

**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Il gruppo di imprese  
come modello di controllo nei paesi ritardatari**

**di Sandro Trento**



**Numero 196 - Maggio 1993**



**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Il gruppo di imprese  
come modello di controllo nei paesi ritardatari**

**di Sandro Trento**

**Numero 196 - Maggio 1993**

*La serie «Temi di discussione» intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.*

*I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.*

Il lavoro fa parte del progetto di ricerca sul mercato della proprietà e del controllo delle imprese, promosso dalla Banca d'Italia. I risultati della prima fase della ricerca sono stati esposti e discussi nel corso di un seminario svoltosi presso la Sadiba (Perugia) nei giorni 19-20 marzo 1993.

COMITATO DI REDAZIONE: *GIORGIO GOMEL, EUGENIO GAIOTTI, CURZIO GIANNINI, LUIGI GUISO, DANIELE TERLIZZESE; SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).*

**IL GRUPPO DI IMPRESE  
COME MODELLO DI CONTROLLO NEI PAESI RITARDATARI**

di Sandro Trento (\*)

**Sommario**

La concentrazione del controllo della proprietà evidenziata dalla presenza di gruppi societari in alcuni sistemi economici sembra ricollegarsi alle differenze nei processi di industrializzazione tra paesi first comers e late joiners: in termini di peso dell'intervento pubblico, di finanziamento dello sviluppo e di allocazione proprietaria originaria. Nelle economie ritardatarie, la scelta obbligata di accorciare i tempi del decollo ha indotto a concentrare le risorse verso i settori di base caratterizzati, tra l'altro, da dimensioni efficienti minime molto alte. Le banche, in questi paesi, hanno svolto una funzione sostitutiva sia dello scarso fattore imprenditoriale sia di una minore accumulazione originaria. I contratti di debito al centro di questo modello di finanziamento implicano l'attribuzione del controllo al creditore in alcune contingenze (fallimento) con il compito di presiedere al risanamento o alla riorganizzazione dell'impresa. Le banche "miste" alla base dei processi di industrializzazione di molti paesi arretrati hanno assunto responsabilità di controllo non solo durante le fasi di crisi finanziarie delle imprese ma anche in quelle di espansione, contribuendo in tal modo alla concentrazione della proprietà. La costituzione di grandi agglomerati societari trova origine in questo congiunto operare di intervento pubblico e di propulsione bancaria. Il caso italiano ha originariamente rispecchiato il modello tedesco e di altri paesi ritardatari. La crisi degli anni trenta ha comportato l'eliminazione delle banche miste e l'introduzione massiccia della proprietà pubblica quale nuovo strumento di riallocazione del controllo e di salvataggio nelle crisi industriali.

**Indice**

1. Introduzione .....	p.	5
2. L'industrializzazione: <u>first comers</u> e <u>late joiners</u> ....	p.	6
3. Società per azioni, <u>public companies</u> e gruppi finanziari .....	p.	11
4. Modelli di controllo: un breve confronto .....	p.	17
5. L'esperienza italiana .....	p.	20
6. Gruppi di imprese: alcune conclusioni .....	p.	32
Appendice: I gruppi societari in Giappone .....	p.	37
Riferimenti bibliografici .....	p.	50

(\*) Banca d'Italia, Servizio Studi.



## 1. Introduzione<sup>1</sup>

Le forme in cui le economie di mercato si sono evolute nei vari paesi evidenziano disomogeneità rilevanti sotto il profilo delle strutture di controllo delle imprese. Il controllo delle imprese (inteso come il potere di disporre dei beni organizzati in impresa in tutti i modi non espressamente vietati dalle norme) è svolto da soggetti e mediante strumenti diversi, che variano dagli Stati Uniti, al Regno Unito, alla Germania, alla Francia, al Giappone, all'Italia, solo per citare alcuni paesi<sup>2</sup>.

Questo lavoro costituisce una esplorazione della tematica relativa alle ragioni che hanno prodotto in diversi paesi l'affermarsi di determinate strutture di controllo; segnatamente dell'affermarsi della struttura del gruppo (inteso come insieme di società che, benché giuridicamente distinte, sono soggette a un controllo economico unico) in alcuni paesi (Italia, Germania e Giappone). Vengono proposte (par. 2) alcune riflessioni sulle diversità tra il processo di industrializzazione nei paesi ritardatari e in quelli first comers. Si richiama la letteratura sul tema del capitalismo finanziario (par. 3). Si propone una breve comparazione tra i due modelli di controllo, rispettivamente centrati sul

---

1. Il lavoro ha usufruito di numerosi commenti, tra gli altri mi è gradito ringraziare Alfredo Gigliobianco, Paola Masi e Salvatore Chiri, senza coinvolgerne la responsabilità. Sono grato inoltre a Giorgio Rodano che mi ha fornito utilissimi spunti nella veste di discussant al Seminario organizzato presso la Sadiba a Perugia il 18 e 19 marzo 1993. Fabrizio Barca, infine, con entusiasmo e sempre, peraltro, con prezioso sorriso ha svolto il ruolo di "azionista di controllo", fornendo gli stimoli indispensabili per la conclusione di questo lavoro.

2. Per una ricognizione di tali strumenti cfr. Barca, Casavola e Perassi (1993). Per un esame del modello anglosassone della public company cfr. Bianco (1993). Un'analisi del caso francese è fornita da Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

mercato per il controllo societario e sul gruppo (par. 4). Ci si sofferma infine sull'esperienza dell'Italia e su alcuni fattori che possono contribuire a spiegare l'emergere dei "gruppi" di imprese nell'industria italiana (par. 5). Il caso dei gruppi societari giapponesi è analizzato in Appendice.

## 2. L'industrializzazione: first comers e late joiners

Il processo di industrializzazione ha avuto connotati diversi nelle varie regioni del mondo a seconda del periodo in cui si è verificato e del grado iniziale di arretratezza del sistema economico in questione. In particolare, le tappe e i modi dello sviluppo industriale dei paesi capitalistici avanzati non sono stati gli stessi nei paesi che per primi hanno dato vita alla rivoluzione industriale e in quelli che solo successivamente si sono incamminati verso l'industrializzazione. Il confronto tra le varie esperienze storiche mostra diversità nei soggetti protagonisti, nella composizione settoriale delle industrie trainanti, nei metodi di realizzazione dell'accumulazione.

Si farà riferimento per i first comers alla Gran Bretagna. L'industria britannica nasce quasi unicamente per iniziativa dell'accumulazione privata in un contesto in cui, tra l'altro, meglio che altrove sono definiti e tutelati i diritti di proprietà (North, 1981, pp. 147, 158-170): tribunali e polizia sono efficienti; sono assenti sistemi impositivi di tipo confiscatorio; la tutela si estende ai frutti immateriali dell'innovazione (brevetti e marchi). Ciò che in generale connota l'industrializzazione di un paese first comer come la Gran Bretagna è il ridottissimo ruolo esercitato direttamente dallo Stato. Le grandi strade di comunicazione (turnpikes), i canali artificiali, le stesse ferrovie britanniche furono costruite senza aiuti rilevanti da parte dello Stato; anche il sistema scolastico era quasi interamente privato.



A questo modesto coinvolgimento dell'operatore pubblico si associa in tutta la prima fase del decollo industriale un predominio dell'industria leggera. L'industria tessile, la ceramica, l'industria cartaria sono tra i settori in cui si diffondono i nuovi metodi produttivi e organizzativi, in attività che inoltre richiedono scale dimensionali ridotte.

Le necessità di finanziamento delle nuove iniziative furono soddisfatte da due fonti principali (Mokyr, 1985). Fonti interne: l'imprenditore ricorreva all'inizio della propria attività al capitale di famiglia o ai propri risparmi e successivamente si autofinanziava reinvestendo nell'impresa stessa quasi tutti i profitti ottenuti. A questa fonte si aggiunse il mercato informale dei capitali, rappresentato dai prestiti di amici, conoscenti e parenti. Meno rilevante fu il canale di finanziamento costituito dal mercato dei capitali vero e proprio: capitale di rischio, capitale di debito e capitale proveniente da compagnie d'assicurazione. Le banche inglesi anche nella fase successiva al decollo raramente hanno fornito prestiti a medio e a lungo termine e per lo più si sono limitate a forme di credito commerciale o semplici aperture di fidi in conto corrente. (Mokyr, 1985, p. 36). Molti studiosi concordano nel ritenere che la maggior parte del capitale investito nelle nuove iniziative imprenditoriali provenisse dall'autofinanziamento<sup>3</sup>.

Dal punto di vista societario, per lungo tempo l'affermazione della grande impresa è stata ostacolata dalle norme del diritto inglese secondo le quali ciascun partner di un'impresa associata era esposto alle perdite pienamente, "fino all'ultimo scellino" (Payne, 1986, p. 106). Sulla base del Bubble Act (1720) la creazione di una società per azioni con azioni trasferibili e lo status di ente societario erano consentiti solo con procedura

---

3. Cfr. anche nota 5.

di autorizzazione sancita da un atto del Parlamento. La semplicità dei processi produttivi comportava in quella fase soprattutto la moltiplicazione pura e semplice delle unità operative senza stimolare la ricerca di nuove forme organizzative e di nuove forme societarie.

I Joint Stock Company Acts sono del 1856 e 1862. Le grandi novità introdotte in termini di norme societarie furono, da un lato, l'introduzione della natura limitata della responsabilità, che diminuiva il rischio imputato a ciascun socio e consentiva l'intrapresa di progetti di crescita dell'impresa molto più ambiziosi, dall'altro lato, l'accresciuta possibilità di scambio dei diritti proprietari, attraverso la negoziabilità dei titoli di proprietà. Questo secondo aspetto permetteva un più facile smobilizzo dei capitali investiti e quindi riduceva il premio per la perdita di liquidità necessario per invogliare la sottoscrizione dei titoli: l'investitore poteva assai facilmente sganciare le proprie sorti patrimoniali da quelle dell'impresa. Queste due innovazioni che sono alla base delle joint stock companies raggiungeranno il massimo grado di applicazione con le società per azioni.

Va osservato tuttavia che fino al 1885 le società a responsabilità limitata comprendevano al massimo dal 5 al 10 per cento del numero totale delle più importanti attività imprenditoriali (Payne, 1986, p. 107) che continuavano a essere di tipo familiare. Soltanto verso la seconda metà degli anni ottanta del secolo scorso si registrò un rilevante diffusione della proprietà delle imprese britanniche. "Forse è nel quarto di secolo prima della prima guerra mondiale che si possono individuare le radici del 'capitalismo' manageriale britannico" (Payne, 1986, p. 118). Mentre la forma societaria dominante nel continente restava fondamentalmente basata sul proprietario singolo o sulla famiglia, "British entrepreneurs were far more willing to enter into asso-

ciation with friends of friends. This was especially true of heavy industry, where capital requirements were large even in the eighteenth century" (Landes, 1960, p. 101). Qual è la spiegazione di ciò? Forse l'origine sociale degli imprenditori. In Gran Bretagna questi appartenevano a tutte le categorie sociali (Payne, 1986) e molti provenivano direttamente dalle ottime scuole tecniche allora esistenti (Mokyr, 1985); erano quindi facilitate le collaborazioni tra più imprenditori.

L'esperienza di industrializzazione dei paesi economicamente arretrati (late joiners) ha seguito, come noto, sentieri diversi rispetto a quelli dei first comers. Nel famoso lavoro di Gerschenkron (1962) si evidenziano le peculiarità dello sviluppo dei paesi inseguitori che devono far ricorso ad alcuni soggetti sostitutivi del mercato<sup>4</sup>.

Per Gerschenkron l'ultimo arrivato deve necessariamente operare in termini di recupero tecnico perché il percorso tecnico in ogni caso non può essere ripetuto e quindi deve, primo, concentrare nel tempo e nelle quantità uno sforzo che i predecessori possono aver diluito (ed è questa la necessità del big spurt per i tardi arrivati); secondo, i late joiners devono trovare degli 'agenti speciali' che surroghino intensivamente lo sforzo diluito di una grande molteplicità di soggetti imprenditoriali, in casi storicamente precedenti: si tratterà delle banche sansimoniane, si tratterà poi delle banche miste di tipo tedesco, oppure sarà lo stato interventista o addirittura poi lo stato totalitario (Cafagna, 1989, p. 395).

