risposta):

40.1o risolvere croniche necessità di fondi

40.2o risolvere temporanee esigenze di fondi

40.3o ottimizzare la programmazione degli incassi

40.4o facilitare la crescita del fatturato

40.5o altro

41. Come vengono utilizzati i fondi che derivano dallo smobilizzo del portafoglio ad una società di factoring? (una sola risposta)

41.1o per rimborsare i debiti (ad esempio verso banche e/o fornitori)

41.2o per finanziare lo sviluppo delle vendite

41.3o per investire in titoli o altre attività fruttifere

41.4o altro (specificare _____)

42. Quali sono gli effetti del factoring sui tempi di incasso dalla clientela? (una sola risposta)

42.1o i clienti pagano meno rapidamente

42.2o i clienti pagano secondo gli stessi tempi medi

42.3o i clienti pagano più rapidamente

42.4o non c'è alcuna relazione tra tempi di riscossione dalla clientela e ricorso al factoring

42.5o non saprei rispondere

43. Quali sono gli effetti del factoring sulla regolarità dei pagamenti della clientela? (una sola risposta)

43.1o i clienti pagano meno regolarmente

43.2o i clienti pagano con la stessa regolarità

43.3o i clienti pagano più regolarmente

43.4o non c'è alcuna relazione tra regolarità dei pagamenti della clientela e ricorso al factoring

43.5o non saprei rispondere

44. Quali sono gli effetti del factoring sul livello di insoluti dell'impresa? (una sola risposta)

44.1o si hanno più insoluti

44.2o si hanno gli stessi insoluti

44.3o si hanno meno insoluti

44.4o non c'è alcuna relazione tra andamento degli insoluti e ricorso al factoring

44.5o non saprei rispondere

45. Quali sono gli effetti del factoring sui costi di gestione dei crediti commerciali? (una sola risposta)

45.1o i costi complessivi sono aumentati

45.2o i costi complessivi sono rimasti identici

45.3o i costi complessivi sono diminuiti

45.4o non saprei rispondere

46. Se nella domanda precedente ha risposto che i costi sono diminuiti, il risparmio dei costi interni di gestione dei crediti commerciali, misurato approssimativamente in termini di costo del personale, può essere fatto pari a (una sola risposta):

46.1o 1/4 del costo di un impiegato

46.2o 1/2 del costo di un impiegato

46.3o 3/4 del costo di un impiegato

46.4o come il costo di un impiegato

46.5o più del costo di un impiegato (specificare_____)

46.6o un costo importante, ma che non si riesce a stimare

D. Il factoring dal punto di vista del debitore ceduto

47. Secondo Lei, i debitori ceduti ritengono che la cessione del credito ad una società di factoring/banca sia (una sola risposta):

47.1o un fatto normale di gestione aziendale

47.2o un evento fastidioso, che fa perdere il contatto col fornitore

47.3o un sintomo di difficoltà finanziarie del fornitore cedente

47.4o un segno che il fornitore cedente è attento alla gestione dei propri crediti ed alla programmazione dei flussi di cassa

47.5o altro (specificare_____)

48. L'impresa si è mai trovata nella condizione di "debitore ceduto" e di dover relazionarsi con il factor oltre che con il proprio fornitore originario? (una sola risposta)

48.1o mai (Passi alla sezione E, domanda 53)

48.2o una sola volta

48.3o qualche volta, ma occasionalmente

48.4o sistematicamente

49. Quando la Sua impresa si è trovata nella condizione di "debitore ceduto", ha beneficiato di una ulteriore dilazione del pagamento da parte del factor? (una sola risposta)

49.1o mai

49.2o una sola volta

49.3o qualche volta, ma occasionalmente

49.4o sistematicamente

49.5 Indicativamente, quale è la dilazione media ricevuta? _____ giorni

50. Secondo Lei, il ricorso al factoring da parte dei suoi fornitori è dovuto (anche più risposte, da 1=importanza alta; 2=importanza medio-alta; 3=importanza medio-bassa, 4=importanza bassa):

	<u>Importanza</u>
50.1o dal razionamento del credito bancario	1 2 3 4
50.2o dal forte sviluppo aziendale	1 2 3 4
50.3o da esigenze di liquidità	1 2 3 4
50.4o dall'esigenza di recuperare insoluti	1 2 3 4
50.5o dall'esigenza di assicurare i crediti	1 2 3 4
50.6o dall'esigenza di far gestire i crediti a terzi	1 2 3 4

51. L'impresa, una volta "ceduta" a una banca/società di factoring, ha mai avuto problemi relativi ai crediti oggetto di cessione con quest'ultima o con il fornitore? (una sola risposta)

51.1o NO (passi alla Sezione E, domanda 53)

51.2o SI, con il fornitore (indicare che tipo di problemi)

51.3o SI, con il factor (indicare che tipo di problemi)

52. Se si è risposto SI, specificare anche come i problemi sono stati risolti

E. Il factoring nell'ottica di Basilea II

53. Secondo Lei, nell'ottica di Basilea II, la posizione della Sua impresa verso i finanziatori (una sola risposta):

53.1o Si rafforzerà

53.2o Si indebolirà

53.3o Non cambierà

54. L'impresa ha assunto o ha intenzione di assumere iniziative per fronteggiare gli effetti di Basilea II? (una sola risposta)

54.1o SI

54.2o NO

55. Se ha risposto SI alla precedente domanda, indichi quali (fino a tre risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità barrando il numero a destra, da 1=più importante, a 3=meno importante):

55.1o Arricchimento delle informazioni societarie 1 2 3

55.2o Istituzione/rafforzamento della funzione finanziaria dell'impresa 1 2 3

55.3o Maggiore ricorso a consulenti esterni 1 2 3

55.4o Richiesta di valutazione di agenzie di rating 1 2 3

55.5o Aumento del rapporto patrimonio/debiti finanziari 1 2 3

55.6o Maggiore attenzione alla selezione della clientela 1 2 3

55.7o Altro (specificare): 1 2 3

56. Secondo Lei, nell'ottica di Basilea II, l'uso dello strumento factoring può migliorare la posizione della Sua impresa verso i finanziatori? (una sola risposta)

56.1o SI (passi alla 57)

56.2o NO (passi alla 58)

57. Se SI, perché (anche più risposte, possibilmente indicando un ordine di priorità)?

57.1o Dà impulso al capitale circolante e quindi favorisce lo sviluppo dell'impresa

57.2o Migliora la gestione della tesoreria (certezza dei flussi di cassa futuri)

57.3o Alleggerisce l'indebitamento e quindi migliora la struttura finanziaria

57.4o Migliora l'assetto del bilancio dell'impresa

57.5o Il credito commerciale sottostante riduce il rischio del finanziatore

57.6o Altro (specificare):

58. Indichi quali sono, secondo Lei, le relazioni con il sistema finanziario nel contesto di Basilea II che possono essere influenzate dall'uso del factoring e in che modo (Rispondere a tutte, 1 = aumento, 2 = nessun cambiamento, 3 = diminuzione):

58.1 Disponibilità a concedere finanziamenti e/o assicurare i crediti 1 2 3

58.2 Tasso di interesse e costi 1 2 3

58.3 Richiesta di garanzie 1 2 3

58.4 Tempi di istruttoria 1 2 3

58.5 Durata delle operazioni 1 2 3

58.6 Altro (specificare):

Chi non ha mai usato il factoring o ne ha cessato l'utilizzo passi alla sezione F, domanda 63, chi usa attualmente il factoring prosegua con la domanda 59.

59. La Sua impresa percepisce una diversità nell'approccio alla valutazione per i finanziamenti bancari rispetto all'approccio alla valutazione per il rapporto di factoring? (una sola risposta)

59.1o SI

59.2o NO

60. La Sua impresa ha osservato modifiche attribuibili alle nuove regole di Basilea II nel comportamento delle società di factoring/banche (per quanto riguarda i rapporti di factoring in corso)? (una sola risposta)

60.1o SI

60.2o NO (passi alla sezione F, domanda 63)

61. Quali ? (descrivere brevemente)

62. Se ha risposto SI alla domanda 60, indichi come la Sua impresa intende rispondere a tali cambiamenti (una sola risposta):

62.1o Cambio del factor

62.2o Aumento dell'uso dello strumento factoring

62.3o Diminuzione dell'uso dello strumento factoring

62.4o Cessazione del rapporto di factoring

62.5o Nessuna reazione

62.6o Altro (specificare):

66. Se ha risposto SI alla precedente domanda, indichi quali sono, secondo Lei, le relazioni con i finanziatori (comprese le banche) che vengono influenzate dall'applicazione dei principi contabili internazionali e in che modo (rispondere a tutte, 1 = aumento, 2 = nessun cambiamento, 3 = diminuzione):

- | | |
|--|-------|
| 66.1 Disponibilità a concedere finanziamenti | 1 2 3 |
| 66.2 Tasso di interesse e costi | 1 2 3 |
| 66.3 Richiesta di garanzie | 1 2 3 |
| 66.4 Tempi di istruttoria | 1 2 3 |
| 66.5 Durata delle operazioni | 1 2 3 |
| 66.6 Altro (specificare): | |

67. Secondo Lei, alla luce del trattamento ai fini IAS, l'utilizzo del factoring, che in talune condizioni può portare all'eliminazione dal bilancio dei crediti ceduti al factor, può comportare per la Sua impresa dei benefici nei confronti dei finanziatori (comprese le banche)? (una sola risposta)

67.1o SI 67.2o NO

67.3 Se SI, quali?

G. Caratteristiche dell'impresa e modalità di gestione del credito commerciale
(laddove non richiesto diversamente, riportare i dati riferiti all'ultimo anno)

68. Settore di attività: _____

69. Anno di costituzione _____

70. Forma giuridica (una sola risposta):

70.1o ditta individuale

70.2o società di persone

70.3o società di capitali

70.4o società cooperativa

71. Numero di dipendenti: _____

72. Fatturato conseguito dall'impresa nell'ultimo triennio:

72.1 2005 € _____

72.2 2006 € _____

72.3 2007 € _____

73. Distribuzione geografica del fatturato (in %):

73.1 Italia _____%

73.1.1 Nord _____%

73.1.2 Centro _____%

73.1.3 Sud e Isole _____%

73.2 Estero _____%

73.2.1 Indicare i tre principali Paesi

Totale 100 %

74. L'andamento del fatturato, normalmente, è (una sola risposta):

74.1o sostanzialmente stabile nei vari mesi dell'anno

74.2o stagionale

75. Indicativamente, qual è il rapporto tra pagamenti immediati e pagamenti dilazionati concessi dalla Sua impresa? _____%

76. La Sua impresa mette in atto politiche di sconto come incentivo al pagamento immediato da parte della clientela?

76.1o SI, applichiamo uno sconto del ____% per il pagamento immediato

76.2o NO

77. Personale mediamente coinvolto nella gestione del credito commerciale (in giornate uomo su base annua)

77.1- addetti all'amministrazione e finanza: GG/uomo _____

77.2- addetti alle vendite: GG/uomo_____

78. Ha idea di quanto costi annualmente alla Sua impresa gestire il credito con personale e supporti informatici interni? (una sola risposta)

78.1o meno dell'1% del fatturato

78.2o dall'1 al 3% del fatturato

78.3o dal 3 al 6% del fatturato

78.4o più del 6% del fatturato

78.5o non so

79. La Sua impresa ha mai fatto ricorso ad imprese di assicurazione per garantirsi contro l'insolvenza della clientela? (una sola risposta)

79.1o SI 79.2o NO

80. Se Si, si sono assicurati crediti vantati verso

80.1o clientela estera (%_____)

80.2o clientela italiana (%_____)

81. Indicare le imprese di assicurazione utilizzate (anche più risposte)

81.1o SACE 81.2o Euler-SIAC 81.4o Coface 81.5o Atradius

81.6o Altro (specificare_____)

82. Caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa. Valori dei principali indici di bilancio:

$$82.1 \frac{\text{debiti}}{\text{passività} + \text{capitale}_{\text{ netto}}} \% =$$

$$82.2 \frac{\text{reddito}_{\text{ operativo}}}{\text{capitale}_{\text{ investito}}} \% =$$

$$82.3 \frac{\text{cassa} + \text{crediti}}{\text{passività}_{\text{ correnti}}} \% =$$

83. La Sua impresa è attualmente in possesso di un giudizio di rating rilasciato da agenzie specializzate? (una sola risposta)

83.1o SI

83.2o NO

Se SI, quale è il giudizio?

