

Collana di Finanza aziendale
della Sapienza – Università di Roma

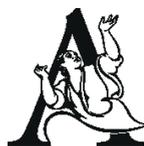
•23•

Carmelo Intrisano

*Analisi differenziale delle società listed
vs unlisted*

Volume XXIII

Pmi e mercati azionari





Aracne editrice

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

Copyright © MMXX
Gioacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

www.gioacchinoonoratieditore.it
info@gioacchinoonoratieditore.it

via Vittorio Veneto, 20
00020 Canterano (RM)
(06) 45551463

ISBN 978-88-255-3642-3

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: settembre 2020

A mia moglie Rossella

Indice

Introduzione.....	9
PMI: struttura finanziaria e valore.....	13
La struttura finanziaria delle PMI.....	13
Le asimmetrie informative.....	16
La IPO e gli effetti della quotazione.....	21
La Borsa Italiana per le PMI: MTA vs AIM.....	29
Il mercato azionario.....	29
La segmentazione dei mercati azionari in Italia.....	31
La quotazione nell'MTA.....	40
I requisiti per la quotazione nell'MTA.....	40
Il Piano industriale.....	46
Prospetto Informativo.....	50
Nota di Sintesi.....	53
Documento di Registrazione.....	56
Nota Informativa.....	61
I requisiti aggiuntivi per lo STAR.....	65
Procedure, tempi e costi dell'IPO nell'MTA.....	81
La quotazione nell'AIM Italia.....	88
Requisiti e adempimenti per l'ammissione alle negoziazioni.....	88
NomAd.....	90
Specialist.....	91
Comunicazione di pre-ammissione.....	92
Documento di Ammissione.....	94
Governo societario e offerta pubblica di acquisto.....	96
Requisiti per nuovi business.....	98
Responsabilità per la compliance.....	98
Requisiti e adempimenti di permanenza nell'AIM Italia	100
Documenti da pubblicare.....	105

Mancato rispetto del Regolamento.....	106
Procedure, tempi e costi dell'IPO nell'AIM Italia.....	107
Gli investitori nel capitale di rischio.....	111
Investitori istituzionali e investitori informali.....	111
Definizione di Investitore istituzionale.....	111
Fondi comuni.....	114
Fondi pensione.....	128
Gestioni di Patrimoni Mobiliari (GPM).....	142
Compagnie di assicurazione.....	148
Investitori informali: business angels.....	153
Venture capital e private equity.....	155
Caratteristiche e genesi del venture capital in Italia.....	155
Il funding.....	158
Il disinvestimento.....	162
I rendimenti.....	165
Analisi empirica del valore: listed vs unlisted.....	173
Metodologia di indagine.....	173
Analisi differenziale della redditività (ROE).....	175
Analisi differenziale della struttura finanziaria (D/E).....	189
Analisi differenziale del costo dell'equity (k_e).....	202
Analisi differenziale del valore (ROE- k_e)... ..	218
Bibliografia.....	233

Introduzione

Il presente lavoro è il risultato del rapporto di ricerca dal titolo *Individuazione dei limiti che generalmente incontra la massimizzazione del valore nelle scelte generalmente assunte dalle piccole e medie imprese (PMI) nonché alla dimostrazione che la quotazione possa costituire una reale possibilità per ridurre le asimmetrie e il costo del capitale*, oggetto della convenzione per il finanziamento esterno di un professore di prima fascia.

L'indagine è stata concepita con l'obiettivo di fornire un contributo al quadro conoscitivo sulle criticità che solitamente caratterizzano la *massimizzazione del valore* nelle PMI e sulle opportunità offerte dalla quotazione, specialmente per le aziende che intendono crescere, svilupparsi e diventare più competitive.

La scelta di focalizzare l'indagine sulle PMI consegue alla constatazione della forte caratterizzazione del modello produttivo italiano, basato sulla centralità della piccola e media impresa.