La necessità di raggiungere un grado di sviluppo confrontabile con quello dei paesi più avanzati costringe i paesi inseguitori a dotarsi quasi subito di un'industria di base sufficiente

---

4. La tesi di Gerschenkron sullo sviluppo dei paesi inseguitori ha il vantaggio della semplicità e della chiarezza ma tuttavia non trova concordi gli studiosi. L'esistenza di uno stretto legame tra grado di arretratezza e struttura del sistema finanziario è stata oggetto di critiche, si vedano i saggi contenuti in Cameron (1975) e l'introduzione all'edizione italiana a cura di Ciocca.

per consentire un "grande balzo". Questa prevalenza dell'industria di base fa sì che la dimensione elevata degli impianti si presenti come una peculiarità dell'industrializzazione dei late joiners. Alla diffusa microimprenditorialità dei paesi di prima industrializzazione fa riscontro il prevalere di un'industria oligopolistica ad alta intensità di capitale nelle nazioni inseguatrici. La scarsità di capitali che è propria di un paese arretrato rende d'altronde indispensabile un forte intervento diretto dello Stato, sia nella costruzione delle grandi infrastrutture sia nel sostegno diretto alle attività industriali. Il processo di accumulazione proprio per essere concentrato nelle industrie di base in cui assai più complesse sono le tecnologie produttive e più rilevanti i capitali immobilizzati non può far conto sull'autofinanziamento<sup>5</sup>. In tal senso, appare estremamente importante il ruolo svolto dalle banche che finiscono, nel caso delle banche miste, per svolgere in presa diretta anche funzioni di natura imprenditoriale.

Il problema del finanziamento degli investimenti è uno dei nodi più importanti nel processo di sviluppo dei paesi inseguitori. In queste regioni, la modernizzazione del settore agricolo aveva trovato ostacoli, con ricadute negative sulla possibilità di

---

5. "The industrialization of England had proceeded without any substantial utilization of banking for long-term investment purposes. The more gradual character of the industrialization process and the more considerable accumulation of capital, first from earnings in trade and modernized agriculture and later from industry itself, obviated the pressure for developing any special institutional devices for provision of long-term capital to industry. By contrast, in a relatively backward country capital is scarce and diffused, the distrust of industrial activities is considerable, and, finally, there is greater pressure for bigness because of the scope of the industrialization movement, the larger average size of plant, and the concentration of industrialization processes on branches of relatively high ratios of capital to output. To these should be added the scarcity of entrepreneurial talent in the backward country" (Gerschenkron, 1962, p. 14).

una rapida "accumulazione originaria"; anche il fattore imprenditoriale era meno diffuso data la scarsa crescita della società civile.

La natura relativamente spontanea dell'industrializzazione britannica contrasta con la matrice spesso pianificata della nascita dell'industria nei paesi arretrati come la Germania, il Giappone e l'Italia in cui preoccupazioni strategiche e spesso strettamente militari inducono i governi a impegnare fondi pubblici per favorire le manifatture nazionali.

### 3. Società per azioni, public companies e gruppi finanziari

La progressiva industrializzazione dei paesi arretrati ha luogo nella stessa epoca in cui si assiste a una fase del capitalismo caratterizzata dallo sviluppo delle società per azioni e delle banche miste.

Le società per azioni, come perfezionamento delle joint stock companies, consentono la scissione fra proprietà del capitale e direzione della produzione (nelle parole di Hilferding: "affrancamento del capitalista industriale dalla funzione di imprenditore industriale") e costituiscono uno strumento eccellente per convogliare capitali ingenti verso gli investimenti produttivi, superando in questo modo il vincolo di risorse finanziarie del singolo imprenditore. La società per azioni si fonda sull'esistenza di un esteso e organizzato mercato finanziario che permette al "capitalista monetario" di acquistare indipendenza dal destino particolare dell'impresa nella quale ha investito il proprio capitale (Hilferding, 1961). Tale assetto societario si accompagna alla "trasformazione del capitalista realmente operante in semplice dirigente, amministratore di capitale altrui; e dei proprietari di capitale in puri e semplici proprietari, puri e semplici capitalisti monetari" (Marx, 1958, p. 122). L'azionista, nell'inter-

pretazione di Hilferding della S.p.A., è un capitalista monetario che a differenza dell'imprenditore industriale può liberamente disporre del proprio capitale<sup>6</sup>, egli viene ad assomigliare a un "prestatore" di fondi. L'azionista è in grado di rientrare velocemente in possesso del proprio capitale monetario rivendendo la propria quota di azioni.

L'assetto societario rappresentato dalla società per azioni fondato sul principio della responsabilità limitata e su quello della negoziabilità del titolo proprietario e che fu alla base del grande processo di crescita dell'industria a cavallo tra il secolo scorso e i primi decenni del secolo attuale, si caratterizzò, nei vari paesi, in maniera assai diversa per quanto riguarda l'attribuzione del controllo<sup>7</sup>.

Nei paesi anglosassoni la società per azioni ha consentito l'affermarsi delle public companies. La public company anglosassone è una società in cui la proprietà è diffusa tra un azionariato ampio, in cui colui che detiene il controllo è proprietario di una quota limitata (al limite nulla) del capitale ed è sottoposto al rischio che altri gli subentrino acquisendo sul mercato (anche senza il suo consenso) diritti proprietari dispersi. L'opera di stimolo all'adozione di comportamenti efficienti da parte del management è svolto, nel caso delle public companies, essenzial-

---

6. "L'imprenditore industriale ha fissato il proprio capitale nella sua impresa; in questa impresa egli agisce come produttore diretto e, assieme a essa, cresce e si sviluppa appunto come capitalista. Egli non può ritirarsi, a meno di cedere la sua azienda; il che significa soltanto che viene a cambiare la 'persona' del capitalista, e cioè che un industriale viene sostituito da un altro" (Hilferding, 1961, p. 123).

7. Per un confronto dei due modelli estremi di esercizio del controllo nelle imprese organizzate in forma societaria cfr. Barca (1993). Per un esame del modello di public company anglosassone e dei suoi limiti cfr. Bianco (1993).

mente dal mercato per il controllo societario (market for corporate control). In tale contesto ogniqualvolta il management corrente di un'impresa non perseguisse obiettivi di massimizzazione del profitto, il valore azionario dell'impresa stessa diventerebbe inferiore rispetto al suo valore potenziale (il valore che l'impresa stessa avrebbe se fosse sottoposta a una gestione più efficiente). Si crea in questo modo la convenienza a una "scalata" (takeover)<sup>8</sup> alla public company da parte di un nuovo potenziale soggetto controllore. Gli interessi degli azionisti diffusi sono, nel caso di perfetto funzionamento del mercato per il controllo societario, garantiti proprio dalla possibilità di realizzare sotto forma di guadagni in conto capitale ciò che essi non hanno ottenuto sotto forma di dividendi, per via della gestione inefficiente del vecchio management in controllo (Bianco, 1993). La teoria secondo cui le società per azioni sarebbero organi "democratici" di raccolta di risparmio, resi necessari dal grande fabbisogno dello sviluppo industriale fa riferimento alla loro realizzazione forse più compiuta, vale a dire alle public companies anglosassoni.

La lettura marxiana della società per azioni ne fa soprattutto uno strumento di concentrazione del capitale privato e della sua trasformazione in capitale sociale.

Hilferding (1961), con riferimento all'esperienza tedesca, sviluppa a proposito delle società per azioni la tesi della "centralizzazione autocratica" del controllo sul capitale. A differenza dell'esperienza anglosassone, nel caso tedesco la società per azioni finisce per dar vita non alla public company ma al gruppo finanziario: inteso come un insieme di società che pur giuridicamente distinte sono sottoposte a un controllo economico

---

8. Sulle scalate e sul mercato per il controllo societario si rinvia ai lavori, ormai classici, di Grossman e Hart (1980) e di Jensen (1988).

unico. Nel gruppo la quota necessaria per il controllo del capitale è ridotta ("da un terzo a un quarto del capitale e anche meno") e ciò consente al grande capitalista di controllare un capitale che supera di parecchie volte quello di cui ha proprietà<sup>9</sup>. Ciò che connota le forme societarie a direzione "autocratica" è, secondo Hilferding, non il "mito" della raccolta del risparmio o del capitale ma la sua utilizzazione, sottratta al controllo e alle decisioni della maggioranza degli azionisti, che viene di fatto a pesare nelle assemblee come fosse una minoranza. Alla contrapposizione tra grandi e piccoli capitalisti si aggiunge la nuova contraddizione, propria dei gruppi, tra capitalisti che possono contare e capitalisti che non contano (grandi e piccoli azionisti)<sup>10</sup>. I grandi azionisti nei gruppi societari sono coloro che possono disporre di fatto anche del capitale altrui (Hilferding, 1961, pp. 138-44).

Nell'esperienza tipica tedesca le banche furono le prime istituzioni a trattare la vendita di nuove azioni e ad assicurarsi una posizione dominante fra i fondatori delle società per azioni<sup>11</sup>.

- 
9. Il processo di sviluppo finanziario può essere caratterizzato dalla creazione di società a catena: "una particolare tecnica finanziaria il cui scopo consiste nell'assicurare col più piccolo capitale possibile il controllo sul più grande possibile capitale altrui" (Hilferding, 1961, p. 140).
  10. Un'autorevole interpretazione del Capitale finanziario sottolinea come Hilferding giunga alla conclusione che la vera contraddizione del capitalismo sia "inerente ai rapporti di proprietà" e che possa essere sanata solo mediante l'assunzione del controllo sull'attività finanziaria (De Vecchi, 1993, p. 56).
  11. "La banca d'affari ... tende a mediare e ridurre il rischio di una associazione di investitori consapevoli, attraverso la distribuzione del rischio medesimo fra una molteplicità di partecipazioni nonché ... attraverso una riduzione dei costi di transazione per l'approvvigionamento di capitale, sia nella forma di capitale di rischio che nella forma di capitale di prestito, attraverso una congiunzione delle due forme" (Cafagna, 1992, p. 153). Questa tesi circa il



"Una parte sempre crescente del capitale investito nell'industria è capitale finanziario, vale a dire capitale messo a disposizione delle banche perché possa essere utilizzato dall'industria" (Hilferding, 1961, p. 282). In Germania, specialmente intorno alla depressione del 1870, è soprattutto il finanziamento delle grandi banche che favorisce la nascita di nuove S.p.A. Inoltre, nel campo del diritto societario prevalse il principio che la fondazione di una S.p.A. derivasse sempre da una concessione statale e tale principio durò fino al 1870 quando si autorizzò la libertà di associazione.

Il gruppo nelle sue varie configurazioni, con controllo da parte delle banche o con controllo detenuto da famiglie imprenditoriali, è tipico dei paesi in cui il mercato per il controllo societario non riesce a svilupparsi, appare preclusa la possibilità per i singoli azionisti di concorrere a concedere a terzi il controllo e quindi la società per azioni non può dar vita alla public company, come nel caso anglosassone.

Una possibile variante della società per azioni degenerata (non public company), secondo Hilferding, è caratterizzata da un ruolo centrale svolto dalle banche (miste) e da un processo di concentrazione del controllo favorito dalle banche stesse<sup>12</sup>.

---

(Continuazione nota 11 dalla pagina precedente)

ruolo di abbassamento dei costi di transazione legati al reperimento di capitale svolto dalle banche d'affari è interessante ma va tuttavia verificata. Sarà utile in questo senso l'indagine empirica avviata nell'ambito del "Gruppo di ricerca sul mercato della riallocazione proprietaria" sul ruolo degli intermediari.

12. "Lo sforzo delle banche per eliminare la concorrenza fra le imprese nelle quali esse sono interessate è assoluto. Ogni banca ha un interesse al più alto profitto possibile. Ove nulla osti, questo fine è conseguito in un particolare ramo dell'industria quando la concorrenza è stata completamente eliminata" (Hilferding, 1961, p. 279). Le previsioni di Hilferding preannunciavano un progressivo accentramento del

La letteratura recente sui contratti incompleti considera il controllo come elemento fondante del contratto di debito e sottolinea la sua natura contingente (Berglöf, 1990, p. 240)<sup>13</sup>. I contratti finanziari si differenziano anche in base alla diversa allocazione dei diritti residuali di controllo nei vari stati di natura. In un mondo ipotetico suddiviso in due stati di natura, "favorevole" e "negativo" (fallimento), un contratto di debito stabilisce ex ante che il controllo dell'impresa passi dagli azionisti al creditore (la banca) nel caso si verifichi lo stato di natura "negativo". Nei paesi inseguitori mercati finanziari meno sofisticati impongono alle imprese un ricorso molto esteso ai contratti di debito con le banche. Il predominio bancario d'altro canto ostacola a sua volta la crescita di molti strumenti finanziari alternativi al credito. Le imprese potendo contare sul capitale di credito possono crescere senza essere costrette a diffondere il controllo negli stati di natura "favorevoli", così come accade nei paesi più avanzati incentrati sul mercato azionario. Le banche miste in particolare finiscono addirittura per assorbire la responsabilità di controllo non solo negli stati di natura "negativi" ma anche in quelli "favorevoli", contribuendo a una ulteriore concentrazione della proprietà.