83.3 _____

E quale è l'agenzia che lo ha rilasciato?

83.4 _____

84. Con quante banche avete attualmente rapporti di finanziamento (bancario) (una sola risposta):

84.1o 1

84.2o 2-5

84.3o 5-10

84.4 o più di 10

85. Grado di soddisfazione media dei rapporti con le banche (una sola risposta):

85.1o scarso

85.2o sufficiente

85.3o buono

85.4o ottimo

86. Come giudica il rapporto con le banche, comparativamente a quello che ha con le società di factoring? (una sola risposta)

86.1o decisamente peggiore (cioè meglio il rapporto con le società di factoring)

86.2o appena peggiore

86.3o simile

86.4o appena migliore

86.5o decisamente migliore (cioè meglio il rapporto con le banche)

87. Altri commenti e osservazioni

Grazie della collaborazione.

A2. QQ-plots delle variabili analizzate

Campione Intensive_factoring (2007)

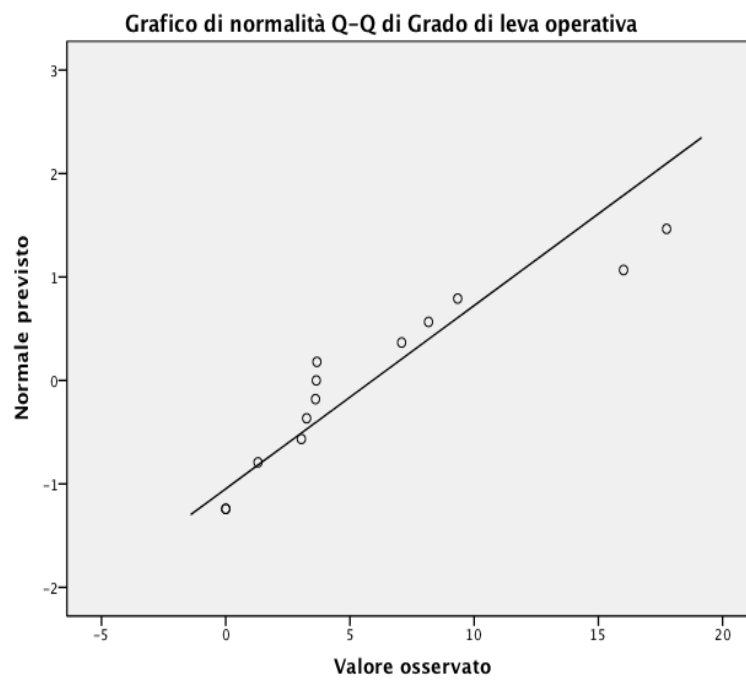
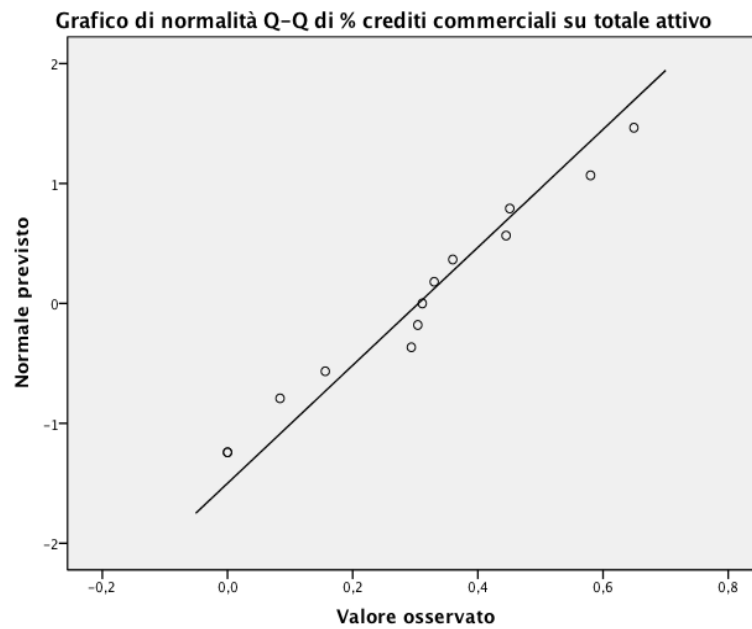


Grafico di normalità Q-Q di Svalutazione crediti su totale crediti

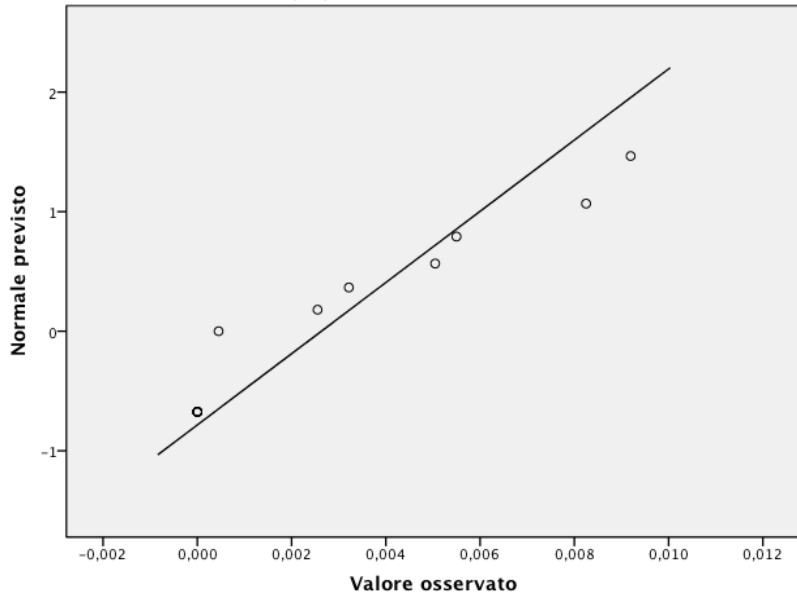
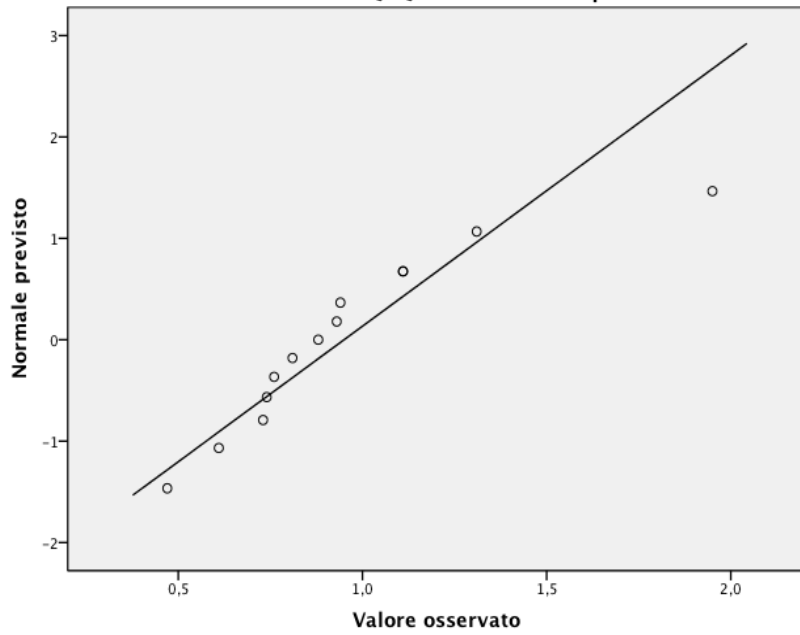
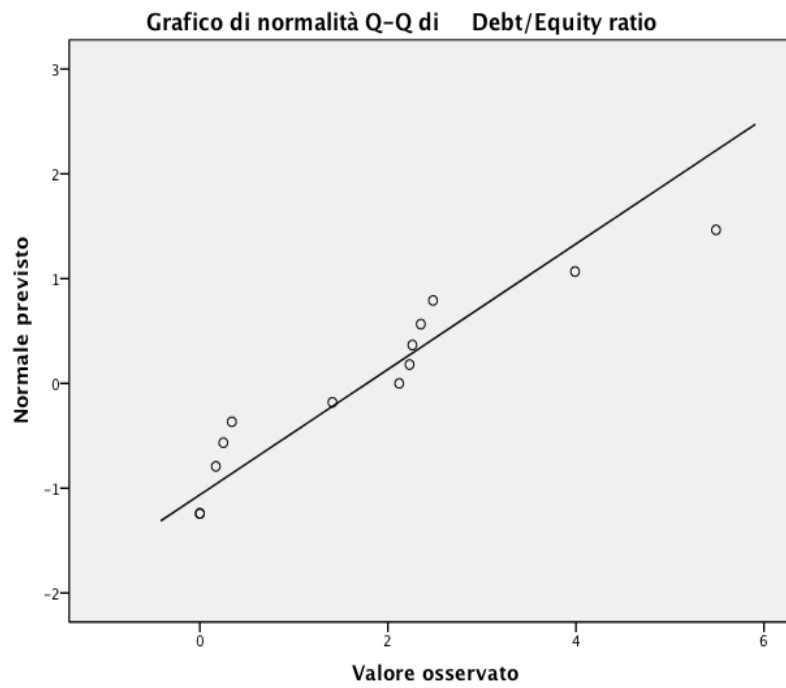
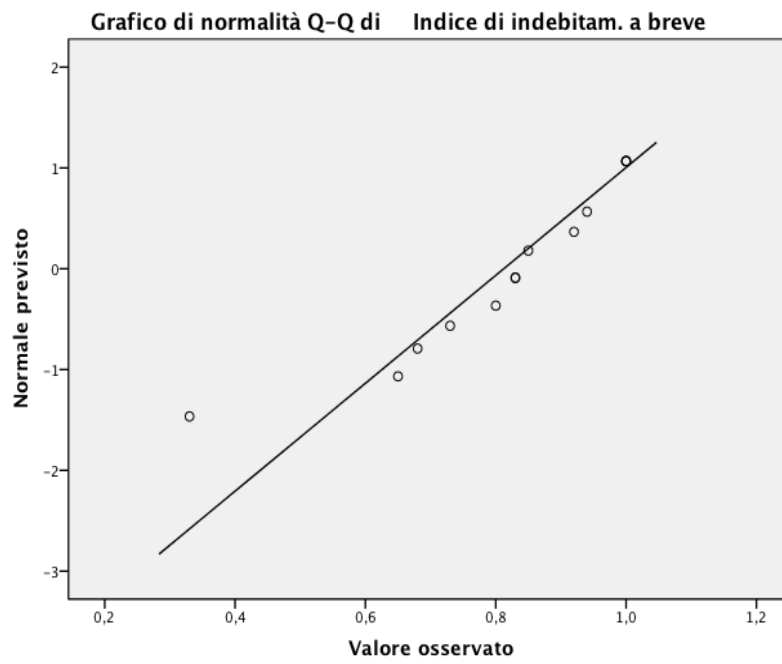