Il contesto imprenditoriale italiano, infatti, è da sempre contraddistinto dalla presenza di piccole e medie imprese (PMI), superiore alla media europea.

Queste imprese, tuttavia, soffrono una debolezza contrattuale nei confronti del sistema finanziario che, di riflesso, non mostra interesse ad innovare l'offerta degli strumenti finanziari, troppo spesso inadeguata rispetto alle loro esigenze.

D'altra parte, la ridotta dimensione facilita la diffusione delle imprese familiari, sicché non è raro trovare una sovrapposizione tra azienda e famiglia dell'imprenditore, con tutte le conseguenze che ne discendono sotto il profilo dell'apertura al capitale azionario, oltre che dal punto di vista gestionale.

È una vera e propria barriera culturale che spinge a perpetuare il ruolo della famiglia nell'impresa, precludendo qualsiasi possibilità di allargare la compagine societaria, anche laddove ciò non comporti particolari cambiamenti di natura gestionale.

Perciò, le ingenti risorse disponibili sul mercato, derivanti dagli elevati livelli di risparmio del nostro paese, non affluiscono al sistema delle piccole e medie imprese, se non indirettamente attraverso le banche.

Sennonché, il credito bancario viene praticato a condizioni più onerose per le imprese più piccole, stante la superiore rischiosità rispetto alle altre imprese. Infatti, come evidenziato dall'ultimo rapporto dell'OECD, i tassi d'interesse sostenuti dalle PMI sono mediamente più alti di quelli pagati dalle imprese maggiori, particolarmente in Italia dove il differenziale è stimato intorno allo 0,6%¹.

L'impossibilità per le PMI di accedere a risorse finanziarie compatibili e coerenti con il loro fabbisogno finanziario ne condiziona la crescita e lo sviluppo, condannandole ad un gap di competitività con le altre imprese. La rinuncia agli investimenti più profittevoli pregiudica inoltre il processo di massimizzazione del valore nella prospettiva degli azionisti.

In verità, negli ultimi anni è possibile constatare diversi segnali di cambiamento e di innovazione finanziaria, con l'introduzione di nuovi prodotti, l'istituzione di mercati dedicati e la diffusione di operatori specializzati nell'equity, che possono cambiare radicalmente il quadro di riferimento delle PMI.

Su tali presupposti il lavoro è articolato in quattro capitoli.

Il primo capitolo ha una valenza introduttiva, con la rassegna sia dei diversi contributi in letteratura sul tema dei limiti generalmente incontrati dalle PMI nell'approvvigionamento finanziario e, in particolare, dell'asimmetria informativa che ne caratterizza il rapporto con i finanziatori, sia delle differenti posizioni fornite dai ricercatori circa i vantaggi e gli effetti negativi prodotti dalla quotazione in un mercato regolamentato.

Il secondo capitolo contiene una trattazione dell'MTA e dell'AIM, i due mercati che rappresentano il risultato del profondo processo di ristrutturazione dei mercati finanziari italiani, realizzato per favorire la quotazione delle società di medie e piccole dimensioni. La disamina è corredata dall'illustrazione del quadro regolamentare di riferimento, al fine di giudicare e valutare la reale accessibilità al *listing* da parte delle nostre PMI.

¹ OECD: *Financing SMEs and Entrepreneurs 2019*.

Il terzo capitolo fornisce un'indagine sugli intermediari finanziari, la cui attività contribuisce direttamente o indirettamente all'afflusso di capitale di rischio per le piccole e medie imprese, mediante l'esame degli ambiti di operatività sia degli investitori istituzionali, in quanto operatori del mercato che raccolgono risorse da investire in valori mobiliari, sia del *venture capital* e del *private equity*, poiché soggetti specializzati nell'investimento in società non quotate.