---

(Continuazione nota 12 dalla pagina precedente)

capitale finanziario che avrebbe portato a una enorme banca controllatrice. "Con lo sviluppo delle Banche, con le relazioni più strette fra Banche e industrie, aumenta la tendenza, da un lato verso l'eliminazione della concentrazione di tutto il capitale nella forma di capitale monetario e verso il raggiungimento di sbocchi produttivi solamente attraverso l'aiuto delle Banche. È chiaro che questa tendenza non mancherà di portare a una situazione nella quale l'intero capitale monetario sarà a disposizione di una banca o di un gruppo di banche. Questa 'banca centrale' eserciterà quindi il controllo su tutta l'intera produzione sociale" (Hilferding, 1961, p. 280).

13. Per un esame del legame fra finanziamento e riallocazione del controllo cfr. anche Barca e Ferri (1993).

In paesi come la Germania, il Giappone<sup>14</sup> e l'Italia "si viene così a formare una cerchia di persone che, grazie al potere del loro capitale, oppure in quanto rappresentanti del potere concentrato del capitale altrui (direttori di banche), riescono a entrare nei consigli di amministrazione di un gran numero di società per azioni. Per il tramite di queste persone nasce così una specie di unione personale (dapprima tra le singole società per azioni, e successivamente fra queste e le banche); alleanze destinate a esercitare la massima influenza sulla politica delle aziende, poiché tra di esse si viene a creare una comunanza di interessi" (Hilferding, 1961, p. 142).

#### 4. Modelli di controllo: un breve confronto

Si è sottolineato, nelle pagine precedenti, come ciò che ha distinto le modalità di affermazione della grande impresa nei vari paesi non è stata la forma giuridica delle società; la società per azioni è stata alla base sia della public company, sia del gruppo industriale. Ciò che distingue i due casi è l'attribuzione del controllo e il meccanismo di vaglio della condotta d'impresa.

I vari sistemi di controllo (o governo) d'impresa rappresentano soluzioni distinte al problema di minimizzare le perdite di efficienza associate con la separazione tra proprietà e gestione, imposta dal processo di industrializzazione e dalla crescita delle dimensioni d'impresa.

Le public companies, proprie dei paesi anglosassoni, appartengono a strutture in cui l'esercizio dei diritti economici è fondato soprattutto sulla stipulazione di contratti espliciti, su

---

14. Sui gruppi giapponesi si veda l'Appendice al presente lavoro.

di un complesso di norme a tutela dei contraenti più deboli e sull'attività regolatrice dello Stato. La trasparenza, l'ampio ruolo discrezionale dei tribunali, le leggi in difesa dei piccoli azionisti, controlli severi sull'attività borsistica sono alcuni degli elementi indispensabili per assicurare un funzionamento non distorto del mercato per il controllo societario (market for corporate control). Questo mercato svolge, in quei paesi<sup>15</sup>, il compito di sanzionare ex post i comportamenti non ottimali del management che gestisce le imprese e di stimolare in tal modo l'efficienza. In questo senso, la public company è intesa come uno strumento di "democrazia economica", non con riferimento alla raccolta di risparmio diffuso, ma in quanto inserita in un contesto istituzionale in cui l'azionista di minoranza può difendere i propri interessi sia direttamente, ricorrendo a norme esplicite da far rispettare presso i tribunali, sia indirettamente, cedendo a un possibile "scalatore" il proprio capitale azionario. È quindi uno strumento di exit (vendita delle proprie azioni), riprendendo la nota terminologia di Hirschman, quello di cui dispone l'azionista di una public company inserita in un contesto finanziario anglosassone, ma anche di voice: diritti societari per i piccoli azionisti, leggi sulle OPA, norme borsistiche da far valere in tribunale.

A questo modello di controllo si contrappone il gruppo, tipico di molti paesi ritardatari come la Germania, la Svezia, il Giappone. I gruppi presentano tipologie diverse a seconda che il controllo sia concentrato in famiglie, banche, banche e società assicurative, holdings industriali. In generale, i gruppi costituiscono un metodo di soluzione dei problemi di agenzia causati dalla separazione tra proprietà e controllo, attraverso la concentrazione del controllo stesso in un nucleo ristretto di azionisti, bilanciato da controlli extraproprietari di altri stakeholders, i

---

15. Per un'analisi delle istituzioni e del mercato per la riallocazione proprietaria delle imprese nel Regno Unito si rinvia a Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

quali a volte non detengono alcuna quota proprietaria. Il modello di governo d'impresa (corporate governance) che così si configura è finalizzato alla correzione ex ante di molti fallimenti del management e questo richiede la costituzione di rapporti di lungo termine tra gli azionisti, tra questi e il management, tra i vari stakeholders nel complesso. Il mercato per il controllo societario e le scalate ostili sono quasi del tutto assenti nei paesi in cui il gruppo costituisce il modello principale di allocazione del controllo tra le grandi imprese<sup>16</sup>. Ciò è coerente con la necessità di dar vita a relazioni stabili, basate su contratti impliciti, sulla fiducia e sulla reputazione. Questo tipo di contrattazione relazionale<sup>17</sup> è spesso caratterizzata da legami personali tra i contraenti, con riferimento alle grandi imprese giapponesi. Dore osserva che "i dirigenti devono più che altro conservare la stima di un gruppo limitato di singoli individui ben conosciuti, i banchieri, piuttosto che di una schiera di azionisti senza volto" (Dore, 1987, p. 164, ed. ital.). Il caso giapponese fornisce senza dubbio l'esempio più chiaro del tipo di connessioni extraproprietarie e di azioni tese al rafforzamento del commitment dei vari stakeholders nel gruppo (cfr. Appendice). Al meccanismo di exit con cui l'azionista, nei paesi anglosassoni, può far valere i propri diritti fa riscontro uno di voce in molti paesi in cui il controllo di gruppo prevale. Tale voce è mediata, in Germania<sup>18</sup>,

---

16. In Germania, ad esempio, dalla fine della seconda guerra mondiale si sono registrati solo 4 takeovers ostili (cfr. Schneider-Lenné, 1992).

17. La "contrattazione relazionale" o "contrattazione moralmente vincolata" (obligational contracting) (Williamson, 1979) si contrappone alla contrattazione a pronti tra agenti impersonali (spot contracting) ed è fondata sulla stabilità delle relazioni, in cui ambedue le parti riconoscono di avere un impegno a farle durare nel tempo.

18. Sulle istituzioni per la riallocazione proprietaria in Germania cfr. Cardilli, Pinzani e Signorini (1993); per un'analisi del sistema finanziario tedesco si rinvia ai saggi contenuti in Locatelli (1991).

dalle banche che ricevono le deleghe dei piccoli azionisti, o rappresentata dallo scambio di consiglieri di amministrazione, da consuetudini di decisione collettiva nei keiretsu nipponici. Nei paesi in cui il modello di gruppo è sviluppato in maniera compiuta, alla democrazia economica della proprietà, tipica dei sistemi economici con public companies, corrispondono forme di democrazia microeconomica: partecipazione diretta dei rappresentanti dei lavoratori nei Consigli di amministrazione delle grandi imprese tedesche, coinvolgimento diretto dei lavoratori nelle scelte di lavoro, garanzia dell'impiego a vita nelle imprese giapponesi, o macroeconomica mediante scambi tra le parti sociali, in Svezia.

Nelle crisi di impresa si evidenziano, maggiormente, le differenze tra i due modelli di allocazione del controllo<sup>19</sup>: nei paesi con public companies è il mercato che svolge il ruolo di correzione del comportamento subottimale, riallocando il controllo verso nuovi proprietari o avviando procedure di fallimento. Nei paesi con gruppi societari sono spesso le banche appartenenti al gruppo o altre imprese del gruppo che cercano di risolvere la crisi d'impresa internamente, garantendo la certezza del controllo, rimpiazzando il management o immettendo nuovo capitale o trovando sinergie nell'ambito del gruppo stesso. Va tenuto presente che non sempre la seconda strategia funziona, ma i canali di coinvolgimento dei lavoratori sono in questi casi utili strumenti per accrescere la flessibilità dell'impresa nelle fasi negative.

## 5. L'esperienza italiana

Il processo di industrializzazione dell'Italia assume una

---

19. È abbondante la produzione di letteratura sulla varietà delle economie di mercato o "i capitalismi", due tra tutti: Dore (1987), per un confronto tra "modello britannico e quello nipponico", e Albert (1991), per un confronto tra "modello renano" e "modello anglosassone".

connotazione, alla fine del secolo scorso, che può essere emblematicamente riassunta dall'introduzione della tariffa doganale del 1887. Prevalse sul finire del secolo scorso un modello di sviluppo incentrato sui settori dell'industria pesante, sostenuti dalle commesse pubbliche e al riparo dei dazi: quello che Bonelli ha definito il "capitalismo di Stato".

Le gestioni ferroviarie e, in generale, gli affari che crescevano al riparo della spesa pubblica furono in moltissime occasioni il campo sul quale si formarono le nuove esperienze di gestione capitalistica di grandi imprese (le prime organizzazioni di gruppo, le tecniche contabili e amministrative, l'organizzazione aziendale in senso lato, ecc.)...[U]n modo per comprendere le ragioni del prevalere di una delle tante 'anime' del capitalismo italiano è proprio quello di ripercorrere la storia dei grandi e piccoli 'affari' privati che in qualche modo si collegano all'azione dello Stato in quanto operatore finanziario e in quanto principale investitore (basti pensare alle esperienze della Bastogi o della Veneta - le due maggiori società per azioni dell'epoca - o anche a quelle dell'ultima delle ditte bancarie che operavano su rendite pubbliche) (Bonelli, 1978, p. 1209).

Il protezionismo, le commesse pubbliche e gli incentivi fiscali sono esempi tipici dei meccanismi di "autoprotezione" (Cafagna, 1992) che una struttura industriale ritardataria mette in atto per difendersi dalla propria originaria debolezza nel confronto con i paesi più avanzati. "Un secolo e mezzo di accumulazione agraria, pur operando nella società italiana in misura progressivamente più incisiva non era ... bastato a creare le condizioni per l'emergere di un modello di sviluppo che in qualche modo basasse i suoi meccanismi essenziali sui rapporti intersettoriali agricoltura-industria e che in qualche misura facesse salva una prospettiva liberista" (Bonelli, 1978, p. 1217).

La scelta a favore di un modello di industrializzazione basato sull'approntamento di un articolato apparato di industrie di base e di beni strumentali non poteva che rendere più drammati-

co il problema della "penuria di capitali"<sup>20</sup>. Il capitale di credito prevalse necessariamente nella prima fase del processo di industrializzazione e finì per caratterizzare nell'arco di tutta la storia recente il finanziamento delle imprese.

È dibattuto il ruolo svolto dalle banche miste nell'esperienza italiana; pur tuttavia, è indubbio che il processo di industrializzazione fino alla crisi degli anni trenta fu da queste facilitato. Nella nota visione di Gerschenkron la banca mista ricoprì in Italia le funzioni di agente sostitutivo della scarsa accumulazione originaria e successivamente di convogliatore di risparmio diffuso e frammentato, non intenzionato ad assumere forme di illiquidità, verso investimenti azionari che difficilmente avrebbero trovato acquirenti sul mercato borsistico<sup>21</sup>.

#### La forte spinta accumulativa del periodo

1896-1908 was largely made possible by the importation of the great economic innovation of German banking in its most developed and mature form. As in Germany, not only capital but a good deal of entrepreneurial guidance was channeled to the nascent and expanding industrial enterprises. As in Germany, the policy was to maintain an intimate connection with an industrial enterprise and to nurse it for a long time before introducing it to the capital market, which as often as not meant placing its stock among the banks' own clients (Gerschenkron, 1962, p. 88).

---

20. "Penuria di capitali (mancata accumulazione primitiva) scarsa di materie prime, assenza di un grande mercato (frazionamento politico del paese): sono queste le circostanze fondamentali che rendono tardivo e difficile in Italia lo sviluppo di una economia capitalistica" (Grifone, 1971, p. 5).

21. Ciò secondo Cafagna "ha qualcosa che somiglia a una imposizione forzata e indiretta di assunzione del rischio d'impresa in capo a depositanti che per lo più non hanno intenzioni di rischio (e non vengono remunerati in relazione) e non sono neanche effettivi risparmiatori" (Cafagna, 1992, p. 154).



L'elemento fondamentale dell'accumulazione in Italia è quindi dato dal fatto che essa solo limitatamente è il risultato della crescita e diffusione di interdipendenze settoriali nei vari campi di attività produttiva, che avrebbero promosso una rete estesa di imprenditorialità e di attività collaterali di natura semindustriale pronte a trasformarsi in imprese con l'aiuto di capitale di rischio.