Grafico di normalità Q-Q di Indice di liquidità





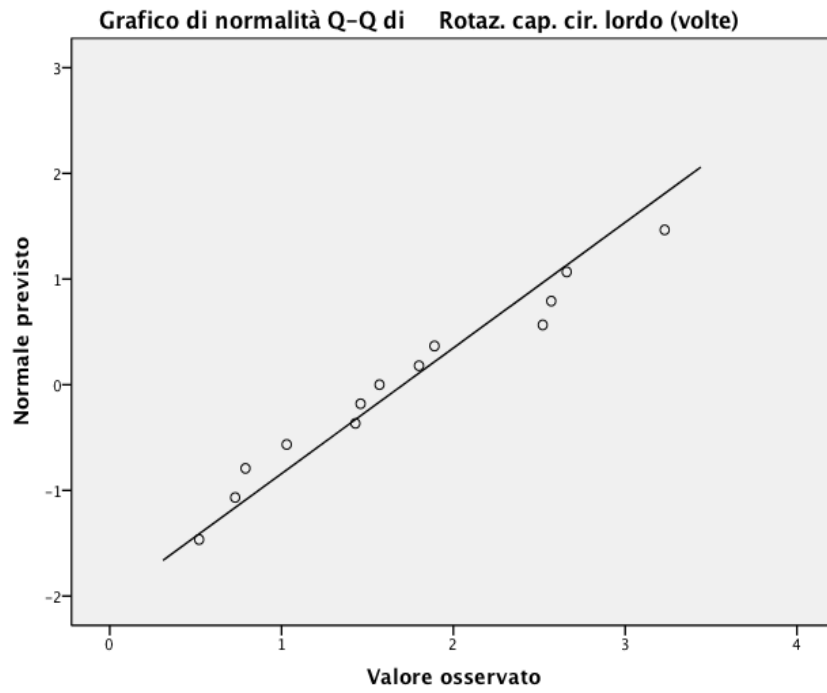
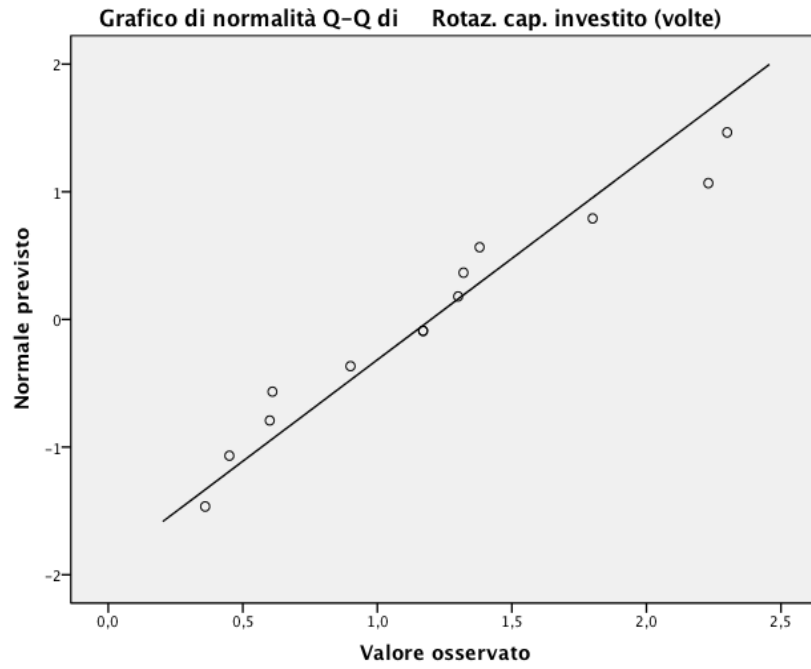


Grafico di normalità Q-Q di Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)

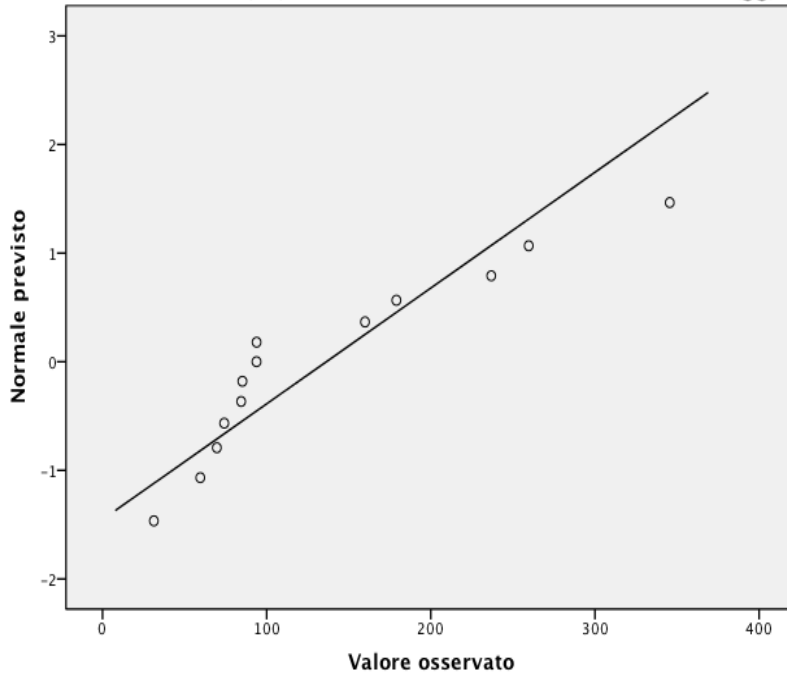


Grafico di normalità Q-Q di Redditività di tutto il capitale investito (ROI) (%)

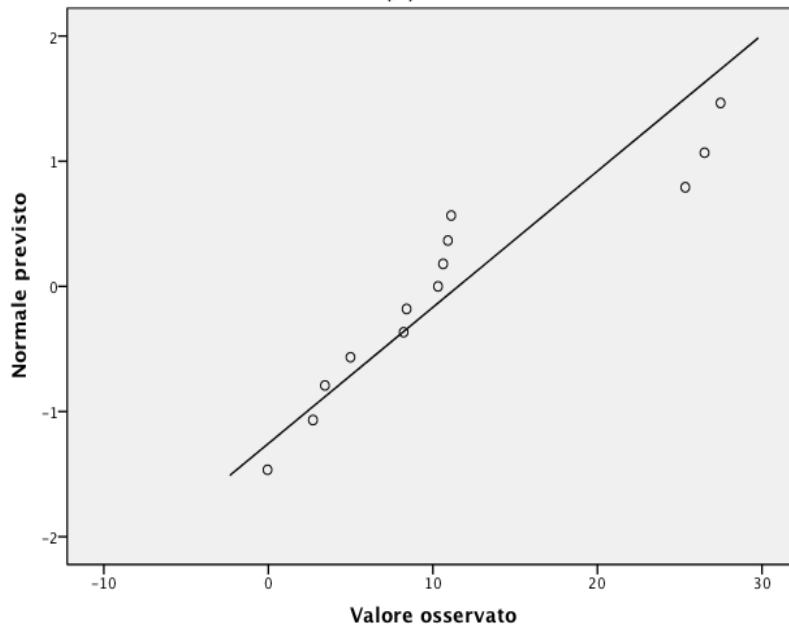
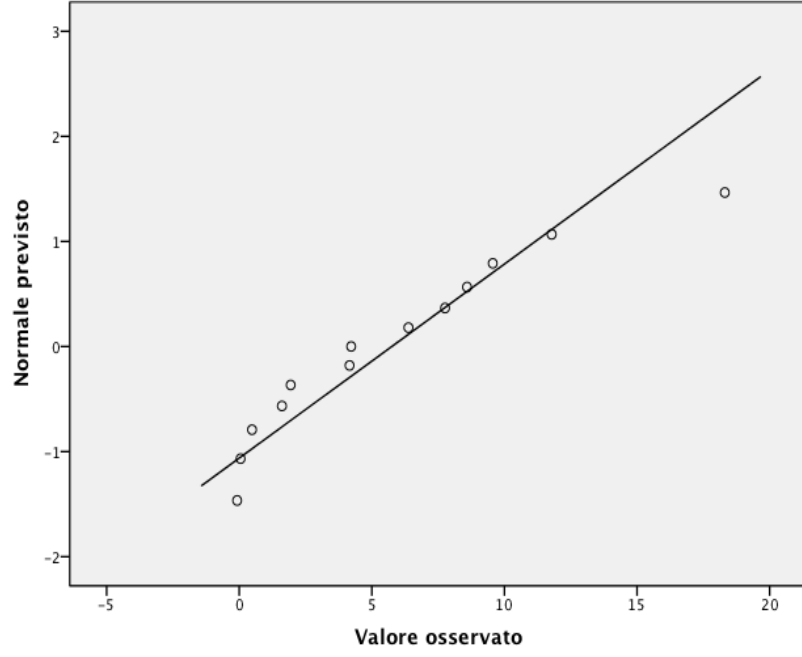


Grafico di normalità Q-Q di Redditività delle vendite (ROS) (%)



Campione di controllo (2007)