Il quarto e ultimo capitolo riporta i risultati dell'indagine empirica portata a termine per verificare i reali vantaggi prodotti dalla quotazione, attraverso l'analisi comparativa del valore per gli azionisti prodotto dalle società *listede* dalle società *unlisted*, sulla base delle differenze emergenti tra la redditività e il costo del capitale.

PMI: struttura finanziaria e valore

La struttura finanziaria delle PMI

Le imprese scelgono i finanziamenti sulla base dei vantaggi e degli svantaggi prodotti sul processo di massimizzazione di valore, nonché del grado di coerenza con il fabbisogno finanziario, in ordine al *timing* dei flussi di rientro sottesi dagli *asset*. Occorre evitare, infatti, che i flussi in uscita connessi alla remunerazione e restituzione del capitale siano temporalmente anticipati rispetto ai flussi in entrata prodotti dagli investimenti, perché altrimenti l'impresa potrebbe trovarsi nell'incapacità di far fronte alle proprie obbligazioni nei confronti dei finanziatori.

Sotto questo profilo l'equity comporta per l'impresa il vantaggio di disporre di un capitale senza una data di rimborso specifica (Ou e Haynes; 2006). Gli azionisti vengono remunerati compatibilmente con i cash flow prodotti dalla gestione e, di riflesso, l'impresa può contare su una maggiore elasticità, contrariamente a quanto avviene con il debito che, come noto, la rende più rigida.

In breve, il capitale azionario riduce il rischio dell'impresa, rende meno incerti i *free cash flow to equity* e, in tal modo, genera *valore* per l'azionista.

Nell'ambito, poi, del capitale di rischio, è necessario scegliere tra il conferimento del proprietario, l'autofinanziamento e il ricorso al mercato azionario.

Le prime due sono sicuramente le modalità più coerenti con la logica della *massimizzazione del valore per gli azionisti*, atteso che l'emissione di azioni aggiuntive per soddisfare le esigenze finanziarie dell'impresa causerebbe una diluizione della proprietà e del controllo.

Secondo la stessa logica, ossia di mantenere il controllo societario, i proprietari-gestori possono preferire finanziamenti sotto forma di debito piuttosto che aumentare il capitale sociale ed ottenere ulteriori risorse a titolo di equity.

Con particolare riguardo al debito, la scelta fra il breve ed il medio-lungo termine è influenzata dai benefici e dagli svantaggi associati ai finanziamenti (García-Teruel e Martínez-Solano, 2007). Il debito a breve termine ha tassi di interesse nominali generalmente più bassi ed è facilmente adattabile alle esigenze finanziarie dell'impresa; di contro comporta un livello più elevato di rischio (Jun e Jen; 2003).

Alla luce di ciò le imprese deboli dovrebbero preferire il debito a lungo termine poiché i benefici del breve non sono ritenuti sufficienti a compensarne i rischi aggiuntivi (García-Teruel e Martínez-Solano, 2007).

Al di là di questi criteri generali che, secondo i diversi ricercatori, determinerebbero le decisioni sulla struttura finanziaria, le scelte comunque sono influenzate da diverse variabili, quali la fase del ciclo di vita dell'impresa, la dimensione, la redditività, la disponibilità di garanzie reali, l'assetto proprietario, il settore di appartenenza e la localizzazione geografica (Guiso, 2003; Worthington, 2013).

Per quanto riguarda la prima variabile, nella fase di start up, il fabbisogno finanziario è strettamente connesso alla necessità di concepire e sviluppare il progetto, costituire il circolante e predisporre la capacità produttiva. Gli investimenti per l'elaborazione del progetto, vale a dire per l'attività di ricerca e sviluppo, l'analisi di marketing e la selezione del personale, sono di importo modesto; quelli invece per la struttura produttiva, ossia macchinari, impianti e attrezzature, sono più consistenti e gli investimenti per il circolante sono o più o meno rilevanti a seconda dell'operatività aziendale.

