

Gli effetti del factoring sulle imprese italiane

Alcune evidenze empiriche

di

Diego Tavecchia

Assifact

Discussion Paper Series

n. 1/2012

Settembre 2012

JEL classification: G20, G21, M20, M21.

Keywords: factoring, imprese, equilibri gestionali, crediti commerciali

Supplemento a Fact&News Anno 14 - Numero 4 – Settembre/Ottobre 2012 - ISSN 1972-3970

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 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 oggetto di una precedente verifica empirica, ed una analisi quantitativa dei bilanci delle imprese analizzate.

La verifica fornisce interessanti spunti di riflessione in merito agli schemi teorici degli effetti del factoring su vari indicatori dell'equilibrio gestionale 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	3
1. Le motivazioni del ricorso al factoring da parte delle imprese nella letteratura empirica.....	6
2. L’impatto atteso del ricorso al factoring sugli equilibri gestionali dell’impresa.....	11
3. Gli effetti del ricorso al factoring sugli equilibri gestionali delle imprese: un’analisi empirica	17
4. Conclusioni.....	45
Bibliografia.....	50

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, le indagini 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 empirica 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 variegata 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 strategici, gestionali 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, che si traduce potenzialmente in risparmi di capitale prudenziale per le banche e gli intermediari. 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 quantitativa 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 su vari indicatori descrittivi degli equilibri gestionali delle imprese.

L'analisi, pur con i limiti legati alla dimensione del campione e alla 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 stabilità dei tempi di incasso dai propri clienti, con effetti potenziali sulla rapidità di rotazione del capitale circolante e sulla 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.

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

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 2011 i debiti commerciali delle imprese hanno rappresentato una quota superiore al 50% dei debiti a breve¹. La teoria si è frequentemente 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 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 alternativa al credito bancario, attraverso la quale i flussi di credito commerciale si spostano dall'impresa più liquida a quella meno liquida (Emery 1984)².

La concessione di credito commerciale alla clientela influisce sull'impresa in diversi modi³: 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

¹ Nel 2011, l'incidenza dei debiti commerciali sull'indebitamento a breve delle imprese italiane è stata pari al 56% (Banca d'Italia, Relazione Annuale sull'anno 2011).

² Per una rassegna completa ed esaustiva della letteratura sul credito commerciale, cfr. Omiccioli (2004).

³ Mian e Smith (1992).

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;
- 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 finanziaria⁴. 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

⁴ 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.

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 1 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.

Tabella 1: 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. 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, le indagini 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.

La decisione di ricorrere al factoring da parte di un'impresa si inserisce nelle scelte di gestione del capitale circolante.

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.

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, fra l'altro, 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.

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'avvio della relazione con il 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 capitale⁵.

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

⁵ 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).

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 da un lato attraverso 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.