È interessante confrontare l'esperienza italiana con quella di un altro paese late joiner: gli Stati Uniti. L'industrializzazione americana, al pari di quella di altre economie ritardatarie, fu avviata dalla costruzione delle ferrovie (cfr. Chandler, 1990; Bianco, 1993) e anche in questo caso fu rilevante la funzione di raccolta di capitali e di intermediazione svolta dalle banche. Ciò che differenzia l'industrializzazione statunitense da quella italiana è la crescita relativamente rapida delle interdipendenze settoriali nel paese americano, la capacità di autofinanziamento (tramite profitti non distribuiti) delle imprese e quindi la maggiore indipendenza di queste ultime dal capitale bancario. È assente nell'esperienza americana la fase delle banche miste; ciò per la più veloce crescita dell'industria, a cui favore giocava la disponibilità di un mercato di sbocco continentale e l'assenza di un confronto diretto (sul mercato interno, soprattutto sulla costa occidentale, la cosiddetta "frontiera") con le economie più avanzate. Con l'ondata di fusioni del periodo 1880-1900 si formarono le grandi corporation americane. È rilevante osservare la profonda preoccupazione in termini di concorrenza destata nel pubblico e nel governo americano dalla nascita del big business che portò all'adozione della prima legislazione antitrust del mondo (Sherman Act, 1890, Clayton Act, 1914). Per converso in molti paesi continentali europei (soprattutto la Germania) la concentrazione finanziaria e industriale registrò il favore dello Stato. Va infine ricordata la comparsa negli Stati Uniti sul finire del secolo scorso delle investment banks (tra cui la J.P. Morgan). Quando ai

primi del nostro secolo le grandi imprese americane iniziarono a quotarsi in borsa, era questo genere di consulenti che facilitava l'operazione, assicurando spesso la separazione tra proprietà familiare originaria e controllo, in modo da incentivare i piccoli risparmiatori a sottoscrivere le azioni (Lazonick, 1992)<sup>22</sup>.

Al contrario l'industria italiana è soprattutto il prodotto della creazione di appositi canali finanziari e di forti interventi pubblici che finiscono per dar vita in breve tempo a concentrazioni finanziarie intimamente legate al capitale bancario (Bonelli, 1978, pp. 1236-37). Così la Banca Commerciale<sup>23</sup> aveva, a ridosso della prima guerra mondiale, interessi e partecipazioni in varie grandi imprese nascenti: Ilva, Terni, Navigazione Generale, Montecatini, società elettriche e società tessili. La Banca di Sconto si sviluppa e prospera quasi in funzione esclusiva del gruppo Ansaldo. Al Credito Italiano facevano capo la Edison, la Fiat e la Pirelli. Le grandi banche assumevano quindi un ruolo di coordinamento oltre che di sostegno della crescita, preoccupandosi di collocare le nuove emissioni azionarie spesso presso la solita ristretta cerchia di clienti<sup>24</sup>. "Le situazioni di crisi aziendale

---

22. "When a firm went public, a Wall Street investment bank ... would use its power to ensure that family members departed as managers of the public corporations. But (unlike the German Great Banks) J.P. Morgan had little if anything to do with developing the individual capabilities of the salaried managers who took their places or with building the organizational capabilities that permitted the dominant enterprises with which Morgan maintained connections to continue to undertake and implement innovative investment strategies" (Lazonick, 1992, p. 453).

23. Nel 1905 la Comit aveva partecipazioni rilevanti in 40 società italiane, contro le 22 società del Credito Italiano le 18 società della Società Bancaria Italiana (Aleotti, 1990, p. 57).

24. Ettore Conti così si esprimeva a proposito dei rapporti tra banca mista e industria: "la Comit è un istituto di primissimo ordine, ed il mio Presidente ne è Consigliere, ma ho un sacro terrore delle banche e temo sempre che, se riescono ad avere

venivano spesso affrontate e risolte direttamente dalla banca; quando la crisi eccedeva le capacità di una singola banca, si arrivò a formare consorzi di intervento di grandi proporzioni" (Zamagni, 1990, p. 193)<sup>25</sup>.

Al predominio del capitale di debito faceva riscontro il mancato decollo del mercato mobiliare. "L'istituto della Borsa Valori, concepito come centro di mobilitazione del risparmio verso le attività industriali e commerciali, era un concetto di stampo napoleonico, introdotto in Italia durante il periodo in cui il paese si trovava nell'orbita della Francia napoleonica. Fra il 1802 e il 1808 vennero costituite borse di commercio in diverse città italiane, ma tale forzosa innovazione, non nascendo da una necessità mercantile o industriale, fu accolta con indifferenza se non con ostilità. La struttura delle borse italiane non si fondava infatti su una libera associazione di operatori come nel modello anglosassone, ma era di fatto 'calata dall'alto' come nel modello statalista della 'Bourse du Roi'" (Aleotti, 1990, p. 29)<sup>26</sup>. La grande crisi del 1893 (la stessa che avrebbe portato alla nascita della Banca d'Italia) aveva tuttavia dimostrato che le banche miste avevano necessità di un mercato azionario funzionante che potesse all'occorrenza rendere liquide le partecipazioni azionarie. Furono le stesse banche miste, la Comit, la Credit e la SBI, le fautrici dello sviluppo della borsa in Italia. Ne è testimo-

---

(Continuazione nota 24 dalla pagina precedente)

un'ingerenza, possano approfittarne per trascinarci ad accordi o fusioni o assorbimenti che abbiano a minacciare la nostra autonomia" (citato in Aleotti, 1990, p. 58).

25. In generale, la banca mista non è "una holding industriale e ... quindi non ha come primo obiettivo quello di acquisire partecipazioni nelle imprese, né quello di gestire strategicamente tali partecipazioni, bensì quello di svolgere le funzioni del banchiere" (Zamagni, 1990, p. 192).
26. La stessa fonte principale delle leggi che regolavano la borsa italiana fino alla riforma del 1913 era costituita dal Codice di Commercio francese emanato da Napoleone nel 1807.

nianza il fatto che nel 1911 i settori nei quali la forma azionaria era più diffusa erano quello elettrico, siderurgico, meccanico e automobilistico, mentre nel tessile le società per azioni erano quasi del tutto assenti (Aleotti, 1990, p. 61)<sup>27</sup>. Il periodo che va dal 1903 al 1907 è il periodo di massimo sviluppo del mercato azionario anche se egemonizzato dalle due principali banche miste. Ci fu in quegli anni un discreto flusso di capitali verso le imprese, soprattutto a fronte di aumenti di capitale. Il crollo di borsa del 1907 chiude questa breve parentesi felice del mercato mobiliare italiano e segna una lunga fase in cui il mercato azionario si trasforma in luogo di pure attività speculative.

Nel periodo tra il 1900 e il 1913 si gettarono le basi della concentrazione del controllo e della formazione dei gruppi societari<sup>28</sup>. Un esempio tipico è l'accordo del 7 agosto 1911 tra l'Ilva, l'Elba, la Società Siderurgica di Savona, la Ligure Metallurgica e le Ferreriere Italiane, le quali "con l'intervento e il sostegno finanziario della Banca d'Italia, delle principali Casse di risparmio, della Banca Commerciale, del Credito Italiano, della Società Bancaria Italiana, del Banco di Roma e della Terni, formarono un grosso trust la cui gestione fu affidata all'Ilva" (Candeloro, 1978, p. 16).

Si tocca qui un punto centrale nell'evoluzione del mercato finanziario in Italia. Perché dopo il crollo del 1907 la borsa italiana non riesce più a recuperare un ruolo rilevante nel finanziamento delle imprese e nella riallocazione del controllo delle società? È un caso che proprio in quegli anni nascono alcuni grup-

---

27. Nel 1907 il 72 per cento del capitale azionario in Italia era quotato in borsa, le società quotate alla borsa di Milano erano 169 (Aleotti, 1990, pp. 61-62).

28. Nel 1910 nasce tra l'altro la Confederazione italiana dell'industria, dall'unione delle varie leghe regionali dell'Italia del Nord.

pi di imprese? L'ipotesi che meriterebbe un approfondimento e una verifica è quella relativa a un possibile mutamento nell'ottica operativa delle banche miste italiane: fino ad allora esse stesse promotrici del mercato borsistico, anche per rendere liquide le loro partecipazioni finanziarie, e da quel momento interessate a un coinvolgimento quasi diretto nella gestione dei gruppi societari. Una lettura alternativa potrebbe invece basarsi su un possibile errore di calcolo da parte dei banchieri dell'epoca, che di lì a poco si sarebbero trovati in situazione di assoggettamento rispetto al capitale industriale.

La prima guerra mondiale è un momento importante nella storia dei gruppi industriali italiani; le grandi commesse pubbliche e gli enormi profitti concentrati in pochi settori (cantieristica, siderurgia, meccanica e chimica) comportarono un risanamento finanziario delle imprese e una forte spinta verso un'ulteriore concentrazione, soprattutto mediante acquisizioni e fusioni.

Si ribalta in quegli anni il rapporto di forza tra banche e industrie. Il destino di perenne sudditanza dell'imprenditore industriale nei confronti del banchiere, preannunciato da Hilferding, è così smentito dai fatti. Si assiste in quel periodo ai tentativi, falliti, di scalata alle grandi banche da parte dei gruppi industriali. I famosi Perrone (gruppo Ansaldo) che già controllavano la Banca Italiana di Sconto, tentarono di impadronirsi della Comit, acquistando sul mercato grandi quantità di azioni con l'obiettivo finale di raggiungere il controllo dell'Ilva e della Terni. Nello stesso modo Agnelli in accordo con Riccardo Gualino, con il quale aveva fondato la SNIA (Società di Navigazione Italo-Americana) cercò di assumere il controllo del Credit

(Candeloro, 1978, p. 234). I tentativi di scalate ostili<sup>29</sup> si estesero in quel periodo anche a società industriali come la Bastogi, la Terni e numerose società elettriche.

Nelle parole di Sraffa:

la tendenza generale sembra andare in direzione dell'eliminazione dei contrasti con la formazione di larghi "gruppi" di società della natura più varia, concentrate intorno a una o più banche, legate tra loro da scambi di azioni e dalla nomina di amministratori comuni tra esse. All'interno di questi "gruppi" i diversi interessi sono ugualmente soggetti a quelli di pochi singoli individui che controllano l'intero gruppo, pur possedendo in proprio solo pochissime azioni delle varie società. Pochissimo si conosce e pochissimo può essere ritenuto valido in generale su questi gruppi, per quanto riguarda l'indeterminatezza della loro struttura, il loro carattere non ufficiale, la varietà, il continuo cambiamento degli elementi che li compongono (Sraffa, 1922, p. 206).<sup>30</sup>

---

29. Nelle note parole di Mattioli la situazione delle grandi banche italiane era così riportata: "Alla vigilia della crisi del 1930-31, la struttura delle grandi banche italiane di credito ordinario aveva subito trasformazioni, o meglio deformazioni 'stupende'. Il grosso del credito da esse erogato, miliardi e miliardi di lire di allora, era fornito a un ristretto numero di aziende, un centinaio, che con quell'aiuto avevan potuto svilupparsi notevolmente, ma che ne dipendevano ormai al punto da non poterne più fare a meno ... La fisiologica simbiosi si era mutata in una mostruosa fratellanza siamese. Le banche erano ancora banche 'miste' sotto l'aspetto formale, ma nella sostanza erano divenute banques d'affaires, istituti di credito mobiliare legati a filo doppio alle sorti delle industrie del loro gruppo. Né basta: per salvaguardarsi ... dai fin troppo ovvii pericoli di questa situazione, le banche avevan ricomprato praticamente tutto il loro capitale: possedevano se stesse attraverso il possesso delle finanziarie da esse create e finanziate per assicurarsi 'il controllo' del loro capitale" (citato in Rodano, 1983, p. 3).

30. I gruppi societari già allora costituivano dei potentati non soltanto in senso economico. Osservava a tale proposito Sraffa: "ciascun gruppo mantiene svariati organi di stampa a sostegno della sua politica, e alcune accuse contro certi ministri di essere influenzati da interessi non di una classe, ma di aziende private, e di favorire un gruppo privato contro

La borsa che era stata chiusa tra la fine di luglio e i primi di agosto del 1914 era rimasta inattiva per tutta la durata della guerra. Il mercato azionario sempre meno importante fu successivamente destinatario (febbraio 1925) di provvedimenti legislativi che finirono per limitarne ulteriormente le possibilità di crescita: si esclusero le banche dalle grida, si impose l'obbligo di versare una cauzione sugli acquisti a termine pari al 25 per cento del prezzo corrente del titolo e si rafforzò il monopolio degli agenti di cambio (Aleotti, 1990, pp. 103-4).