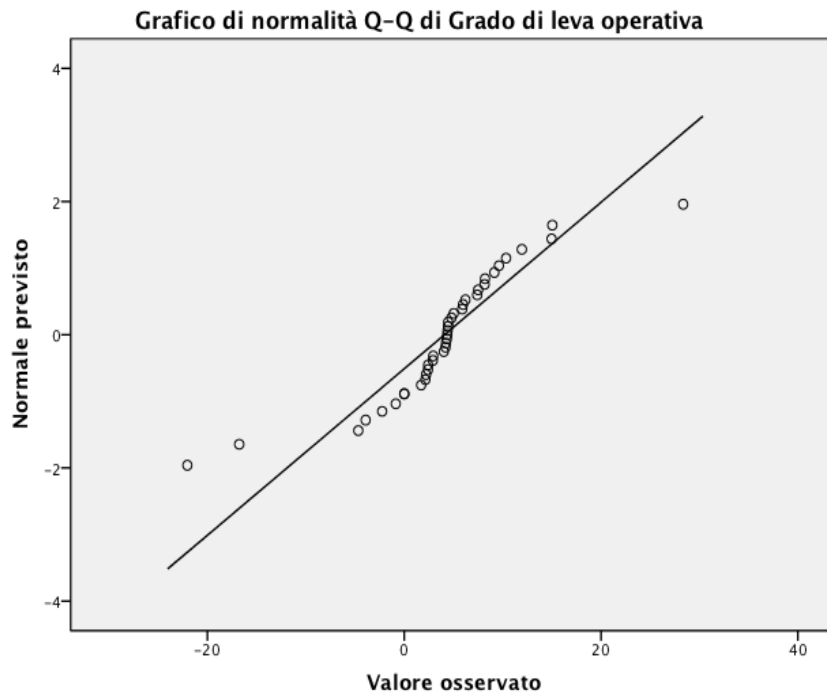
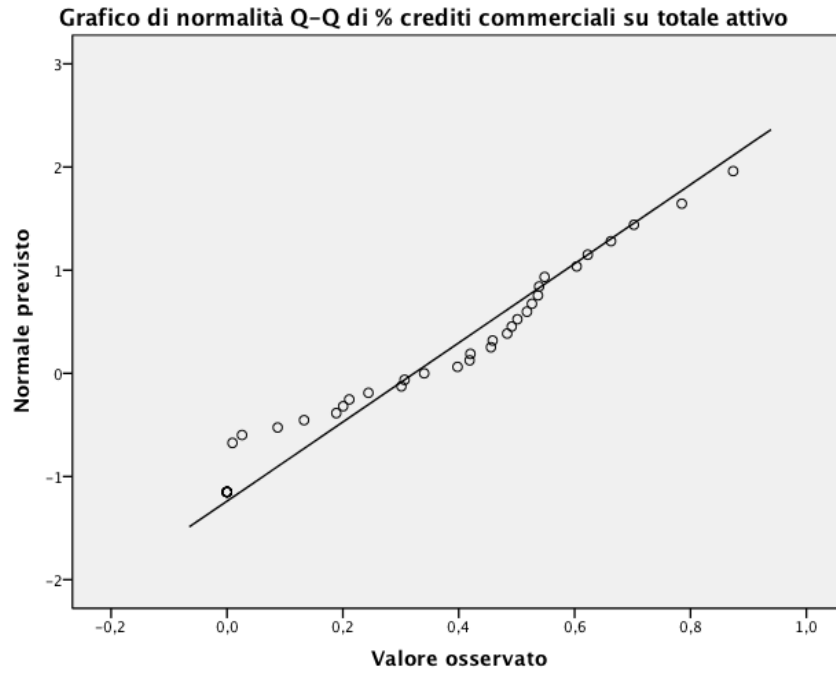


Grafico di normalità Q-Q di Svalutazione crediti su totale crediti

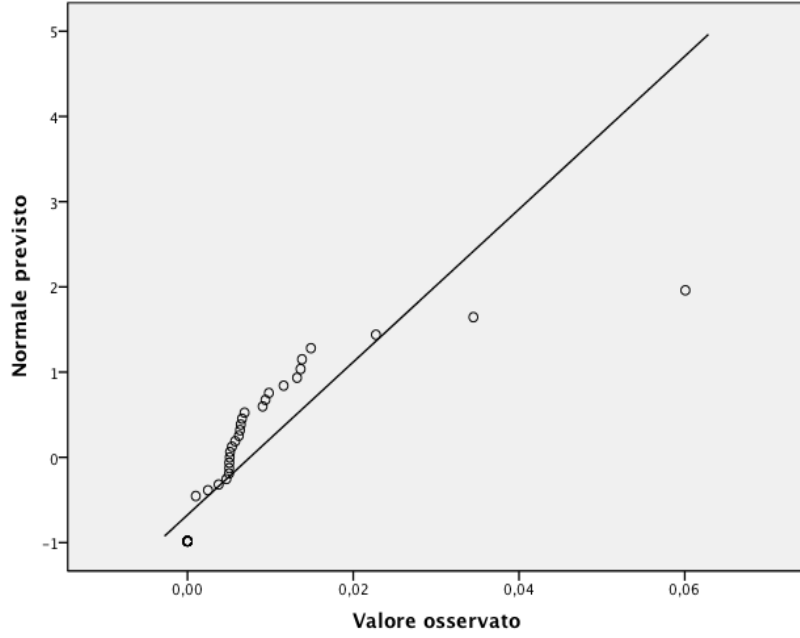


Grafico di normalità Q-Q di Indice di liquidità

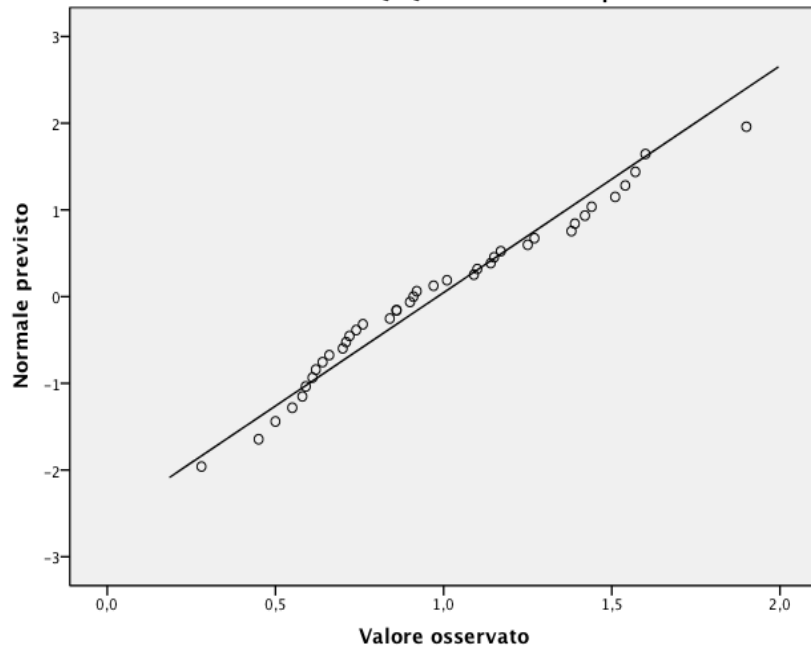


Grafico di normalità Q-Q di Indice di indebitam. a breve

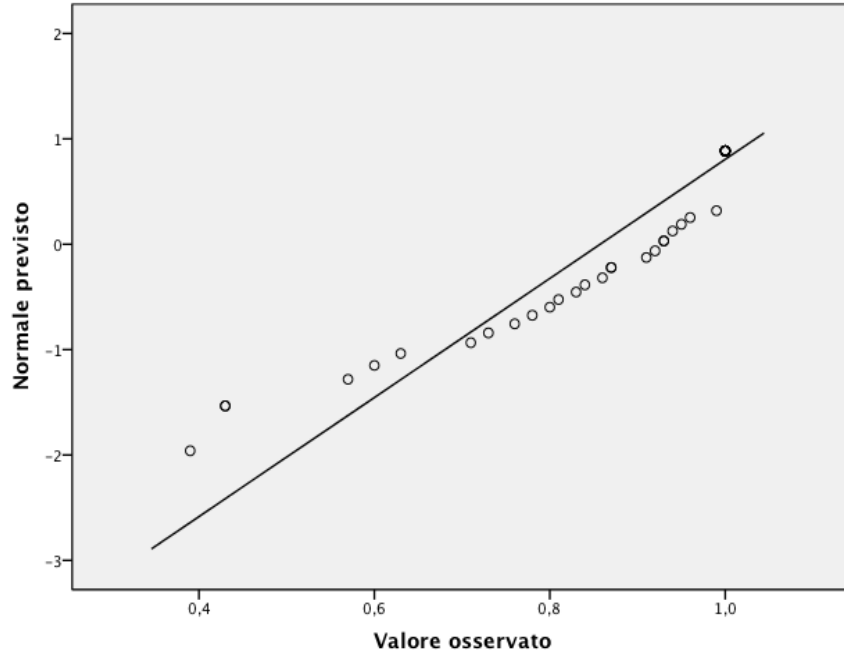
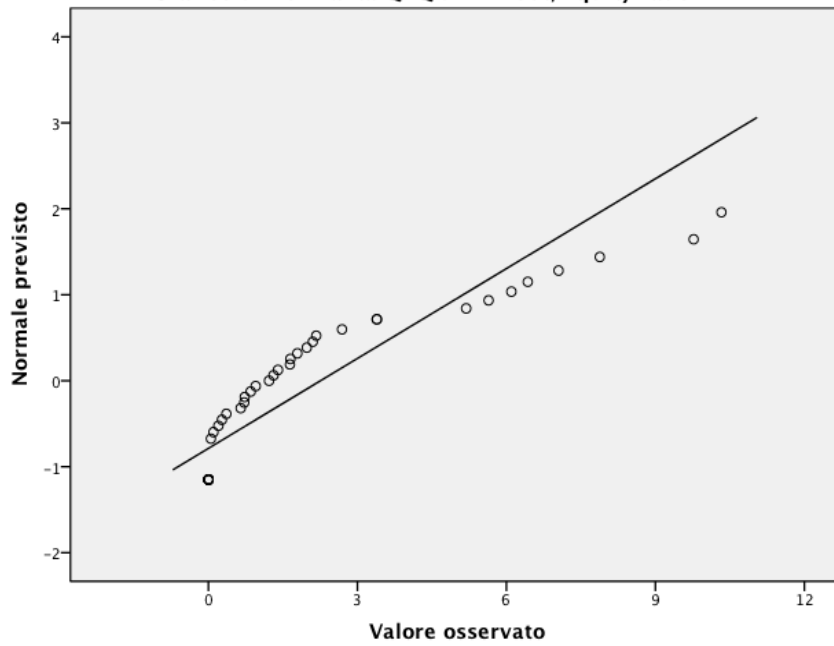


Grafico di normalità Q-Q di Debt/Equity ratio



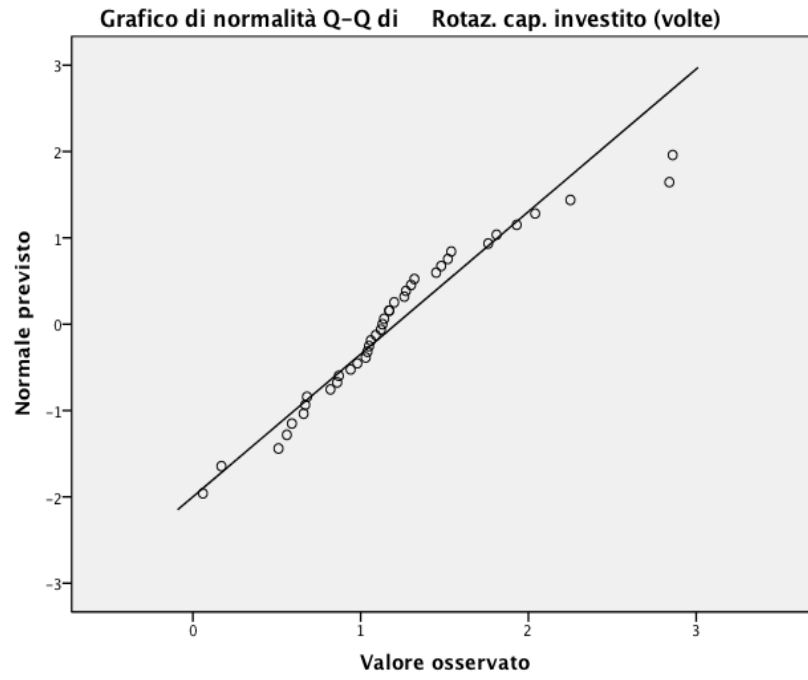


Grafico di normalità Q-Q di Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)