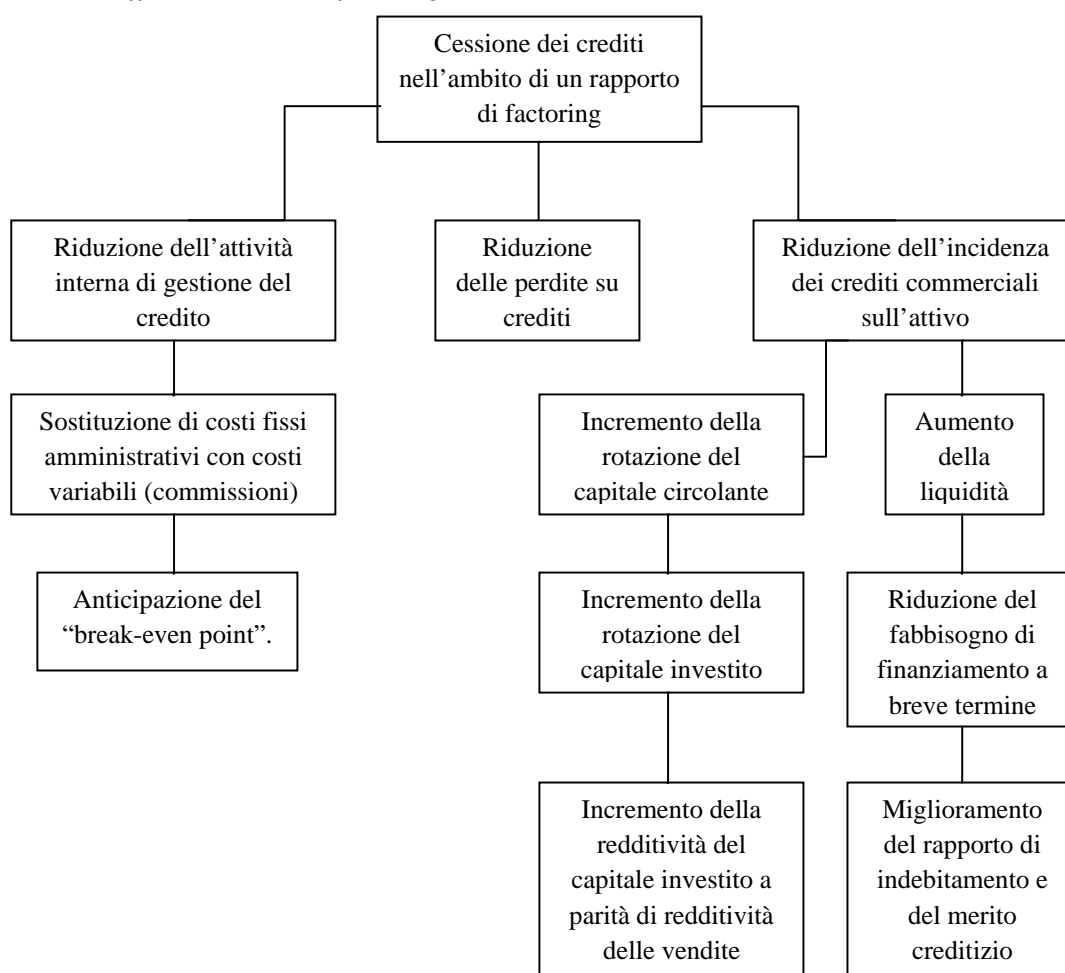
Appare in ogni caso evidente come non sia possibile trarre il massimo beneficio dal ricorso al factoring se non in un'ottica di medio periodo: gli effetti di cui si è trattato possono scaturire soltanto attraverso un utilizzo sistematico dello strumento nell'arco di un periodo prolungato nel tempo, in 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.

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: 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 indicatori che identificano gli equilibri gestionali dell'impresa nel tempo⁶. 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 2.

Tabella 2: Gli effetti del ricorso al factoring - schema concettuale



⁶ È bene ricordare, a questo punto, che il factoring, nonostante l'elevato grado di personalizzazione, non è uno strumento adatto a priori 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).

Tale schema concettuale 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 2.

3. 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.

3.1 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 AIDA⁷. I paragrafi seguenti

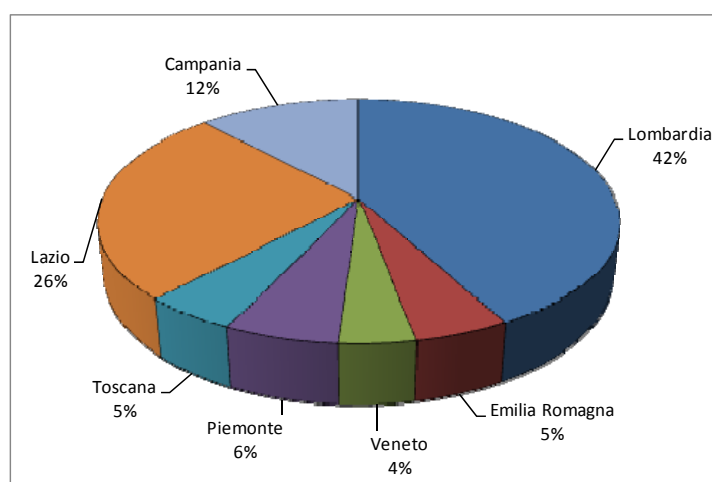
⁷ Database che contiene i bilanci in formato ottico ed elettronico, di proprietà del Bureau Van Dijk.

mostrano la metodologia di campionamento e le caratteristiche del campione di riferimento e il campione utilizzato nella presente analisi.