In questa fase i risultati economici sono negativi, dati volumi di vendita insufficienti a coprire i costi fissi. Perciò, l'impresa non può contare sull'autofinanziamento ed è costretta a coprire il fabbisogno unicamente con le fonti esterne. Nondimeno il finanziamento bancario risulta, in questa fase, spesso inaccessibile a causa dei cash flow negativi, specialmente quando l'impresa non ha disponibilità di *asset* da prestare in garanzia. Di conseguenza, si assottigliano le alternative di struttura finanziaria fino al punto in cui il capitale di rischio di origine esterna rappresenta la scelta obbligata per avviare l'impresa (Caselli, 2003).

Normalmente, il capitale di rischio di origine esterna è rappresentato dall'equity proveniente dal patrimonio del proprietario. Laddove questo sia insufficiente l'impresa deve necessariamente fare ricorso al mercato azionario.

Le imprese incontrano analoghe difficoltà, nella fase di sviluppo, per la copertura degli investimenti in innovazione, soprattutto quando l'autofinanziamento non sia sufficiente a coprire il relativo fabbisogno finanziario.

A causa dell'elevato rischio associato ai progetti da realizzare e considerata l'immaterialità degli investimenti, che ne rende incerta la remunerazione, unitamente alla scarsa capitalizzazione e alle anzidette difficoltà delle PMI di preconstituire *collateral*, il ricorso al credito bancario mostra, anche in questa fase, forti elementi di criticità (Corigliano *et al.*, 2001).

Da qui il forte fabbisogno di *equity* da acquisire dal mercato azionario e da destinare, come detto, al finanziamento dell'innovazione.

Negli anni successivi, se l'impresa riesce a realizzare margini consistenti, le risorse generate dalla gestione e non distribuite contribuiranno ad accrescere la sua dotazione di capitale. Inoltre, con il consolidamento dell'attività, l'impresa potrà disporre del credito mercantile, del credito bancario nelle diverse modalità di finanziamento a breve, medio e lungo termine nonché di operazioni di leasing, per gli investimenti nella capacità produttiva, e di factoring, per lo smobilizzo del circolante (Hutchinson e Ray, 1983).

Per quanto attiene più specificamente alla dimensione, le piccole e medie imprese, nonostante attribuiscono una sorta di preferenza all'autofinanziamento, incontrano un vincolo nella bassa liquidità prodotta dalla gestione che le costringe a ricorrere alle fonti esterne di finanziamento e, in particolare, al debito (Bates, 1967; Hutchinson e Ray, 1983; Keown *et al.*;1985). Tuttavia, la ridotta dimensione ne pregiudica anche l'accessibilità ai finanziamenti esterni. Mentre l'ottenimento di fondi da parte delle grandi imprese è spesso immediato, favorito anche dalle possibilità ad esse riservate dal mercato azionario, per le PMI il ricorso all'esterno risulta più dispendioso e difficoltoso, come testimoniato da diverse evidenze empiriche, dalle quali emerge che le piccole e medie imprese nell'interfacciarsi con il sistema finanziario non hanno le stesse opportunità di finanziamento delle altre imprese (Bates e Hally, 1982; Osteryoung *et al.*, 1997).

In sostanza, data la indisponibilità di alcune forme di finanziamento e considerate le maggiori difficoltà e vincoli nel ricorso ai fondi, spesso le PMI possono contare soltanto sul capitale azionario ma limitatamente alle disponibilità del proprietario e all'autofinanziamento

(McLaney, 2009). Le risorse disponibili sul mercato azionario, infatti, sono difficilmente accessibili per le piccole e medie imprese.

In conclusione, le PMI subiscono e non scelgono la struttura finanziaria, (Beck e Demirguc-Kunt, 2006; Ayyagari, Demirkuc-Kunt e Maksimovic, 2005; Carpenter e Peterson, 2002).

Le asimmetrie informative

La teoria economica tradizionale ipotizza informazioni simmetriche e complete, assumendo che tutti i soggetti sono caratterizzati da razionalità assoluta, hanno le stesse informazioni e queste sono perfette.