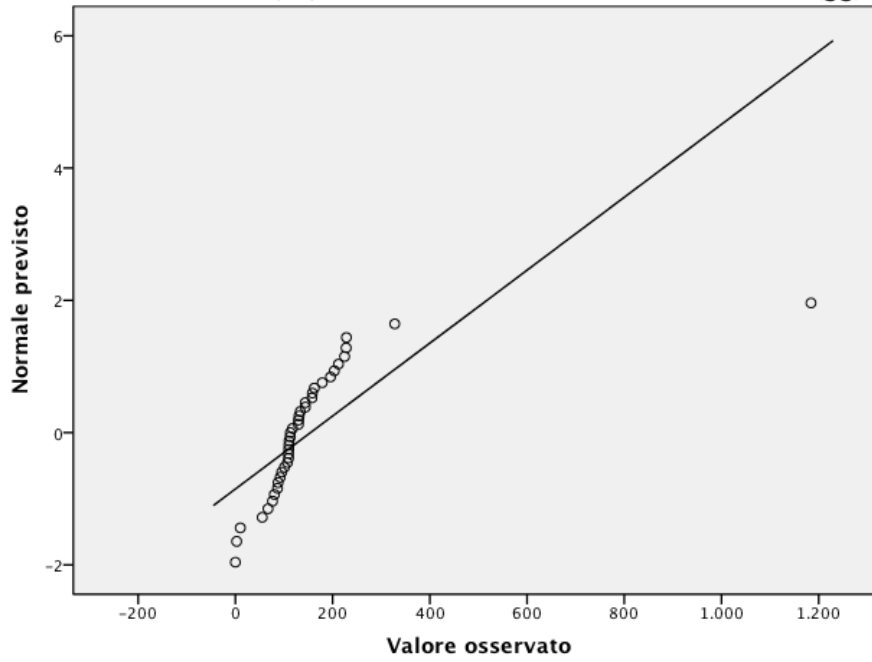


Grafico di normalità Q-Q di Redditività di tutto il capitale investito (ROI) (%)

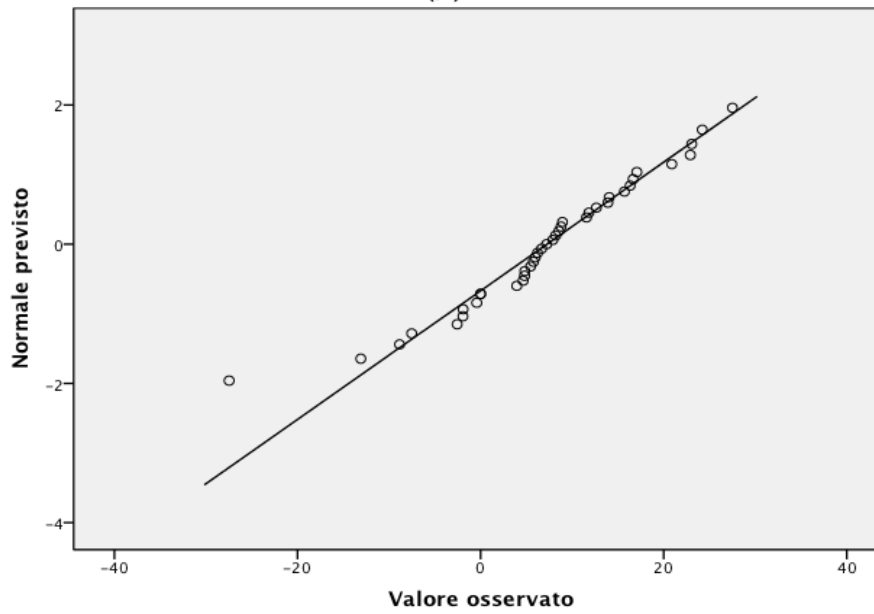
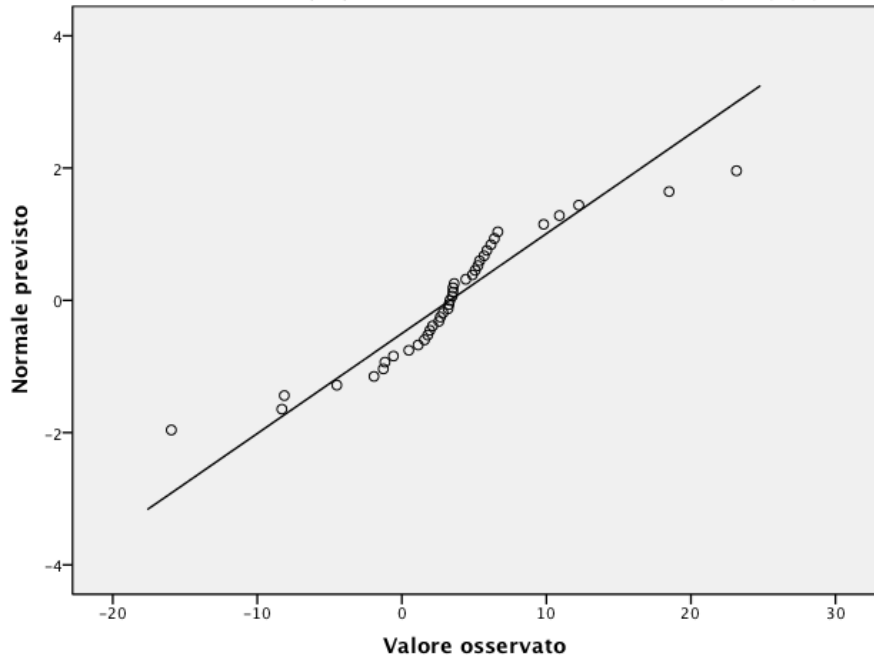


Grafico di normalità Q-Q di Redditività delle vendite (ROS) (%)



Campione Intensive_factoring (primo periodo)