Il crollo di borsa degli anni trenta pone in evidenza i limiti della "fratellanza siamese" tra banca e industria. L'intreccio tra capitale di credito e capitale industriale, lo scarso sviluppo del mercato azionario ma soprattutto la costituzione dei gruppi societari caratterizzati da partecipazioni incrociate rendono la crisi particolarmente acuta, ostacolando i riaggiustamenti e facilitando effetti "domino". La crisi che pure colpisce altri paesi assume in Italia la connotazione di crisi di interi colossi industrial-bancari, i gruppi accrescono gli effetti negativi del crollo azionario. Si arriva così alla più rilevante riallocazione proprietaria nella storia dell'Italia unitaria. Le banche salvate ricevettero i capitali necessari per compensare le perdite relative alla differenza tra i valori di bilancio e il valore nominale al quale i valori azionari da queste detenute erano stati trasferiti allo Stato. Lo Stato si trovò proprietario dell'intero capitale azionario delle banche miste e quindi anche di oltre un quarto del capitale industriale<sup>31</sup> esistente allora in Italia<sup>32</sup> (Aleotti,

---

(Continuazione nota 30 dalla pagina precedente)  
 un altro, hanno senza dubbio una base di verità" (Sraffa, 1922, p. 206).

31. Nel caso della Comit, ad esempio, "alla vigilia della cessione del suo patrimonio industriale (fine 1930) la banca controllava direttamente o indirettamente 222 società per azioni, alle quali si aggiungevano 105 società in mano a

1990, p. 118). A fianco di questo vasto trasferimento di proprietà e controllo si registrò un numero di fallimenti di società per azioni che nel 1932 superò di oltre 1400 unità il numero di costituzioni di nuove società (887 nuove costituzioni) (Aleotti, 1990, p. 119).

La soluzione scelta in Italia non intendeva tuttavia rilanciare la borsa come strumento per l'allargamento della base proprietaria e per la diffusione del controllo, ma restava anzi vincolata a una logica che considerava le banche come perno del finanziamento all'industria. Si introduceva inoltre l'impresa pubblica come mezzo di salvataggio industriale, al fianco degli altri strumenti tradizionali di sostegno all'imprenditoria privata e come alternativa al fallimento d'impresa. Un percorso assai diverso è quello scelto in quegli anni negli Stati Uniti. Il programma di risanamento finanziario e il problema della separazione tra banca e industria, negli USA, seguì la strada del rilancio del mercato azionario, con la costituzione della SEC, la regolazione dei fondi comuni di investimento e la legislazione a tutela del risparmio.

---

(Continuazione nota 31 dalla pagina precedente)

gruppi amici. In totale 327 società che costituivano, in quanto a numero, una irrilevante frazione del complesso delle società italiane dell'epoca (17.384)" (Cianci, 1977, p. 105). In termini di capitale tuttavia le società controllate dalla Comit avevano un capitale di 9 miliardi e quelle dei gruppi amici oltre 4,5 miliardi in rapporto a un totale delle società italiane pari a 52,3 miliardi.

32. Il 26 maggio 1934 allorché veniva annunciato alle Camere che la partita dei salvataggi era chiusa, Mussolini dichiarava: "Mi fanno ridere quelli che parlano ancora ... di una economia liberale! Ma i tre quarti dell'economia italiana industriale e agricola sono sulle braccia dello Stato! E se io fossi vago (il che non è) di introdurre in Italia il capitalismo di Stato o il socialismo di Stato ... avrei oggi le condizioni necessarie, sufficienti e obiettive, per farlo." (citato in Rossi, 1955, p. 123).



La trasformazione dell'IRI in ente permanente il 6 maggio 1937 e la decisione di non vendere la SIP, la Terni e l'Ilva segnano la nascita dello Stato imprenditore (Cianci, 1977). Lo strumento della banca mista esce di scena e il credito si trova quasi interamente sotto il controllo pubblico, cui si aggiungono gli istituti di credito mobiliare creati in quel periodo quali l'IMI, l'ICIPU, il Credito Navale e il CREDIOP (questi ultimi tre noti anche come "istituti Beneduce", dal nome del loro ispiratore). Il mercato borsistico già poco rilevante viene sottoposto a una ulteriore serie di provvedimenti restrittivi tanto che dal 1935 al 1942, si è sostenuto, la borsa italiana scompare (Aleotti, 1990, p. 124). Il grado di concentrazione<sup>33</sup> industriale peraltro era aumentato di molto: nel 1936 meno dell'1 per cento delle società per azioni italiane deteneva la metà del capitale azionario totale (ibid.).

### Il modello italiano

Riprendendo lo schema di Hilferding (par. 3) è possibile individuare una trasformazione del modello di struttura del controllo che ha luogo in Italia nel periodo 1930-36. Da un'allocatione proprietaria fondata sul gruppo societario e sulle banche miste (simile in parte alla soluzione tedesca) si passa, con l'intervento diretto e pesante dello Stato, a un modello incentrato sul gruppo societario suddiviso a sua volta in gruppo privato e gruppo pubblico. Si introduce nel sistema una caratteristica tipica del modello di controllo anglosassone: la separatezza tra banca

---

33. In molti modi il regime fascista favorì il processo di concentrazione finanziaria, ad esempio, "la legge 12 gennaio 1933, n. 141 ... sottopose ad autorizzazione ministeriale preventiva non soltanto l'impianto di nuovi stabilimenti, ma anche l'accrescimento della capacità produttiva di quelli già costruiti in tutte le industrie che il governo, a suo arbitrio, avrebbe indicate" (Rossi, 1955, p. 180).

e industria. La banca in qualità di soggetto controllore incaricato di presiedere al risanamento e alla ristrutturazione delle imprese in alcune contingenze particolari (le crisi) viene meno. Il vuoto così creatosi verrà in parte assunto dalle Partecipazioni statali, cui ripetutamente sarà affidato il compito di subentrare nel controllo di società in crisi, e in tempi più recenti anche da Mediobanca.

Il modello italiano che si afferma in maniera compiuta nel secondo dopoguerra appare caratterizzato da un lato dal blocco del mercato della riallocazione proprietaria per le grandi imprese, blocco dovuto soprattutto alla presenza dei gruppi, dall'altro dal ruolo cruciale svolto dallo Stato mediante le imprese pubbliche. È nel complesso un modello atipico non riconducibile né al sistema centrato sulla borsa, sulla separatezza banca-impresa e sulle public companies, né a quello fondato sui gruppi misti, in cui le banche svolgono un'attività di controllo, selezione e correzione della gestione delle imprese. L'atipicità italiana ostacolerà lo sviluppo della borsa favorendo la sottocapitalizzazione tipica del sistema industriale italiano. Al contempo le banche si limiteranno a una mera funzione di intermediazione senza assumere coinvolgimenti diretti nella vita delle imprese. L'autofinanziamento aiutato dall'evasione fiscale diventerà l'unico canale alternativo al credito bancario. Una sola istituzione (Mediobanca) svolgerà, per il comparto delle grandi imprese private, un'opera intensa ma spesso non palese di riallocazione del controllo e di mantenimento degli equilibri del potere economico.

## 6. Gruppi di imprese: alcune conclusioni

I gruppi societari sembrano esistere solo in economie il cui processo di industrializzazione è avvenuto in ritardo, con l'aiuto dell'intervento pubblico e focalizzato quasi subito sul-

l'industria di base. In questi paesi è stata saltata la fase della crescita lenta di tipo spontaneo delle iniziative imprenditoriali e grandi flussi di fondi sono stati convogliati per sviluppare settori in cui la scala efficiente minima e il capitale fisso erano molto elevati. Questo tipo di industrializzazione ha avuto luogo in presenza di istituzioni finanziarie incentrate sulle banche e in particolare sulle banche miste. In alcuni paesi i gruppi societari sono tuttora organizzati intorno a una banca o comunque hanno una banca associata (cfr. Appendice). Il problema del finanziamento dell'accumulazione emerge come elemento centrale nella storia di questi paesi, così come lo squilibrio a favore del capitale finanziario nei rapporti di forza tra banche e imprese. A ciò si potrebbe aggiungere il fatto che per più lungo tempo il fattore imprenditoriale era stato ostacolato dalla presenza di "corporazioni dei mestieri", che in Gran Bretagna erano state invece abolite oltre un secolo prima (Mokyr, 1985). L'affermarsi di una struttura del controllo societario incentrata sul gruppo (con o senza banche) ha finito per costituire una importante barriera all'entrata di altri strumenti come la public company. Il mercato della riallocazione proprietaria incontra nella presenza di gruppi un ostacolo rilevante. Le public companies quale mezzo di diffusione dell'azionariato e di promozione della democrazia economica necessitano, peraltro, di mercati fluidi e trasparenti, e quindi di una serie di normative e istituzioni a salvaguardia dei piccoli azionisti.

Il gruppo, inteso come insieme di società giuridicamente distinte ma accomunate da uno stesso controllo, appare come un mezzo per accrescere la raccolta di capitale di rischio: assieme all'emissione di nuove azioni diviene possibile vendere sul mercato azioni già esistenti, di una o più società facenti parte del gruppo stesso senza rischiare di perdere il controllo. Alcuni gruppi sono allo stesso tempo il risultato di ondate di acquisizioni di società giuridicamente distinte cui non era seguita una

riorganizzazione strategica (Cafagna, 1992). Riorganizzazione di tipo verticale propria, ad esempio, delle grandi ondate di acquisizioni avvenute negli Stati Uniti sul finire del secolo scorso. In questo caso ancora una volta emerge il tema dell'arretratezza dei mercati e del modello di industrializzazione adottato.

Il gruppo è al contempo uno strumento difensivo per ridurre il rischio di take overs ostili. In questo senso le partecipazioni incrociate e la struttura piramidale consentono allo stesso nucleo di azionisti di restare con più facilità al comando di un'impresa. Anche nel caso delle public companies anglosassoni si riscontrano strategie preventive o di resistenza nei confronti di tentativi di scalate: ad esempio l'acquisto in borsa di quote azionarie di controllo in imprese concorrenti dello scalatore che accrescerebbero la concentrazione sul mercato e indurrebbero rischi di interventi da parte dell'Autorità antitrust, oppure clausole di smembramento della impresa in caso di take overs. Il gruppo è forse una versione degenerata della società per azioni propria di paesi in cui la borsa non ha mai ricoperto il ruolo di mercato per il controllo societario e in cui altre istituzioni svolgono tale ruolo di stimolo e selezione del management.

L'esperienza italiana evidenzia due fasi: la prima, che si conclude con la crisi degli anni 1930-36, caratterizzata da una struttura del controllo proprietario basata sui gruppi e sulle banche miste, le quali attivamente avevano fino ad allora partecipato alla gestione delle imprese (soprattutto in alcune contingenze, come le crisi settoriali) quali "controllori di ultima istanza"; la seconda fase, che simbolicamente si apre con la più grande riallocazione proprietaria nella storia dell'Italia unita e che conduce a un modello fondato sui gruppi, suddivisi in gruppi privati e gruppi pubblici. Il compito di "controllore di ultima istanza" viene sottratto alle banche e affidato direttamente allo Stato, che mediante le Partecipazioni statali finirà per presiede-

re al risanamento o al mantenimento in vita delle imprese in difficoltà finanziaria. La struttura del controllo in Italia si completa con la presenza di un'istituzione privilegiata, Mediobanca, che svolge all'interno dei gruppi la funzione di intermediario nella riallocazione proprietaria.

Lo studio dei gruppi non può non condurre infine al nodo del potere. Il gruppo societario è uno strumento per massimizzare, con mezzi finanziari dati, la capacità di controllo e quindi la sua comparsa è da ricollegarsi con il problema della distribuzione iniziale della ricchezza in un certo paese e con il complessivo grado di sviluppo della democrazia. Un sistema democratico è quello in cui più viene approssimato l'ideale liberale della diffusione completa dell'accesso al potere economico. Non è un caso che in paesi in cui la ricchezza è sempre stata molto concentrata anche il processo di industrializzazione conduca a concentrazioni proprietarie.