Trattasi di ipotesi soltanto teoriche in quanto la realtà è caratterizzata da asimmetrie informative più o meno intense, tra gli operatori di mercato e, finanche, tra datori e prenditori di fondi.

Rispetto alla banca che deve concedere il prestito, l'azienda/cliente dispone di maggiori informazioni riguardo alla sua effettiva solvibilità.

Tutti i mercati sono caratterizzati da dotazioni informative differenti per gli acquirenti e i venditori. Ciò, nei mercati finanziari è più evidente ed intenso, posto che i creditori conoscono i collateralisti prestati in garanzia del finanziamento, le prospettive industriali dell'impresa, la propria moralità e dispongono di notizie interne circa i progetti da cui dipendono i cash flow da destinare al rimborso del debito.

Per la generalità delle imprese, il rapporto che viene instaurato con i finanziatori è connotato da indubbi elementi di asimmetria informativa, visto che non tutte le informazioni di cui dispone l'impresa sono condivise con i finanziatori. Questi ultimi, infatti, possono contare su un set informativo qualitativamente e quantitativamente più basso dell'impresa da finanziare, a causa della minore conoscenza del progetto imprenditoriale, ma anche e soprattutto per la diffusa tendenza da parte delle aziende di selezionare le informazioni, per aumentare le possibilità di ottenere il finanziamento, evitando di trasferire al finanziatore le informazioni pregiudizievoli, sotto il profilo del rischio.

Questo produce conseguenze anche per le imprese migliori, considerato che le banche, nella consapevolezza che le informazioni acquisite non sono sufficienti a rappresentare la reale rischiosità dell'operazione, tendono a praticare indistintamente *pricing* basati su tassi di interesse particolarmente esosi, oppure a privilegiare posizioni

in progetti di minore rischiosità, anche se incapaci di generare valore, data lo scarso contenuto di innovatività.

È un vero e proprio processo degenerativo che può arrivare alla situazione estrema di fallimento del mercato laddove non sia più possibile garantire l'efficienza allocativa (Stiglitz e Weiss, 1981).

L'asimmetria informativa è altresì all'origine dell'*adverse selection*: nella fase che precede la negoziazione del finanziamento, la maggiore disponibilità di informazioni, da parte del richiedente il finanziamento, genera uno squilibrio contrattuale e comportamenti opportunistici, distorcendo le informazioni oppure selezionando le informazioni, per trasferire al finanziatore soltanto le informazioni che non siano pregiudizievoli del proprio *standing*. In queste condizioni, si assiste all'anomalia per cui l'aumento dei tassi di interesse determina lo sfoltimento della clientela meno rischiosa che, in quanto tale, non è disposta ad accettare il maggiore costo del finanziamento. Gli impieghi delle banche tendono, quindi, a concentrarsi sui clienti marginali, che comportano un più alto rischio di insolvenza del credito.

Inoltre, l'asimmetria contrattuale induce al *moral hazard*, quando il debitore, dopo il perfezionamento del contratto di finanziamento, trasferisce al creditore informazioni non corrispondenti alla effettiva condizione aziendale ovvero alle reali modifiche che hanno interessato la solvibilità dell'impresa nel periodo successivo alla negoziazione.

In breve, il trasferimento diretto delle informazioni da parte del prenditore è in ogni caso influenzata dalla sua naturale tendenza ad oscurare parte della rischiosità dell'impresa onde assicurarsi il finanziamento o comunque ottimizzarne, a suo favore, le condizioni contrattuali. Infatti, non ci si può aspettare che i prenditori siano perfettamente chiari sui contenuti dei progetti da finanziare, considerato che nascondere le qualità negative o esaltare le qualità positive dei progetti oggettivamente può consentire di diminuire il costo del capitale. Né, d'altra parte, è ipotizzabile che il finanziatore sottoponga le informazioni ad una sistematica attività di *screening* e *monitoring*, visti i costi che in questo caso dovrebbe sostenere per giungere ad una perfetta e certa rappresentazione dell'impresa.