Grafico di normalità Q-Q di % crediti commerciali su totale attivo

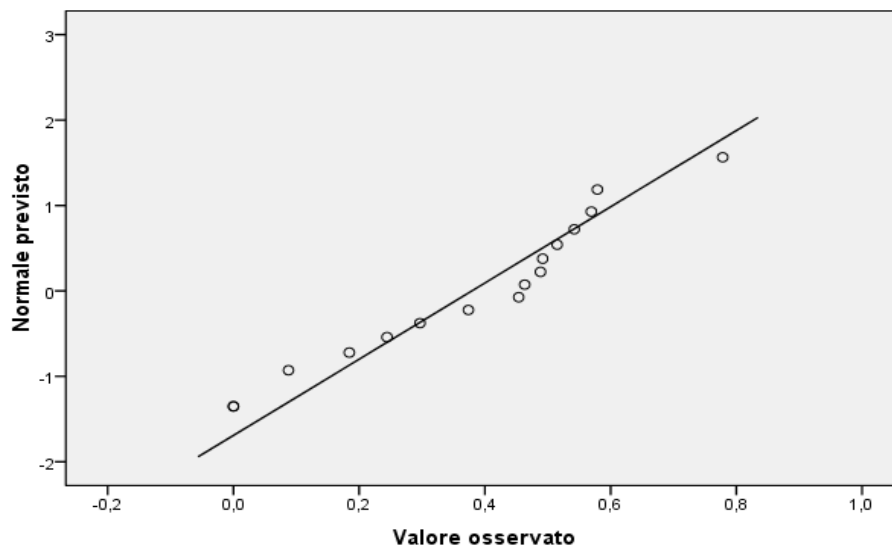


Grafico di normalità Q-Q di Grado di leva operativa

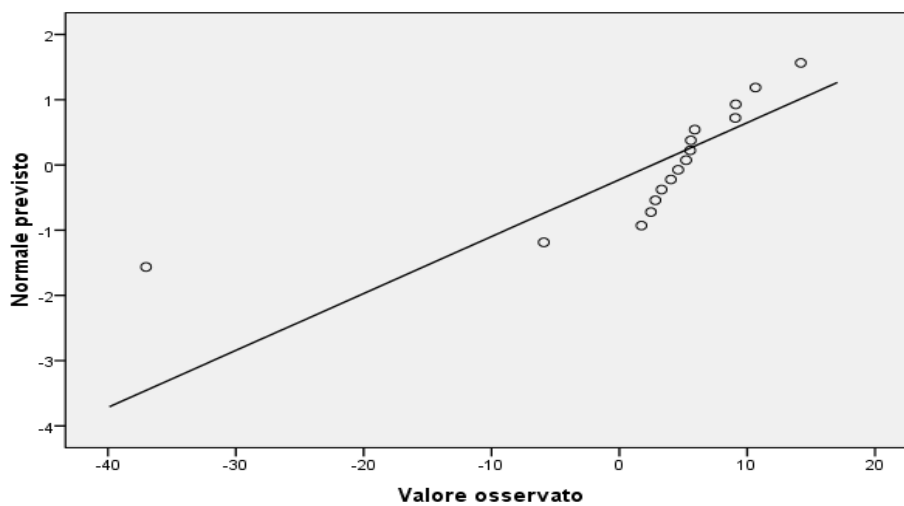


Grafico di normalità Q-Q di Svalutazione crediti su totale crediti

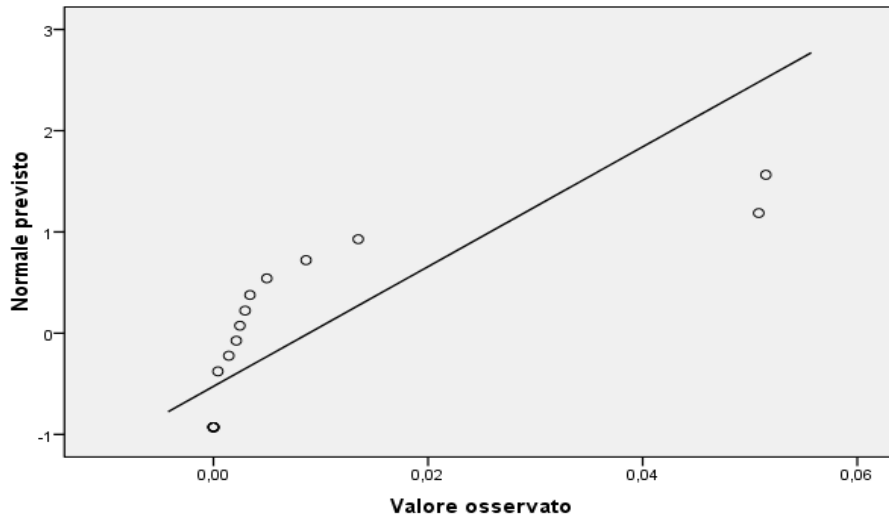


Grafico di normalità Q-Q di Indice di liquidità

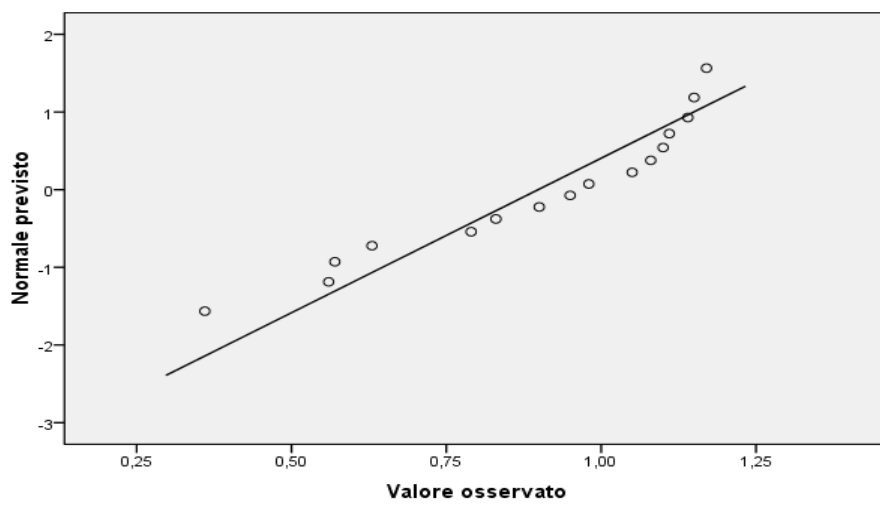


Grafico di normalità Q-Q di Indice di indebitam. a breve

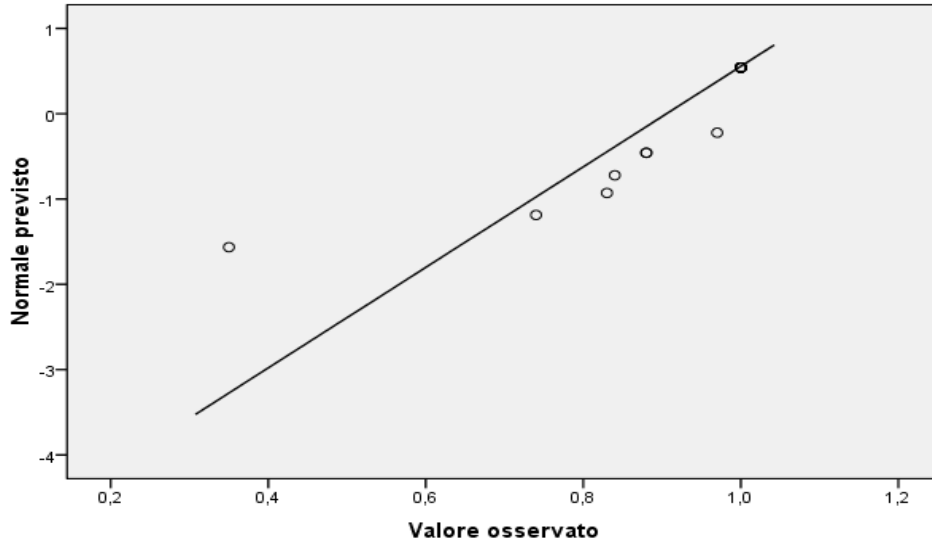


Grafico di normalità Q-Q di Debt/Equity ratio

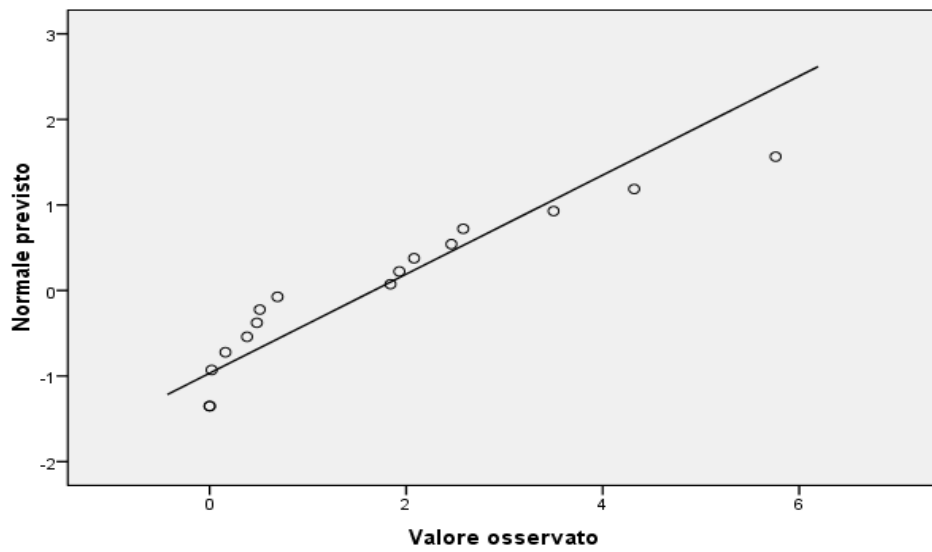


Grafico di normalità Q-Q di Rotaz. cap. investito (volte)

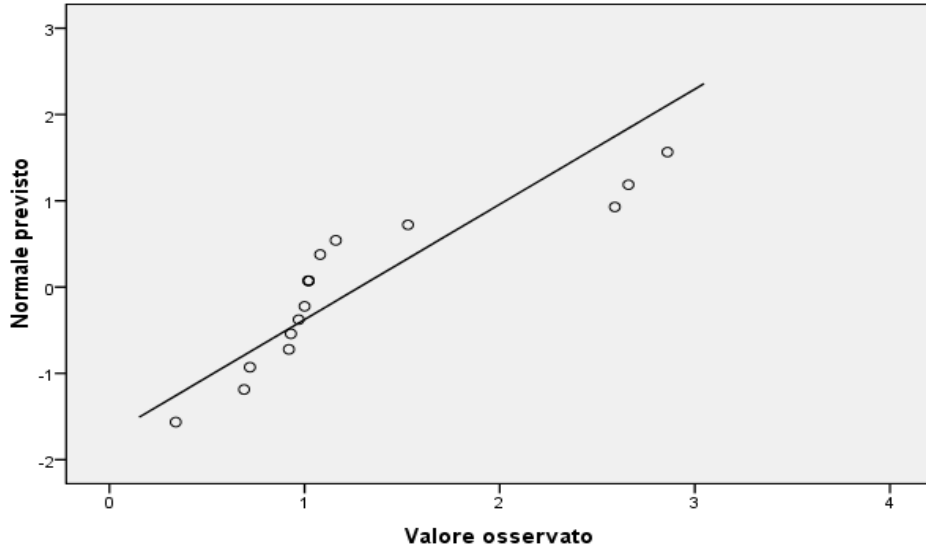


Grafico di normalità Q-Q di Rotaz. cap. cir. lordo (volte)

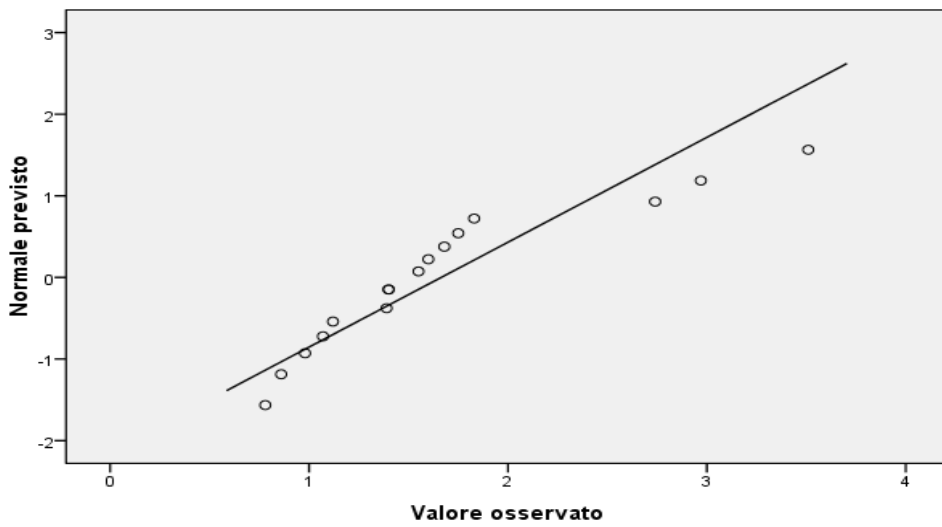


Grafico di normalità Q-Q di Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)

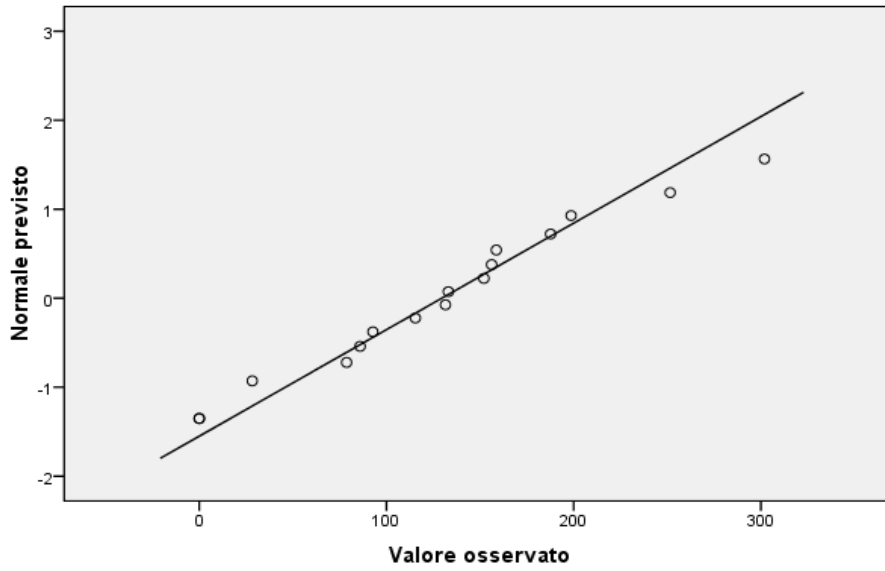


Grafico di normalità Q-Q di Redditività di tutto il capitale investito (ROI) (%)