L'organizzazione per gruppi consente forme di collegamento tra potentati economici che a differenza del caso dei cartelli o della collusione non operano sullo stesso mercato; si genera uno spirito collusivo generalizzato. Si separa dalla interazione ideale del mercato la sorte del singolo gruppo: partecipazioni incrociate, veti e puntellamenti reciproci danno luogo anche in campo societario a un establishment duraturo. Le decisioni strategiche in materia di trasferimenti proprietari, di acquisizioni ma anche, forse, di investimenti vengono sottratte all'intensa attività di scrutinio svolta dai mercati dei capitali e vengono spesso delegate a sedi riservate. La cooperazione tra gruppi industriali può effettivamente svolgere una funzione utile consentendo di raggiungere decisioni di utilità generale. Questo sembra essere vero, ad esempio, nell'esperienza giapponese (cfr. Appendice), ma con il calare dell'esposizione al mercato aumentano in maniera rilevante i "grandi rischi": le difficoltà di un settore si trasformano in

grandi e improvvise crisi di tutto un gruppo. In generale si accresce la trasmissione degli shocks mentre la struttura societaria ritarda i processi di aggiustamento e l'industria finisce per essere più facilmente coinvolta "tutta" in profonde recessioni. In paesi in cui la riallocazione dei diritti di proprietà è ostruita da meccanismi di controllo incrociato e dall'assenza di un vero mercato con istituzioni e regole trasparenti lo stesso processo di allargamento della democrazia rischia di incontrare notevoli ostacoli e battute d'arresto.

## APPENDICE

### I GRUPPI SOCIETARI IN GIAPPONE

#### A1. Introduzione

L'economia giapponese appare senza dubbio tra quelle in cui più diffusa è la forma organizzativa dei gruppi societari, alcuni dei quali sono nati nel dopoguerra dalle ceneri dei vecchi zaibatsu. I gruppi giapponesi sono oggi suddivisibili in keiretsu finanziari ("tipo A") e in gruppi gerarchici ("tipo B"). I primi sono costituiti da un insieme di società giuridicamente indipendenti collegate da legami azionari che ne facilitano il controllo. Il meccanismo di controllo è assicurato soprattutto da strumenti di tipo informale (incontri e scambi di personale dirigente) in quanto questo genere di gruppi non presenta holding. I gruppi di "tipo B", molto più simili ai gruppi italiani, sono invece composti da una o più società principali e da varie sussidiarie. Le spiegazioni economiche del ruolo dei raggruppamenti societari sottolineano da un lato la funzione di protezione del management/imprenditore contro possibili scalate ostili e l'incentivazione di comportamenti "cooperativi" all'interno dell'impresa che derivano da questa assicurazione del controllo (Aoki). D'altro canto lo scambio di quote azionarie faciliterebbe la "cooperazione" tra imprese diverse e lo sfruttamento di eventuali guadagni connessi con joint-ventures (Berglöf e Perotti, 1990). La stabilità del controllo sarebbe infine necessaria per assicurare il largo finanziamento bancario e per incentivare le banche a risanare le imprese in difficoltà (Sheard, 1989).

Nella prima parte di questa appendice sono presentati alcuni tratti dell'impresa giapponese mentre nelle parti successi-

ve si analizzano la struttura proprietaria e i gruppi societari in Giappone.

## A2. L'impresa giapponese

La diversità di performance tra l'industria occidentale e i concorrenti giapponesi ha condotto a riflettere sulle eventuali differenze strutturali nell'organizzazione d'impresa tra i due contesti. L'economista che maggiormente ha contribuito allo sviluppo di una "teoria dell'impresa giapponese" è Masahiko Aoki (1984a; 1984e; 1987; 1988; 1990). L'impresa giapponese sarebbe caratterizzata da due connotazioni:

- a) The body of employees is, together with the body of shareholders, explicitly or implicitly recognized as a constituent of the firm, and its interests are considered in the formation of managerial policy (Aoki, 1987, p. 265).

Anche altri assetti organizzativi come ad esempio le forme di coinvolgimento partecipativo proprie di alcune imprese tedesche o scandinave prevedono canali attraverso i quali siano istituzionalizzate le richieste dei lavoratori ma, nella visione di Aoki, il modello giapponese andrebbe distinto anche perché:

- b) Management acts as a mediator in the policy making process, striking a balance between the interests of shareholders and those of employees. The enterprise union functions as a substructure of the firm and represents employees in the decision-making process (ibid.).

La teoria neoclassica, com'è noto, prevede che l'imprenditore (o il management) unilateralmente scelga il livello di occupazione e la politica degli investimenti al fine di massimizzare il profitto, ovvero il valore azionario dell'impresa, assumendo tra i dati il salario individuale o collettivo da versare ai dipendenti. L'impresa giapponese presenta uno sviluppato mercato del



lavoro interno con elevata flessibilità nell'impiego, scarsa nitidezza nella definizione delle qualifiche, attenta e intensa opera di addestramento. L'importanza strategica che il fattore lavoro ricopre nell'organizzazione giapponese si manifesta nel fatto che il management tiene conto degli interessi dei dipendenti in quasi tutte le scelte da effettuare. A differenza di quanto previsto dalla teoria neoclassica, nell'impresa giapponese "management should maximize the share price for a certain level of employee welfare by coordinating both wage level and managerial policy instruments simultaneously" (Aoki, 1987, p. 268).

L'impresa giapponese in virtù delle sue peculiarità assumerebbe un orizzonte di pianificazione più lungo rispetto ai rivali occidentali e ciò favorirebbe da un lato una alta flessibilità nell'impiego del fattore lavoro e dall'altro una maggiore accumulazione di capitale umano specifico, vera fonte del vantaggio competitivo. Nella visione di Aoki, una delle condizioni necessarie per il consolidamento di questo modello organizzativo è stato (ed è) l'isolamento del management dal rischio di scalate ostili. La costruzione di relazioni di "fiducia" e "cooperazione" all'interno dell'impresa stessa richiede che il management sia garantito circa l'esercizio continuato del controllo.

### **A3. Evoluzione storica dei gruppi societari giapponesi**

Il processo di industrializzazione in Giappone ha avuto inizio solo dopo la Restaurazione Meiji (1868) allorché il governo incoraggiò la costituzione di stabilimenti pilota su imitazione delle imprese straniere. La classe degli imprenditori provenne quasi totalmente dalle fila dei samurai (Yamamura, 1986). Per istruzione e aspirazioni i samurai costituivano l'élite politica e morale del Giappone tradizionale ed erano profondamente impregnati d'etica confuciana, quindi di senso del dovere e di dedizione agli

interessi collettivi e della nazione. Al contrario la classe dei ad assumere la funzione imprenditoriale (come nell'esperienza di molti paesi europei) era molto passiva e conservatrice. Sono molto numerosi i tentativi di far risalire a questa origine samurai degli imprenditori la natura peculiare dell'industrializzazione giapponese; tra i tanti, Morishima (1982) ha addirittura provato a riprodurre un parallelo weberiano tra etica confuciana e spirito del capitalismo nipponico.

A fianco delle nuove iniziative affidate, spesso per decisione governativa, alla gestione di managers-samurai erano presenti in Giappone le grandi case mercantili.

La proprietà e il controllo delle ditte mercantili restarono immutati e le ricchezze in rapida crescita delle aziende di Iwasaki, Yasuda, Asano, Furukawa, e di altri zaibatsu, rimanevano in proprietà e sotto lo stretto controllo dei loro energici fondatori (Yamamura, 1986, p. 334).

Gli zaibatsu intorno alla fine degli anni ottanta del secolo scorso erano costituiti da grandi ditte mercantili. In quello stesso periodo alcuni di essi, come il Mitsui, cominciarono a fondare delle proprie banche. La fase compresa tra il 1885 e la prima guerra mondiale vide la trasformazione degli zaibatsu mercantili in veri e propri imperi industriali rafforzatisi finanziariamente con le varie banche di gruppo. Nel 1911, ad esempio, il gruppo Mitsui si dotò di una vera holding (Mitsui Gomei) per l'esercizio del controllo finanziario sulla propria banca, sulla propria trading company, sulle aziende minerarie e su dozzine di altre imprese. Nel 1917 anche il gruppo Mitsubishi fondò la propria holding (Mitsubishi Goshikaisha) per accentrare il controllo sulle aziende affiliate.

Il periodo tra le due guerre mondiali segna il momento di massima concentrazione finanziaria. Le famiglie proprietarie dei

grandi zaibatsu furono considerate successivamente dal Comando alleato tra i responsabili del militarismo e dell'espansionismo giapponese. Tra l'agosto del 1946 e l'agosto del 1947 gli alleati classificarono 83 holdings finanziarie e dieci famiglie furono identificate come famiglie-zaibatsu. Le partecipazioni azionarie detenute da queste dieci famiglie furono trasferite alla Holding Companies Liquidation Commission (Aoki, 1987, p. 268).

Parallelamente alla dissoluzione degli zaibatsu, il Comando alleato avviò una "purga" contro i membri delle dieci grandi famiglie proprietarie e contro 240 alti dirigenti delle holdings e di alcune società sussidiarie dei vari zaibatsu. Aoki ha definito questa fase di ricambio delle élite dirigenziali come "managerial revolution from above".

La legge antitrust imposta dagli alleati nel 1947 fissò un tetto massimo del 5 per cento per le partecipazioni azionarie delle banche commerciali nelle imprese industriali<sup>34</sup>; tale limite fu successivamente portato al 10 per cento nel 1953. Già nel 1956 complessivamente il 20 per cento del capitale azionario delle società giapponesi quotate era detenuto da istituti di credito. Le partecipazioni incrociate subirono un forte incremento nello stesso periodo, passando dal 5,6 per cento del 1949 al 15,7 del 1956 (Aoki, 1987).

In linea teorica, la normativa antitrust proibiva le partecipazioni incrociate, ma già nel 1949 questa proibizione fu

---

34. L'articolo 9 della legge antitrust giapponese vieta la costituzione di holding "whose principal business is to control ... the business activities of another company" (citato in Aoki, 1984, p. 11). Società non finanziarie possono tuttavia detenere quote azionarie di altre società, nella misura in cui ciò non si traduca in una diminuzione della concorrenza e fin tanto che il valore d'acquisto di questi titoli non ecceda il patrimonio netto della società acquirente (ibid.).

abrogata.

Dopo il crollo di borsa del 1964-65 si diede il via a una relativa liberalizzazione degli investimenti stranieri in Giappone. Tale evento secondo Aoki diffuse tra le imprese nipponiche il timore di diventare prede di takeovers da parte di società estere. Poiché il codice commerciale giapponese (art. 220) vieta, tranne poche eccezioni, a un'impresa la possibilità di riacquistare le proprie azioni, "related companies utilized mutual shareholding as a substitute and, in mutually agreed, concerted 'stockholder stabilization operations', purchased most of the stocks offered" (Aoki, 1987, p. 273). Alla fine del 1968 le partecipazioni azionarie in società quotate in borsa detenute da istituti finanziari erano arrivate al 30,3 per cento e le partecipazioni incrociate costituivano un ulteriore 21,4 per cento (ibid.).

#### A4. I gruppi societari: tipologie e motivazioni

In generale, i gruppi di imprese sono insiemi di società giuridicamente indipendenti, collegate da legami azionari che consentono il controllo di tutte le attività oppure ne facilitano almeno il coordinamento. Nell'economia giapponese esistono oggi due forme di raggruppamenti societari: i keiretsu finanziari e i gruppi gerarchici.

- a) I keiretsu finanziari o "gruppi associativi" seguono le linee organizzative dei vecchi zaibatsu. Ogni società appartenente al keiretsu detiene partecipazioni azionarie in altre imprese del gruppo e allo stesso modo quote del suo capitale sociale sono possedute da altre società del keiretsu. Il potere relativo delle varie società è più o meno equivalente e ogni keiretsu ha al proprio interno almeno una banca e una trading company (le cosiddette sogo

shosha). I gruppi associativi (definiti anche "gruppi di tipo A") attualmente presenti in Giappone sono: Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo e Fuji (o Fuyo), sorti sulle basi di precedenti zaibatsu del periodo prebellico, cui si aggiungono due gruppi di più recente formazione, Sanwa e Daiichi-Kangin (DKB) (Goto, 1982). Il coordinamento delle varie attività è per lo più affidato a strumenti di tipo informale in quanto non esistono, in questo genere di gruppi, delle holdings. Esiste un cosiddetto Club dei Presidenti di cui fanno parte i dirigenti delle varie società del gruppo: pur non avendo natura giuridica, esso si riunisce periodicamente e coordina la politica del keiretsu. A fianco di questa struttura informale, il coordinamento societario è garantito da interlocking directorates: il 69 per cento delle società che appartengono a un gruppo associativo hanno nei consigli di amministrazione direttori (inclusi sindaci) provenienti da altre società dello stesso gruppo. Il 45 per cento di questi dirigenti è di solito designato dalle trading companies e dalle banche (Goto, 1982, p. 57). Questo genere di gruppi presenta un corposo flusso di prestiti interni (cfr. Tav. A1) e anche di transazioni di beni intermedi all'interno del gruppo (Goto, 1982).