L'indagine è stata effettuata attraverso interviste, basate su un questionario appositamente preparato, 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. Il campione è stato stratificato tenendo dell'area geografica di appartenenza, del settore economico di appartenenza, della categoria (utilizzatore, ex utilizzatore, debitore ceduto, non utilizzatore) e delle dimensione dell'impresa⁸.

Tabella 3: Il campione di riferimento: ripartizione percentuale delle imprese intervistate per area geografica



⁸ Per il questionario e informazioni più dettagliate sulla composizione del campione di riferimento, cfr. Carretta (2009).

Tabella 4: Il campione di riferimento: ripartizione percentuale delle imprese intervistate per macro-settore di attività economica

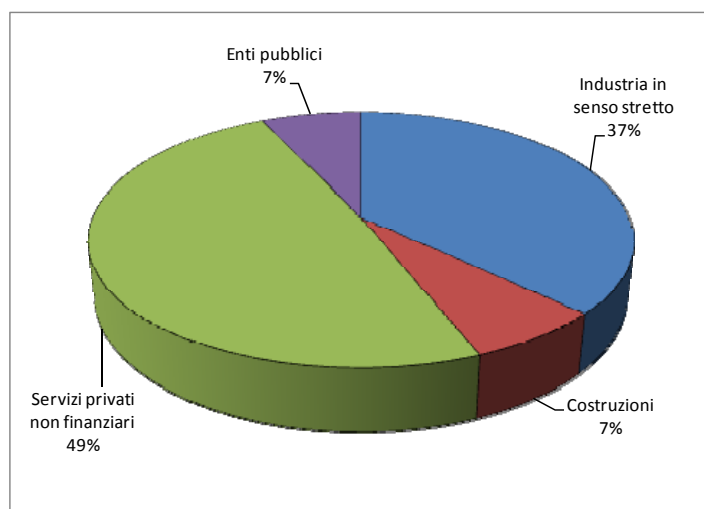


Tabella 5: Classificazione delle imprese per classe di fatturato

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%

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 meno recente fra quelli disponibili)⁹.

⁹ Sono stati selezionati gli anni relativi al primo periodo disponibile e all'ultimo periodo disponibile in virtù della ridotta disponibilità dei dati.

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 statistica.

Al fine di suddividere tale campione nei diversi sottocampioni 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 relazione¹⁰;
- 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 sottocampioni:

1. un sottocampione di imprese che utilizzano il factoring in maniera intensiva cioè per oltre il 30% dei crediti commerciali e sistematicamente da oltre 3 anni¹¹ (Intensive_factoring);
2. un sottocampione 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 sottocampione 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 appunto di 64 imprese.

Tale modalità di selezione, pur consentendo di ottenere la massima numerosità campionaria possibile, non essendo di tipo puramente probabilistico, può comportare alcuni

¹⁰ 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.

¹¹ Si è ipotizzato che una durata di almeno tre anni sia necessaria per determinare un rapporto di factoring "sistematico e prolungato nel tempo".

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, con 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 della popolazione (Tabella 6): 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 6: Composizione del campione¹²

	Intensive factoring (Gruppo 1)		Occasional factoring (Gruppo 2)		No factoring (Gruppo 3)		Totale campione utilizzato nell'analisi		Ripartizione dei crediti ceduti per cedente ¹³
	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%

¹² Alcune somme possono differire da 100% a causa dell'arrotondamento al secondo decimale.

¹³ 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 possa 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 la 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 contenute rispetto ai debitori ceduti.