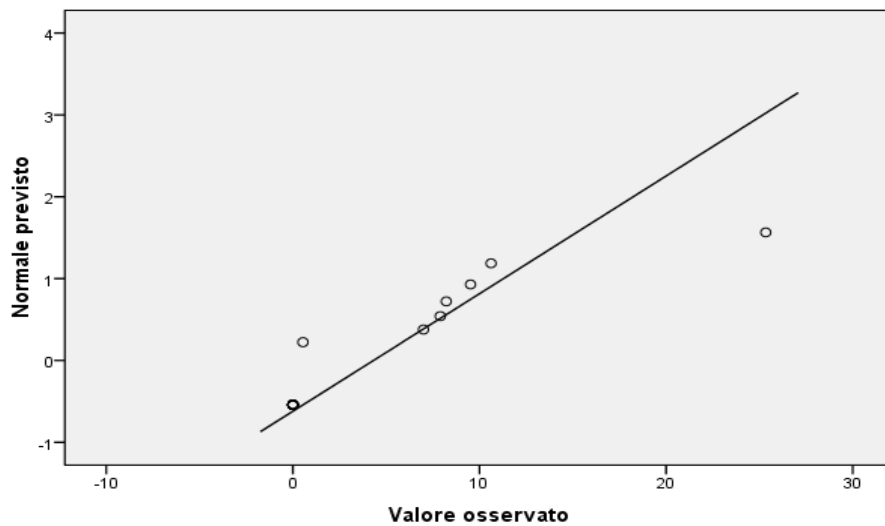
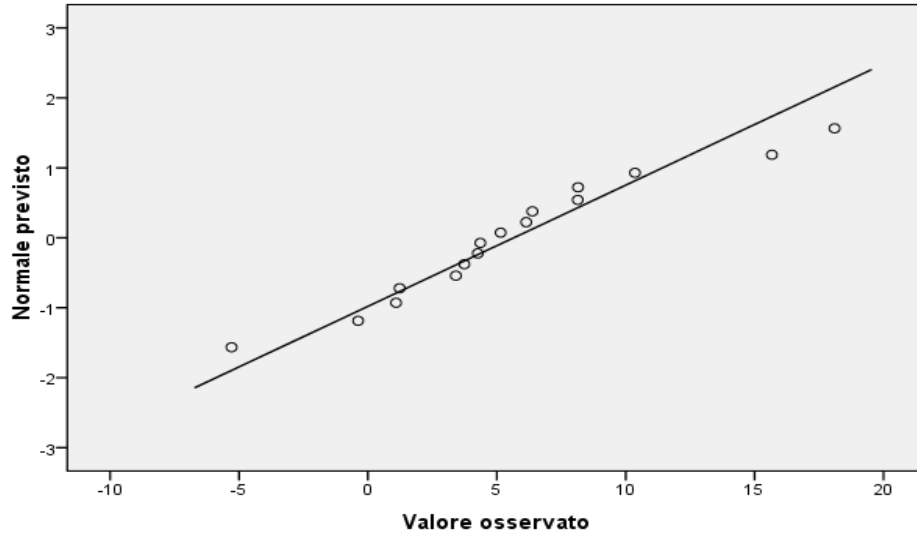


Grafico di normalità Q-Q di Redditività delle vendite (ROS) (%)



Campione di controllo (2007)

Grafico di normalità Q-Q di 01% crediti commerciali su totale attivo

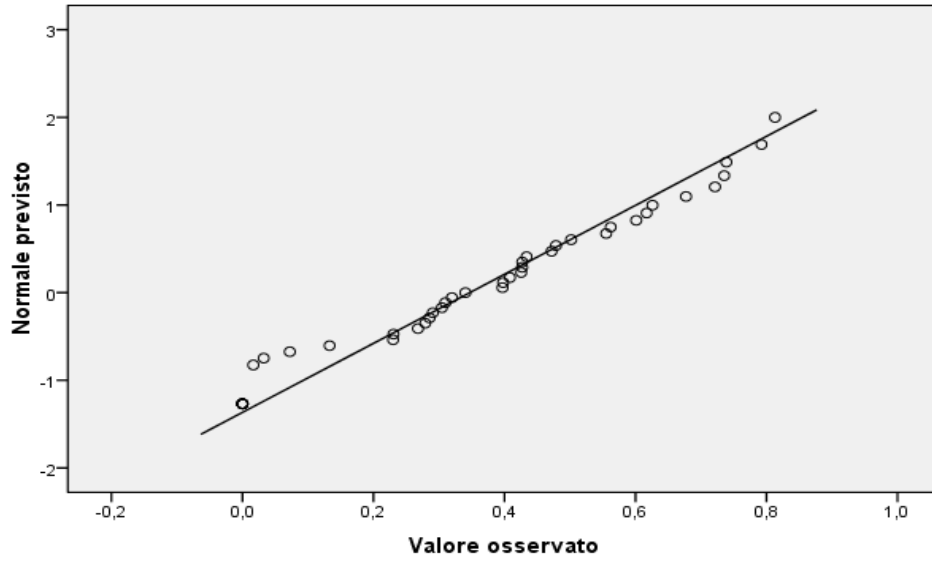


Grafico di normalità Q-Q di 01Grado di leva operativa

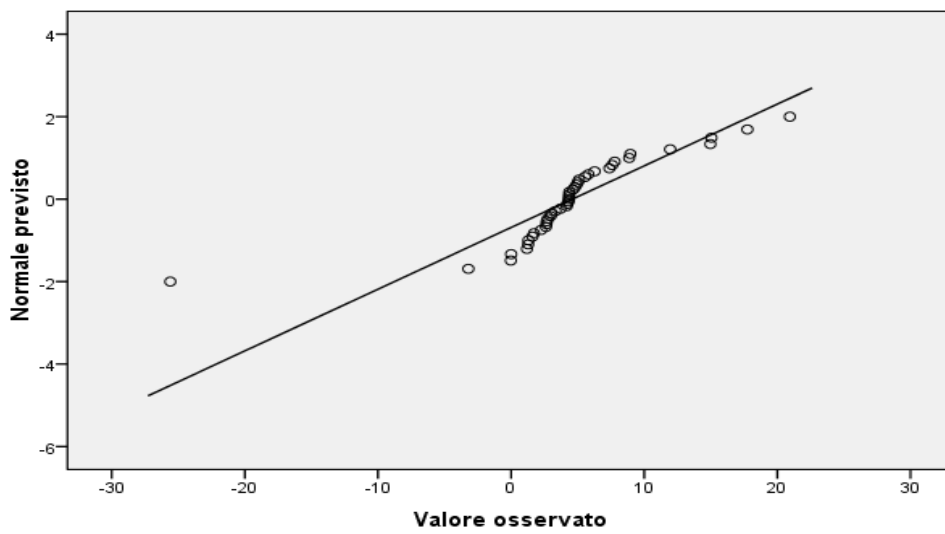


Grafico di normalità Q-Q di 01Svalutazione crediti su totale crediti

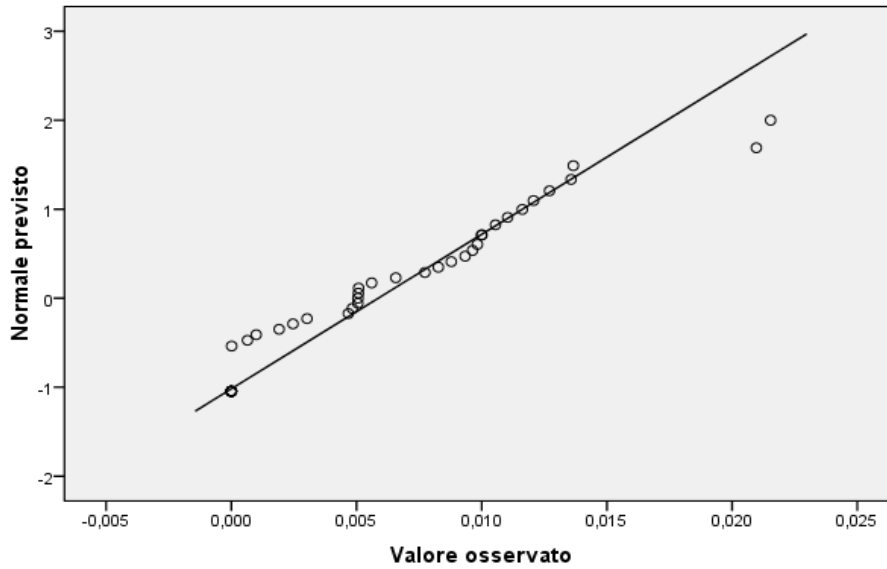


Grafico di normalità Q-Q di 01Indice di liquidità

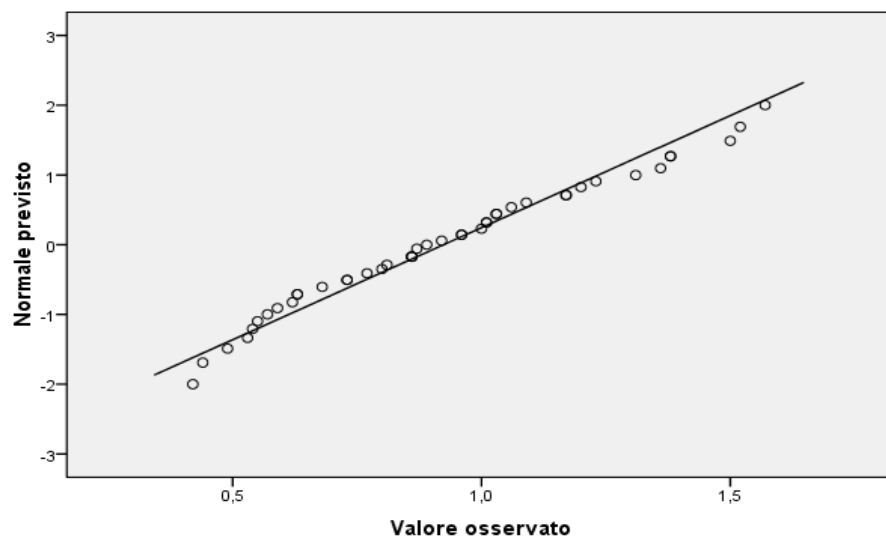


Grafico di normalità Q-Q di 01Indice di indebitam. a breve

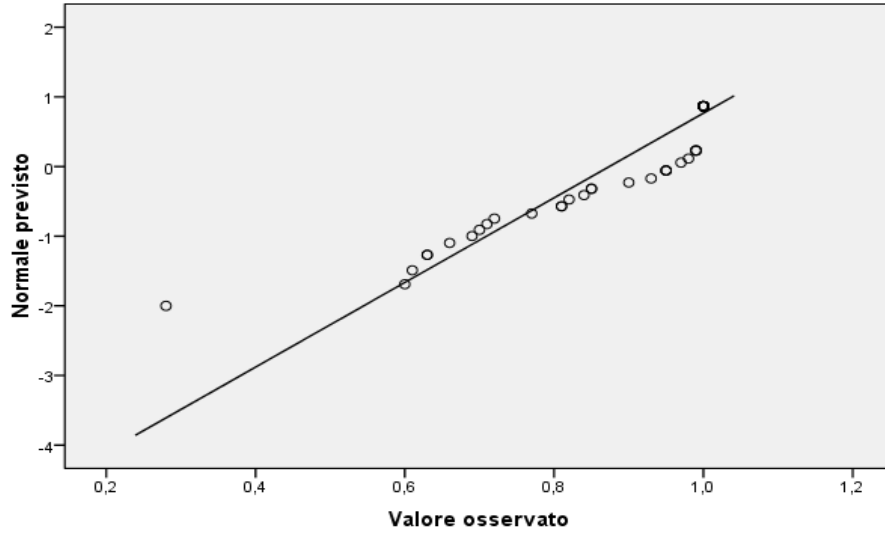


Grafico di normalità Q-Q di 01Debt/Equity ratio

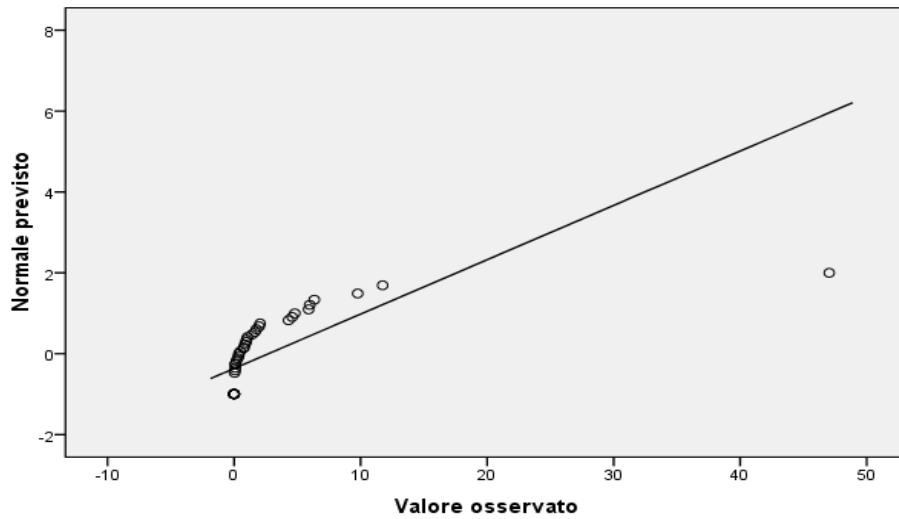


Grafico di normalità Q-Q di 01Rotaz. cap. investito (volte)