- b) Accanto ai gruppi di "tipo A" vi sono i "gruppi piramidali" o gerarchici (chiamati anche "gruppi di tipo B") composti da una o più società principali e da più sussidiarie, più simili ai gruppi italiani. Le due forme di raggruppamenti societari non sono necessariamente alternative: in molti casi imprese che fanno parte di un keiretsu finanziario danno vita a un loro gruppo gerarchico, con delle proprie società satellite (Goto, 1982). Le 100 più

I SEI PRINCIPALI GRUPPI D'IMPRESE IN GIAPPONE (FINANCIAL KEIRETSU), 1985 (\*)

	Mitsui	Mitsubishi	Sumitomo	Sanwa	Fuyo	DKB	Totale
Numero di imprese nel Club dei presidenti	24	28	21	44	29	47	188
Partecipazioni azionarie incrociate all'interno del gruppo (%)	17,9	25,2	25,0	16,8	15,8	13,3	
Finanziamento bancario interno al gruppo	21,1	22,4	27,7	20,3	18,4	12,1	
Quota del finanziamento bancario proveniente da banche del gruppo in termini di attività (%)	2,20	2,36	1,36	2,93	2,55	4,19	14,24
in termini di profitti (%)	5,07	3,07	1,42	3,03	3,59	3,29	17,16
in termini di addetti (%)	0,69	0,69	0,38	1,16	0,96	1,92	4,54

Fonte: The Oriental Economist, Kigyo Keiretsu Soran, 1987.

(\*) Dal momento che vi sono diverse imprese che appartengono a due gruppi, il numero di imprese nei sei Club dei presidenti non equivale al numero totale di imprese che fanno parte di almeno uno dei sei gruppi.

**STRUTTURA PROPRIETARIA DEI GRUPPI**  
(media 1974-82 - valori percentuali)

Gruppi	Partecipazioni di				Totali
	Istituzioni finanziarie	Imprese non finanziarie	Investitori individuali	Residenti stranieri e altri	
Mitsui	37,0	29,3	30,9	2,8	100,0
Mitsubishi	39,6	22,7	34,7	3,0	100,0
Sumitomo	34,8	32,0	30,8	2,4	100,0
Fuji	37,1	23,4	36,0	3,5	100,0
DKB	41,2	21,9	33,5	3,4	100,0
Sanwa	40,2	22,1	35,3	2,4	100,0
Sussidiarie	17,1	55,1	23,6	4,2	100,0
Non-Keiretsu	37,2	19,3	40,0	3,5	100,0

Fonte: Nakatani (1984).

grandi società non finanziarie giapponesi avevano nel 1970 7.612 sussidiarie, costituite da imprese il cui capitale azionario era posseduto per almeno il 10 per cento da una società principale (Goto, 1982, p. 58). Il gruppo Hitachi è il più grande in questa categoria.

La struttura proprietaria dell'industria giapponese registra una prevalenza delle partecipazioni intrasocietarie sia per i keiretsu, sia per le altre imprese. Nel caso dei sei grandi keiretsu, in media il 38,3 per cento del loro capitale azionario è detenuto da istituzioni finanziarie, cui si aggiunge mediamente un 25,2 per cento costituito da partecipazioni di società non finanziarie; soltanto il 33,5 per cento delle quote azionarie è in media detenuto da investitori individuali (tav. A2). Nel 1984 oltre il 20 per cento delle azioni del complesso delle società giapponesi era posseduto dalle banche, cui si affiancava un ulteriore 17 per cento detenuto da società assicuratrici (Prowse, 1991, p. 4).

Le partecipazioni incrociate danno luogo in Giappone a un'allocazione proprietaria stabile nel tempo: ciascuna società detentrici di pacchetti azionari di altre imprese si impegna, di fatto, a non cederli senza aver preventivamente avvertito l'impresa o le imprese in questione.

#### **A4.1 Le principali interpretazioni del ruolo dei gruppi societari giapponesi**

Secondo Caves e Uekusa (1976) i keiretsu, non costituiscono di solito il frutto di concentrazioni (verticali o orizzontali) su singoli mercati ma agglomerazioni intrasettoriali; essi consentirebbero lo sfruttamento di potere di mercato, permettendo una discriminazione di prezzo tra le imprese clienti appartenenti al gruppo e il resto del mercato. Il commercio intragruppo avrebbe



luogo a prezzi pari al costo marginale interno, inferiore al prezzo praticato ai clienti esterni. Nel caso, inoltre, di settori che presentano costi iniziali irrecuperabili, le aziende appartenenti al gruppo costituirebbero un mercato iniziale minimo che incentiverebbe gli investimenti da parte di società collegate allo stesso gruppo.

Anche se effettivamente le transazioni interne al gruppo non sono trascurabili, questa non sembra una spiegazione convincente della formazione di gruppi, tanto più che l'evidenza empirica non corrobora la tesi dello sfruttamento del potere di mercato. Gli stessi Caves e Uekusa (1976) sottopongono a verifica l'ipotesi che i gruppi societari abbiano come finalità quella di massimizzare il profitto congiunto di tutte le società affiliate, ma non trovano per il periodo considerato (1961-1970) una differenza significativa tra i profitti medi di società appartenenti ai keiretsu e società indipendenti. Nakatani (1984) replicando la stessa ricerca per il periodo 1971-1982 conferma i risultati di Caves e Uekusa.

Secondo Aoki (1988) i keiretsu svolgerebbero proprio la funzione di salvaguardia dal rischio di scalate ostili e di ripartizione del rischio, che egli ritiene essenziale al modello giapponese di impresa: essi "garantirebbero] la stabilità dei redditi dei corpi costituenti delle imprese affiliate, cioè i lavoratori e gli azionisti" (Aoki, 1988, p. 294). Osserva Aoki che "l'assunzione del rischio legato all'incerto rendimento dell'impresa viene spartito tra i lavoratori e gli investitori individuali, con la fondamentale asimmetria tra i due data dal fatto che il rischio sostenuto dai primi non è trasferibile attraverso il mercato dei capitali, mentre ciò è possibile per il rischio assunto dai secondi" (Aoki, 1988, p. 299).

Il possesso incrociato di quote azionarie da parte di

società appartenenti a un gruppo conglomerato può abbassare il rischio associato alla variabilità del reddito, sia per le imprese associate sia per i lavoratori. Questa lettura si ricollega alla teoria dell'impresa giapponese, cui si è fatto cenno prima, come insieme di interessi proprietari e non, in cui il management media tra gli azionisti e i lavoratori. La diversificazione del rischio sul mercato dei capitali che è meno praticabile per i lavoratori e per i managers indurrebbe in parte altre strategie. Questo sarebbe particolarmente vero in un sistema caratterizzato dallo scarso sviluppo dei meccanismi assicurativi sociali e dall'elevato grado di specificità delle risorse umane rispetto alla singola impresa, indotto dal modello di organizzazione delle imprese giapponesi.

Berglöf e Perotti (1990) propongono una interpretazione dei keiretsu come meccanismi collettivi di risoluzione di conflitti tra imprese e di stimolo per la cooperazione. Il gruppo conglomerale costituirebbe in un contesto di contratti incompleti un tipo di "contratto intermedio" che combina alcune caratteristiche della proprietà con quelle dell'arbitrato per la risoluzione di contingenze non previste. L'idea di base è che esistano dei benefici potenziali da una eventuale joint-venture tra imprese e che serva un meccanismo che sostenga la cooperazione (enforcement mechanism). Lo scambio di pacchetti azionari tipico dei gruppi conglomerali costituirebbe un efficiente strumento per sostenere la cooperazione tra imprese di dimensioni simili.

Secondo Sheard (1991) i gruppi finanziari costituirebbero un meccanismo di assicurazione implicita contro il rischio di fallimento. I keiretsu servirebbero non tanto per stabilizzare i profitti ma "to avoid very bad states of nature in which the viability of the firm itself is threatened. Intuitively, share interlocks create a pool of financial reserves upon which firms can 'draw' when their profit realisation is particularly low" (Sheard, 1991, p. 431). Le partecipazioni incrociate e la connessa stabili-

tà dell'azionariato sarebbero importanti soprattutto in un sistema finanziario in cui le banche costituiscono il fulcro del finanziamento alle imprese: nel caso giapponese addirittura tutti i keiretsu sono costruiti intorno a grandi banche. La stabilità proprietaria e l'ostacolo alle scalate ostili garantirebbero alle banche la possibilità di applicare clausole implicite proprie dei contratti di credito: "taking over the running of a firm in financial crisis and reorganising the management" (Sheard, 1991, p. 439). La banca non sarebbe disposta a finanziare in misura così elevata l'impresa o il gruppo se non avesse "the expectation of being readily able to intervene in the management of the firm in the event of financial or managerial crisis, one element of which involves the stable shareholders not obstructing the main bank's intervention either directly by exercising their own collective control rights or indirectly by selling their shares in the market and shifting control rights to third parties" (ibid.). La banca non sarebbe parimenti disposta a sostenere i costi delle operazioni di risanamento in assenza di garanzie su chi avrà in futuro il controllo sull'impresa<sup>35</sup>.

---

35. A queste interpretazioni va infine aggiunta quella di Dore (1987) secondo cui i gruppi societari svolgerebbero il ruolo di accrescere il potere contrattuale delle imprese nei confronti dello Stato e tra grandi imprese.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Abegglen, J. C., e G. Stalk (1985), Kaisha: The Japanese Corporation, New York, Basic Books.
- Albert, M. (1991), Capitalisme contre capitalisme, Paris, Éditions du Seuil; trad. it.: Capitalismo contro capitalismo, Bologna, il Mulino, 1993.
- Aleotti, A. (1990), Borsa e Industria. 1861-1989: cento anni di rapporti difficili, Milano, Ed. di Comunità.
- Amatori, F. (1991), Forme di impresa in prospettiva storica, in S. Zamagni (a cura di), Imprese e mercati, Torino, UTET.
- Aoki, M. (a cura di) (1984a), The Economic Analysis of the Japanese Firm, Amsterdam, North-Holland.
- \_\_\_\_\_ (1984b), Aspects of the Japanese Firm, in Aoki (1984a).
- \_\_\_\_\_ (1984c), Shareholders' Non-unanimity on Investment Financing: Banks vs. Individual Investors, in Aoki (1984a).
- \_\_\_\_\_ (1984d), Risk Sharing in the Corporate Group, in Aoki (1984a).
- \_\_\_\_\_ (1984e), The Co-operative Game Theory of the Firm, Oxford, Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ (1987), The Japanese Firm in Transition, in K. Yamamura e Y. Yasuba (a cura di), The Political Economy of Japan, vol. I: The Domestic Transformation, Stanford, Stanford University Press.
- \_\_\_\_\_ (1988), Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy, Oxford, Oxford University Press; trad. it.: La microstruttura dell'economia giapponese, Milano, Angeli, 1991.
- \_\_\_\_\_ (1990), Toward an Economic Model of the Japanese Firm, in "Journal of Economic Literature", vol. 28, pp. 1-27.
- \_\_\_\_\_ e N. Rosenberg (1990), The Japanese Firm as an Innovating Institution, in T. Shiraishi e S. Tsuru (a cura di), Economic Institutions in a Dynamic Society, London, Macmillan.
- Archibald, G. C. (1987), The Theory of the Firm, in The New Palgrave: A Dictionary of Economics, London, Macmillan, vol. II, pp. 357-63.

- Barca, F. (1993), Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 194.
- \_\_\_\_\_, P. Casavola e M. Perassi (1993), Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica, Banca d'Italia, Temi di discussione, in corso di pubblicazione.
- \_\_\_\_\_, e G. Ferri (1993), Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia, Banca d'Italia, Temi di discussione, in corso di pubblicazione.
- Berglöf, E. (1990), Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems, in M. Aoki e altri (a cura di), The Firm as a Nexus of Treaties, London, Sage Publications.
- \_\_\_\_\_, ed E. Perotti (1990), The Japanese Financial Keiretsu as a Collective Enforcement Mechanism, marzo, dattiloscritto.
- Bianco, M. (1993), Il controllo nella public company, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 195.
- Bonelli, F. (1978), Il capitalismo italiano. Linee generali d'interpretazione, in Storia d'Italia, Annali 1: Dal feudalismo al capitalismo, Einaudi, Torino.
- Brioschi, F., L. Buzzacchi e M. G. Colombo (1990), Gruppi di imprese e mercato finanziario, Roma, La Nuova Italia Scientifica.
- Cable, J., e H. Yasuki (1985), Internal Organization, Business Groups and Corporate Performance, in "International Journal of Industrial Organization", n. 3, pp. 401-20.
- Cafagna, L. (1989), Dualismo e sviluppo nella storia d'Italia, Venezia, Marsilio.
- \_\_\_\_\_, (1992), Gruppi industriali e economie ritardatarie. Riflessioni sul caso Italiano, in "Stato e Mercato", n. 34, aprile.
- Cameron, R. (1975), Le banche e lo sviluppo del sistema industriale, Bologna, il Mulino.
- Candeloro, G. (1978), Storia dell'Italia moderna, vol. VIII: La prima guerra mondiale, il dopoguerra, l'avvento del fascismo, Milano, Feltrinelli.