In primo luogo vengono riprodotti i risultati dell'indagine separando i sottocampioni 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 sottocampioni si vuole verificare la presenza di variazioni intervenute sugli indicatori dell'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario 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.

3.2 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 sottocampioni analizzati, si osserva come vi siano percezioni diverse rispetto alle caratteristiche principali del factoring: la Tabella 7 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 7: 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 8).

Tabella 8: 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 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 strumento¹⁴.

Tale evidenza può inoltre essere ulteriormente compresa attraverso i risultati riassunti nella Tabella 9.

Tabella 9: 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 ricorso al factoring possono influenzare

¹⁴ Ciò appare peraltro coerente con quanto affermato da Carretta (s.d.) e da Rossignoli e Ruozi (1985), e con i risultati generali dell'indagine sulla domanda di factoring (Carretta 2009).

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 (Tabella 10; Tabella 11; Tabella 12). 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 10: 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 11: 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 12: 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

13), contro un 8% con riferimento alle imprese che utilizzano lo strumento in maniera limitata od occasionale.

Tabella 13: *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 14). 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), a segnalare la presenza di un fabbisogno strutturale di factoring da parte dell'impresa.

Tabella 14: 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.

3.3 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 indicatori descrittivi degli 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 sottocampione 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.

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)¹⁵;
- 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.

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

¹⁵ 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.

(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.

Sono stati considerati l'anno 2007, anno di riferimento dei dati raccolti nell'indagine di Carretta (2009), 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).

La natura complessa degli equilibri gestionali suggerisce 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 indicatori dell'equilibrio gestionale 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 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 sottocampioni:

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);
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 sottocampione è pari a 16 imprese, mentre il secondo sottocampione è composto da 48 imprese¹⁶.

L'analisi verrà condotta attraverso il test t di Student a campioni indipendenti per verificare l'ipotesi 1 e il test t di Student a campioni appaiati per verificare l'ipotesi 2¹⁷. Al fine di escludere che l'evoluzione eventualmente registrata negli indicatori dell'equilibrio gestionale delle imprese sia dovuta ad andamenti generali comuni a tutte le imprese, l'analisi a coppie appaiate viene replicata sul sottocampione di controllo (altre imprese).

Dal punto di vista statistico, il test t non fornisce evidenze empiriche circa la differenza tra la media degli indicatori selezionati riferita al sottocampione 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 sottocampione 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.

¹⁶ Il secondo campione include pertanto i campioni Occasional_factoring e No_factoring utilizzati nella precedente indagine.

¹⁷ In questo caso i dati appaiati fanno riferimento agli stessi soggetti su due periodi differenti.

In particolare, i risultati evidenziano, nel sottocampione 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 sottocampioni 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.

Si procede inoltre al backtesting dei risultati mediante un test non parametrico, non dipendente dalle ipotesi sottostanti al test t ¹⁸. Il test non parametrico utilizzato è il test U di Mann-Whitney a campioni indipendenti (o test dell'ordine robusto dei ranghi)¹⁹. Il test non richiede alcuna ipotesi sulla simmetria dei due sottocampioni e può essere applicato quando essi hanno dimensioni diverse e serve per verificare la significatività della differenza tra le mediane.

¹⁸ *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)..*

¹⁹ Mann e Whitney (1947).

Tale 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 sono distribuiti diversamente tra i due sottocampioni, 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 15 riporta i risultati dell'analisi effettuata per verificare l'ipotesi 1.