Su tali presupposti il finanziatore può, comunque, ridurre l'asimmetria informativa cogliendo alcuni segnali che arrivano dall'impresa. Basti pensare alla volontà di investire nel progetto o nell'impresa, che rappresenta la conferma circa la vera qualità del progetto.

Ne discende, perciò, una relazione inversa tra possibilità di accedere alle diverse forme di finanziamento esterno e livello di asimmetria informativa: nel caso limite di massima asimmetria informativa, ossia di indisponibilità totale di informazioni per il datore fondi, l'impresa presumibilmente non può ricorrere all'esterno e per coprire il fabbisogno finanziario può contare unicamente sull'autofinanziamento; mano a mano che le informazioni diventano più disponibili l'impresa riesce ad approvvigionarsi all'esterno prima con capitale di debito e poi anche con capitale di rischio.

Si può dunque teorizzare un modello di struttura finanziaria in cui i manager, data l'asimmetria informativa verso i potenziali finanziatori di capitale di debito, invitano gli azionisti ad aumentare il ricorso al capitale proprio, al di sopra di quello che si renderebbe necessario se le informazioni in possesso della proprietà e ancor di più dei manager fossero disponibili anche per i creditori (Leland e Pyle, 1977).

L'asimmetria informativa, quindi influenza la scelta della struttura finanziaria come ampiamente affermato dalla *Pecking Order Theory*, secondo cui, in presenza di una disomogenea distribuzione delle informazioni tra *insiders* e *outsiders*, il ricorso al finanziamento esterno produce un effetto segnalazione sul mercato (Ross, 1977; Leland e Pyle, 1977; Myers e Majluf, 1984). In particolare, i finanziatori esterni non sarebbero in grado di determinare esattamente il valore dei titoli emessi dalle aziende per realizzare nuovi progetti ed investimenti e considerato ciò arriverebbero alla conclusione che i manager dell'azienda gestiscono e decidono nell'interesse degli attuali azionisti. Ne discende che un'eventuale emissione azionaria verrebbe concepita dal mercato come il tentativo di trasferire valore dai nuovi agli attuali azionisti, sicché l'equity sarebbe collocabile ad un prezzo decisamente inferiore a quello di mercato, penalizzando quindi la ricchezza degli azionisti.

Da qui la tendenza dei managers a retrogradare il ricorso all'equity di origine esterna attribuendo priorità alle altre forme di finanziamento, ritenute quindi più idonee a proteggere il valore per gli azionisti. La preferenza viene assegnata all'autofinanziamento e soltanto in caso di incapienza si sceglie il debito che, comunque, comporta *costi di agenzia*, anche se più contenuti di quelli poc'anzi tratteggiati per le emissioni azionarie.

Anche l'emissione di titoli di debito o più semplicemente il ricorso al debito bancario assume un valore segnaletico nei confronti del mercato in termini di trasferimento di valore dai creditori agli azionisti. L'impresa indebitata tende a collocare ulteriore debito alle medesime condizioni del debito emesso in precedenza, in modo da produrre una riduzione del valore di mercato del debito esistente e, quindi, un beneficio in termini di costo del capitale e di valore per gli azionisti. Su questi presupposti l'impresa può collocare il debito soltanto accettando il maggiore interesse richiesto dai finanziatori.

Il ricorso ad ulteriore debito può altresì segnalare un trasferimento di ricchezza dai creditori agli azionisti quando è destinato ad investimenti con rendimenti più volatili degli investimenti già realizzati, in base ai quali, invece, viene fissato il tasso d'interesse. Anche in tal caso, il segnale può indurre il finanziatore a richiedere per la nuova emissione maggiori tassi di interesse rispetto a quelli di mercato.