- Caracciolo, A. (a cura di) (1969), La formazione dell'Italia industriale, Bari, Laterza.
- Cardilli, D., L. Pinzani e P. E. Signorini (1993), Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia, Banca d'Italia, Temi di discussione n. 197.
- Caves, R. E., e M. Uekusa (1976), Industrial Organization in Japan, Washington DC, The Brookings Institution.
- Chandler, A. D. (1990), Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism, Cambridge MA, Harvard University Press.
- \_\_\_\_\_, P. L. Payne, J. Kocka e K. Yamamura (1986), Evoluzione della grande impresa e management, Torino, Einaudi.
- Cianci, E. (1977), La nascita dello Stato imprenditore, Milano, Mursia.
- Ciocca, P. (1975), Introduzione all'edizione italiana, in Cameron (1975).
- De Vecchi, N. (1993), Crisi, Torino, Bollati-Boringhieri.
- Dore, R. (1987), Taking Japan Seriously, London, The Athlone Press; trad. it.: Bisogna prendere il Giappone sul serio. Saggio sulla varietà dei capitalismi, Bologna, il Mulino, 1990.
- Farina, F. (1976), Modelli interpretativi e caratteri del capitalismo italiano, in "Quaderni Storici", vol. 11, maggio-agosto.
- Fuà, G. (a cura di), Lo sviluppo economico in Italia. Storia dell'economia italiana negli ultimi cento anni, Milano, Angeli.
- Gentile, E. (1977), L'Italia giolittiana 1899-1914, Bologna, il Mulino.
- Gerschenkron, A. (1962), Economic Backwardness in Historical Perspective, Cambridge MA, Belknap Press.
- Goto, A. (1982), Business Groups in a Market Economy, in "European Economic Review", n. 19, pp. 53-70.
- Grifone, P. (1971), Il capitale finanziario in Italia, Torino, Einaudi, 1971; 1<sup>a</sup> ed. 1940.

- Grossman, S. J., e O. D. Hart (1980), Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation, in "The Bell Journal of Economics", n. 11, pp. 42-64.
- Hayek, F. A. von (1954), Capitalism and Historians, London, Routledge; trad. it.: Il capitalismo e gli storici, Roma, Bonacci, 1991.
- Hilferding, R. (1961), Il capitale finanziario, Milano, Feltrinelli; tit. orig.: Das Finanzkapital: eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus, Frankfurt a. M., Europäische Verlagsanstalt, 1910.
- Hirschneier, J. (1964) The Origins of Entrepreneurship in Meiji Japan, Cambridge MA, Harvard University Press.
- Imai, K. (1980), Japan's Industrial Organization, in Sato (1980).
- Jensen, M. (1988), Takeovers: Causes and Consequences, in "Journal of Economic Perspectives", n. 2, pp. 29-48.
- Kester, W. C. (1992), Industrial Groups as Systems of Contractual Governance, in "Oxford Review of Economic Policy", vol. 8, n. 3, pp. 24-44.
- Kiyonari, T., e H. Nakamura (1980), The Establishment of the Big Business, in Sato (1980).
- Landes, D. S. (1960), The Structure of Enterprise in the Nineteenth Century, in Histoire contemporaine, Stockholm, vol. V; ripubblicato in D. S. Landes, (a cura di), The Rise of Capitalism, London, Macmillan, 1966.
- Lazonick, W. (1992), Controlling the Market for Corporate Control: The Historical Significance of Managerial Capitalism, in "Industrial and Corporate Change", vol. 1, n. 3, pp. 445-88.
- Locatelli, R. (a cura di) (1991), Il sistema finanziario tedesco, Bologna, il Mulino.
- Marx, K. (1958), Il capitale, Roma Editori Riuniti, 1958, vol. I; tit. orig.: Das Kapital, 1861.
- Mattioli, R. (1962), I problemi attuali del credito, in "Mondo Economico", n. 2; ripubblicato in Villari (1972).
- Mokyr, J. (a cura di) (1985), The Economics of Industrial Revolution, Oxford, Oxford University Press.
- Morandi, R. (1931), Storia della grande industria in Italia, Bari, Laterza.

- Mori, G., (1977), Il capitalismo industriale in Italia, Roma, Editori Riuniti.
- Morishima, M. (1982), Why Has Japan "Succeeded"? Western Technology and the Japanese Ethos, Cambridge, Cambridge University Press; trad. it.: Scienza e tecnologia nel successo giapponese, Bologna, il Mulino, 1984.
- Myazaki, Y. (1980), Excessive Competition and the Formation of Keiretsu, in Sato (1980).
- \_\_\_\_\_ (1980), The Japanese-Type Structure of Big Business, in Sato (1980).
- Nakamura, T. (1981), The Postwar Japanese Economy, Tokyo, Tokyo University Press.
- Nakatani, I. (1984), The Economic Role of the Financial Corporate Grouping, in Aoki (1984a).
- North, D. C. (1981), Structure and Change in Economic History, New York, Basic Books.
- Patrick, M. (1975), Giappone 1868-1914, in Cameron (1975).
- Payne, P. L. (1986), Impresa industriale e management in Gran Bretagna, 1760-1971, in Chandler e altri (1986).
- Pesaresi, N. (1993), Aspetti economici e normativi dell'attività degli enti creditizi rilevante per la riallocazione della proprietà, Banca d'Italia, Temi di discussione, in corso di pubblicazione.
- Prowse, S. D. (1991), The Structure of Corporate Ownership in Japan, FED - Discussion Series, n. 174.
- Rodano, G. (1972), Tre capi della Comit: Joel, Toeplitz, Mattioli, in "Quaderni della Rivista Trimestrale", n. 35-36, pp. 327-44.
- \_\_\_\_\_ (1983), Il credito all'economia. Raffaele Mattioli alla Banca Commerciale Italiana, Milano-Napoli, Ricciardi.
- Romeo, R. (1988), Breve storia della grande industria in Italia, Milano, Il Saggiatore, 2<sup>a</sup> ed.
- Rossi, E. (1955), I padroni del vapore, Bari, Laterza.
- Sato, K. (a cura di) (1980), Industry and Business in Japan, New York, Sharpe.



- Schneider-Lenné, E. (1992), Corporate Control in Germany, in "Oxford Review of Economic Policy", vol. 8, n. 3, pp. 11-23.
- Sheard, P. (1989), The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan, in "Journal of Economic Behaviour and Organization", n. 19, pp. 53-70.
- \_\_\_\_\_ (1991), The Economics of Interlocking Shareholding in Japan, in "Ricerche economiche", vol. 45, n. 2-3, pp. 421-48.
- Spaventa, L. (1959), Dualism in Economic Growth, in "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review", n. 51.
- Sraffa, P. (1922), The Bank Crisis in Italy, in "The Economic Journal", giugno; trad. it.: in F. Cesarini e M. Onado (a cura di), Struttura e stabilità del sistema finanziario, Bologna, il Mulino, 1979.
- Sylla, R., e G. Toniolo (a cura di) (1991), Patterns of European Industrialization. The Nineteenth Century, London, Macmillan.
- Tilly, R. (1990), La banca universale in una prospettiva storica: l'esperienza tedesca, in "Banca, Impresa, Stato", n. 1.
- Toniolo, G. (a cura di) (1978), L'economia italiana 1861-1940, Bari, Laterza.
- \_\_\_\_\_ (1988), Alexander Gerschenkron e l'Italia: alcune considerazioni nel decimo anniversario della morte, in "Rivista di Storia Economica", n. 3, ottobre.
- Vicarelli, F. (1979), Introduzione a Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano, Bologna, il Mulino.
- Villari, L. (1972), Il capitalismo italiano del novecento, Bari, Laterza.
- Yamamura, K. (1969), The Randing of Mitsubishi: A Case Study in Japanese Business History, in "Business History Review", vol. 41, pp. 152-87.
- \_\_\_\_\_ (1982), The Role of the Zaibatsu in the Adoption of New Technology and Creation of Internal Capital and Labor Markets in Meiji Japan, in L. Joerberg e N. Rosenberg (a cura di), Technical Change, Employment and Investment, Lund, University of Lund.
- \_\_\_\_\_ (1986), L'industrializzazione del Giappone. Impresa,

proprietà e gestione, in Chandler (1986).

Williamson, O. E. (1979), Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations, in "Journal of Law and Economics", n. 22, vol. II.

Zamagni, V. (1990), Dalla periferia al centro. La seconda rinascita economica dell'Italia, 1861-1981, Bologna, il Mulino.

## ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (\*)

- n. 172 — *Mancate interviste e distorsione degli stimatori*, di L. CANNARI e G. D'ALESSIO (giugno 1992).
- n. 173 — *Inflazione attesa, tassi reali e la struttura per scadenza dei tassi d'interesse*, di R. CESARI (luglio 1992).
- n. 174 — *Economie di scala e di diversificazione nell'industria bancaria: il ruolo dell'eterogeneità tra imprese*, di G. PARIGI, P. SESTITO e U. VIVIANI (luglio 1992).
- n. 175 — *L'economia italiana nella prospettiva europea: terziario protetto e dinamica dei redditi nominali*, di F. BARCA e I. VISCO (luglio 1992).
- n. 176 — *Struttura finanziaria e riforme nei paesi dell'Europa centrale e orientale*, di P. CATTE e C. MASTROPASQUA (settembre 1992).
- n. 177 — *Creazione e distruzione di posti di lavoro in Italia*, di B. CONTINI, A. GAVOSTO, R. REVELLI e P. SESTITO (settembre 1992).
- n. 178 — *Private Saving and Government Deficit in Italy (1951-1990)*, di N. ROSSI e I. VISCO (ottobre 1992).
- n. 179 — *Implementing Stochastic Optimal Control of Nonlinear Models: A Comparison with Alternative Solution Methods*, di A. CIVIDINI e S. SIVIERO (ottobre 1992).
- n. 180 — *Rischio di tasso d'interesse e coefficienti patrimoniali: un'analisi dei regolamenti SIM*, di F. DRUDI e F. PANETTA (novembre 1992).
- n. 181 — *Mean Reversion Tests with Reflecting Barriers: An Application to European Monetary System Exchange Rates*, di C. A. BALL e A. ROMA (novembre 1992).
- n. 182 — *Concorrenza e discriminazione di prezzo nel mercato del credito in Italia*, di G. FERRI e G. GOBBI (novembre 1992).
- n. 183 — *Inflazione e dispersione dei prezzi relativi*, di M. CARUSO (dicembre 1992).
- n. 184 — *Durables and Nondurables Consumption: Evidence from Italian Household Data*, di A. BRUGIAVINI e G. WEBER (dicembre 1992).
- n. 185 — *Risk Sharing and Precautionary Saving*, di L. GUIISO e T. JAPPELLI (dicembre 1992).
- n. 186 — *Convergence of Inflation, Prerequisite for EMU*, di L. BINI SMAGHI e P. DEL GIOVANE (dicembre 1992).
- n. 187 — *Rating the EC as an Optimal Currency Area*, di L. BINI SMAGHI e S. VORI (gennaio 1993).
- n. 188 — *Industrial Countries' Protectionism with Respect to Eastern Europe: The Impact of the Association Agreement Concluded with the EC on the Exports of Poland, Czechoslovakia and Hungary*, di C. MASTROPASQUA e V. ROLLI (gennaio 1993).
- n. 189 — *Il ruolo della concorrenza nell'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche italiane*, di D. FOCARELLI e R. TEDESCHI (gennaio 1993).
- n. 190 — *Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale*, di G. SALVEMINI e V. ZAMAGNI (febbraio 1993).
- n. 191 — *Metodi per la stima in tempo reale della produzione industriale: una riconsiderazione e un confronto*, di G. SCHLITZER (marzo 1993).
- n. 192 — *Aspettative di cambio nello SME*, di A. ROMA (aprile 1993).
- n. 193 — *On the Economics of Interbank Payment Systems*, di P. ANGELINI e C. GIANNINI (maggio 1993).
- n. 194 — *Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole*, di F. BARCA (maggio 1993).
- n. 195 — *Il controllo nella public company*, di M. BIANCO (maggio 1993).

---

(\*) I «Temi» possono essere richiesti a:

*Finito di stampare  
nel mese di maggio 1993  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*