Tabella 15: 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.	P-value	Test U di Mann-Whitney (P-value)
	1	0	1	0	1	0	1	0						
	16	48	0,287	0,319	0,210	0,244	0,210	0,244						
Quota di crediti commerciali sul totale attivo	16	48	0,287	0,319	0,210	0,244	0,210	0,244	(a)	-0,466	62,000	0,344	0,618	
Rotazione del capitale circolante lordo	16	48	1,767	1,839	0,957	1,230	0,957	1,230	(a)	-0,214	62,000	0,832	0,868	
Rotazione del capitale investito	16	48	1,300	1,219	0,786	0,600	0,786	0,600	(a)	0,444	62,000	0,658	0,841	
Durata media dei crediti	16	48	129,130	139,080	88,426	167,446	88,426	167,446	(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	9,189	10,561	(a)	1,302	62,000	0,199	0,326	
Redditività delle vendite (ROS)	16	48	5,860	2,442	5,102	11,352	5,102	11,352	(a)	1,164	62,000	0,249	0,239	
Grado di leva operativa	16	48	6,074	3,640	5,131	7,329	5,131	7,329	(a)	1,228	62,000	0,224	0,264	
Svalutazione crediti su totale crediti	16	48	0,003	0,008	0,003	0,012	0,003	0,012	(b)	-2,770	60,360	0,007***	0,041**	
Indice di liquidità	16	48	0,953	0,989	0,338	0,367	0,338	0,367	(a)	-0,348	62,000	0,729	0,798	
Indice di indebitamento a breve	16	48	0,848	0,875	0,183	0,165	0,183	0,165	(a)	-0,569	62,000	0,571	0,577	
Debt/Equity ratio	16	48	1,451	1,451	1,650	2,813	1,650	2,813	(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. Il test (b) viene utilizzato per le variabili per cui il test di Levene fornisce un riscontro negativo

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 indicatori dell'equilibrio gestionale 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 16 riporta i risultati del test t a campioni appaiati condotto su tale ipotesi con riferimento al sottocampione “Intensive_factoring”. Poiché il test a campioni appaiati, così formulato, 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 indicatori scelti come descrittori degli 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 correlati²⁰. 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.

²⁰ Si veda Wilcoxon (1945), e Wilcox e Wilcoxon (1964).

Tabella 16: 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.	P-value	Test del segno per ranghi di Wilcoxon a campioni correlati (P-value)
	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	129,130	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 indicatori dell'equilibrio gestionale 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 sottocampione di controllo (Tabella 17). A causa della mancanza di alcuni dati per il primo periodo, con riferimento ad alcune delle imprese analizzate, la numerosità del sottocampione può variare fra le variabili analizzate²¹.

Dall'analisi del sottocampione di controllo emerge come i significativi miglioramenti nella redditività del capitale investito appaiono generalizzati a tutte le imprese e pertanto non ascrivibili 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 sottocampione "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 sottocampione 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.

²¹ 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 17: Verifica dell'ipotesi 2 sugli equilibri gestionali delle imprese analizzate – Sottocampione di controllo

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

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 sottocampione 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 differente nel 2007 fra il sottocampione “Intensive_factoring” e il sottocampione 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 letteratura²² 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.

²² Cfr. Rossignoli e Ruozi (1985), Carretta (s.d.) e Fossati e Porro (1994).

4. 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 ottimizzare la propria struttura finanziaria.

L’analisi qui condotta ha fornito alcune interessanti conferme degli schemi teorici relativamente agli effetti del factoring su vari indicatori dell’equilibrio gestionale 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 sottocampioni 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 inizialmente 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)²³.

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 utilizzate. 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 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

²³ Sotto questo profilo, si veda Benvenuti e Gallo (2002), Mian e Smith (1992), Summers e Wilson (2000) e Kappler (2006).

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 con una rinnovata attenzione ai profili finanziari. 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 suggerire che una relazione di factoring intensiva consenta 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 al finanziatore la consapevolezza che il ricorso al factoring può migliorare, nel corso del tempo, la qualità finanziaria del cliente stesso, nonché 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 adeguato 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 ammessi nel patrimonio di vigilanza dalle nuove regole di vigilanza prudenziale.

I limiti dell'analisi derivano in particolare dalla ridotta disponibilità 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 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 dalle diverse caratteristiche ambientali e dalle differenti condizioni di domanda e offerta.

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).

Clemenç, 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-Sinanes, 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-Receiveable 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 form 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 Millenium*, 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. Schnuker. «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, A., e F. Wilcoxon. *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