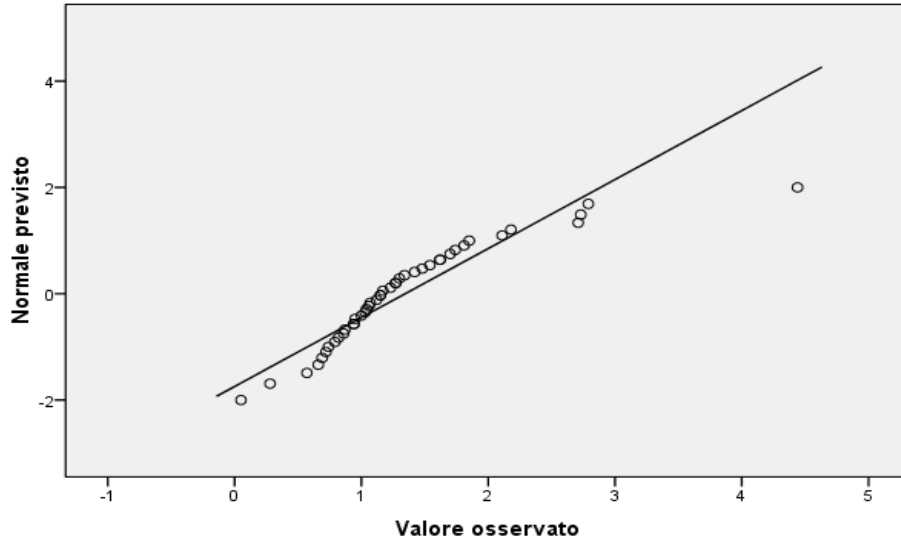


Grafico di normalità Q-Q di 01Rotaz. cap. cir. lordo (volte)

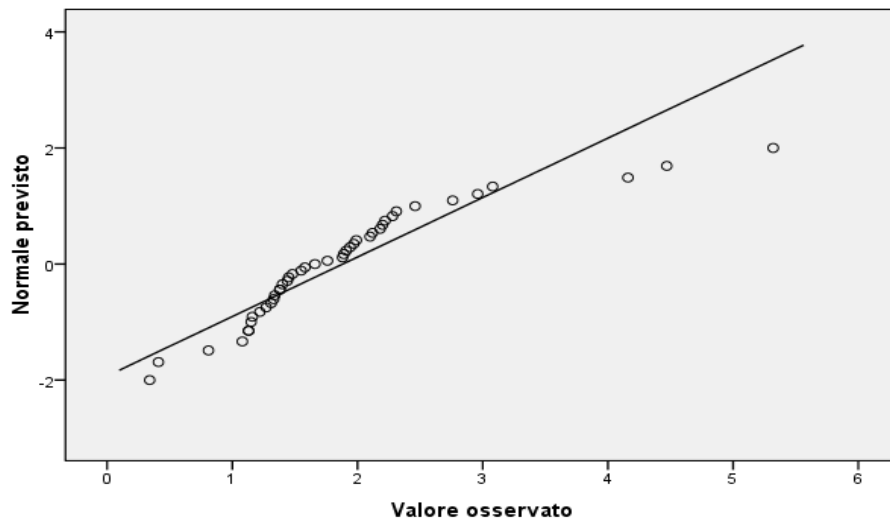


Grafico di normalità Q-Q di 01Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)

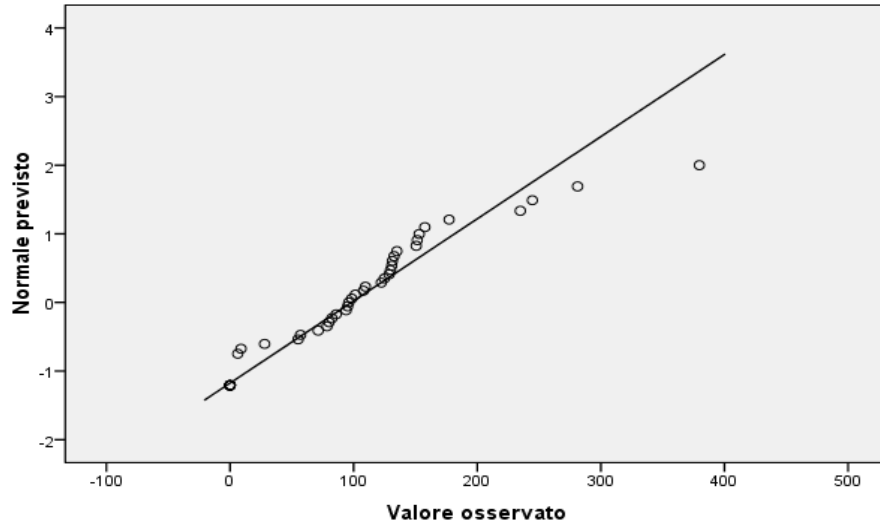


Grafico di normalità Q-Q di 01Redditività di tutto il capitale investito (ROI) (%)

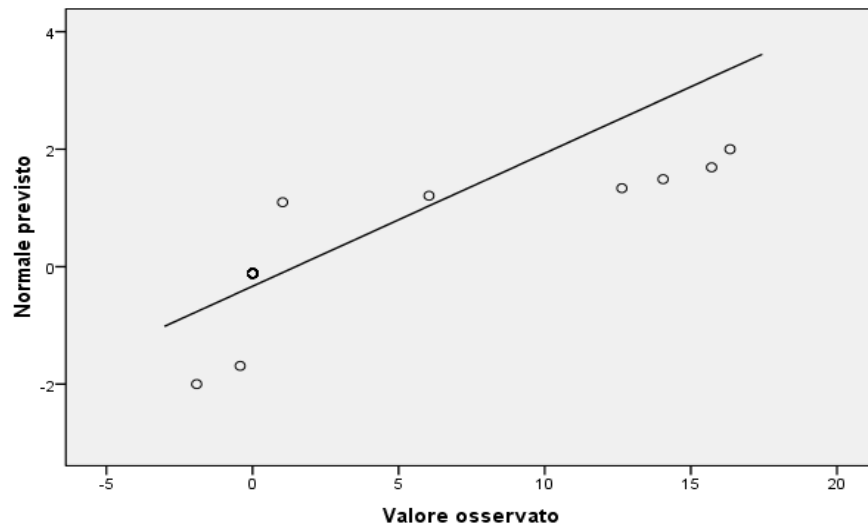
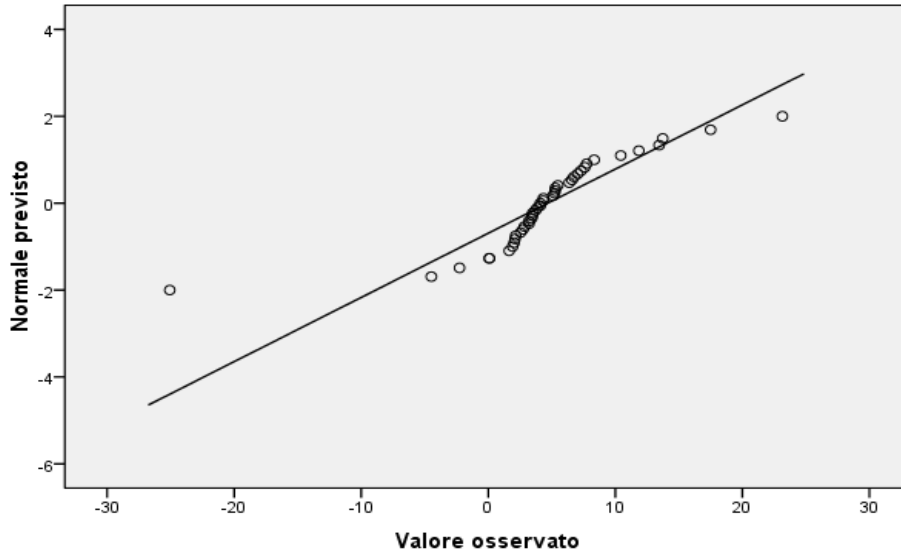


Grafico di normalità Q-Q di 01Redditività delle vendite (ROS) (%)



A3. Elenco delle imprese che compongono il campione analizzato

ABB
AIRVENT SAM
ALPEN BY VERZA
AMOTEK
ASTALDI
ATLA
AVNET EMG ITALY
BASSILICHI
CEVA LOGISTICS
COGECA
CONSORZIO STABILE MILES SERVIZI INTEGRATI
CTP - COMPAGNIA TRASPORTI PUBBLICI
DALTON
DANFOSS
EP
ERIDANIA TATE & LILE
ESCHILO1
EURONORD
FEMAG
FERRING
GASKET INTERNATIONAL
GIRAMONDO
GRANDI STAZIONI
GREIF ITALIA
GRUPPO BOERO
GRUPPO CAUVIN
GRUPPO GORLA
GS
HOMBERGER
IBM ITALIA
ICR
IDEAL FLEX
ISCOT
KOCH MEDIA
KOME
LABEL
MARCORA
MIRIADE
MONTEFIBRE
NANNINI
NORTHROP GRUMMAN
NOVO NORDISK FARMACEUTICI
OFFICINE MACCAFERRI
OMAR TECHNOLOGY
PADANA RICAMBI

PBF
PRIME MEDICAL
PUBBLITALIA 80
RIELLO
RODENSTOCK ITALIA
ROTHE ERDE - METALLURGIA ROSSI
SEIVIAGGI
SEPA
SISTEMI INFORMATIVI
SIT GROUP
SITTI
SOGEGROSS
SOGESTER
SOLIDEAL ITALIA
TELECOM ITALIA
TOMASONI TOPSAIL
TOTAL ITALIA
TSF
VACCARINO PLASTICI