In sostanza si configura una sorta di gerarchia nella scelta delle fonti di finanziamento: l'autofinanziamento è preferito al debito, atteso che le risorse di origine interna non comportano costi di agenzia associabili, invero, al debito, a causa dell'asimmetria informativa tra imprenditore e finanziatore (Fama e Miller, 1972; Jensen e Meckling, 1976). Tra le fonti esterne, il debito è preferito all'equity sia perché i creditori, potendo contenere le asimmetrie informative e ridurre i costi di agenzia, mediante una sistematica attività di *screening* e *monitoring* delle posizioni assunte, sono disposti ad accettare anche maggiorazioni più contenute sul tasso d'interesse, sia perché i creditori, avendo concesso il finanziamento, indirettamente mandano un segnale positivo al mercato riguardo la reputazione dell'impresa, determinando così un aumento del valore per gli azionisti.

L'asimmetria informativa spiega peraltro il ruolo che assume nelle fasi di start up il credito mercantile rispetto al credito bancario. Stante la straordinaria opacità informativa che caratterizza queste fasi, i fornitori possono contare su un vantaggio informativo rispetto alle banche soprattutto perché riescono a controllare più efficacemente i clienti attraverso la minaccia di razionare le forniture (Ferris, 1981; Biais e Gollier, 1997). Di contro, nelle fasi successive, le imprese riducono questa dipendenza finanziaria dai fornitori, anche grazie alla disponibilità delle banche. In sintesi, il credito mercantile riesce a supplire la indisponibilità di finanziamento bancario, in particolar

modo quando il *gap* informativo è particolarmente intenso (Nielsen 1994; Marotta 2002).

L'asimmetria informativa, dunque, è nella fase di avvio significativa e tale da precludere le possibilità di finanziamento esterno e da condizionare la stessa sopravvivenza dell'impresa alle risorse finanziarie del fondatore ovvero alle sue disponibilità patrimoniali da prestare in garanzia (Carpenter e Petersen 2002; Holtz–Eakin, Rosen e Joulfaian 1994).

Nella crescita, l'asimmetria informativa continua ad essere elevata ancorché di grado inferiore della fase precedente. L'impresa può fare ricorso al credito bancario e, per il capitale di rischio, ai *venture capitalists* che, per le loro caratteristiche e date le modalità di intervento, riescono a limitare il deficit informativo sull'impresa target.

Nella fase di consolidamento, l'impresa riesce ad informare sufficientemente l'esterno, la sua reputazione cresce e può rivolgersi direttamente al mercato mobiliare mediante l'emissione di obbligazioni, la quotazione e il collocamento di nuove azioni. Ciò è confermato dalle numerose evidenze empiriche che hanno dimostrato come il *debt* diminuisce con il maturare dell'impresa, sicché le imprese più longeve evidenziano una maggiore incidenza di equity (Berger Udell 1998).

L'asimmetria informativa spiega, insieme ad altri fattori, le differenze di struttura finanziaria tra le PMI e le altre imprese, data l'opacità informativa che caratterizza le prime (Berger e Udell, 1998).

Nelle piccole e medie imprese, gran parte delle informazioni rimangono all'interno, non ricorrendo il vincolo di sottoporre i bilanci a revisione contabile né tantomeno gli obblighi di comunicazione, previsti invero per le società quotate. Peraltro, la confusione, che solitamente si viene a creare, tra attività dell'impresa e sfera privata del proprietario, spinge a non condividere con l'esterno le informazioni, coerentemente a quanto normalmente avviene per le vicende relative al nucleo familiare.

La scarsa trasparenza informativa rende critico il ricorso all'esterno, fino al limite di legare le possibilità di continuità aziendale alle disponibilità del proprietario, e ne condiziona le scelte di struttura finanziaria, specialmente quando il breve ciclo di vita non consente di comunicare al mercato qualità, credibilità e reputazione dell'impresa (Berger e Udell, 1998).