

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo:
teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia**

di Fabrizio Barca e Giovanni Ferri



Numero 203 - Luglio 1993

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo:
teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia**

di Fabrizio Barca e Giovanni Ferri

Numero 203 - Luglio 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, LUIGI GUISO, DANIELE TERLIZZESE; SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).*

**CRESCITA, FINANZIAMENTO E RIALLOCAZIONE DEL CONTROLLO:
TEORIA E PRIME EVIDENZE EMPIRICHE PER L'ITALIA**

di Fabrizio Barca (*) e Giovanni Ferri (*)

Sommario

Nel lavoro si argomenta che il basso grado di ricambio assicurato in Italia tra le imprese medio-grandi dal salto dimensionale di un numero adeguato di piccole imprese è connesso con l'"ingessamento" del mercato della riallocazione proprietaria. Lo spunto teorico proviene dai recenti sviluppi sulle relazioni tra finanza e controllo in presenza di contratti incompleti. Nel lavoro si suggerisce una duplice relazione fra crescita e ricambio del controllo: dati i cambiamenti nelle capacità imprenditoriali richiesti al crescere dell'impresa, il ricambio può essere condizione necessaria per la crescita; le garanzie richieste dai finanziatori esterni possono a un tempo sollecitare e provocare tale ricambio.

Si presentano alcuni riscontri empirici preliminari. In un ampio campione di piccole e medie imprese, si osserva che la crescita è correlata positivamente alla redditività e al peso dell'autofinanziamento; le imprese più dinamiche godono di saggi d'interesse più bassi sui prestiti, di un maggior numero di controparti bancarie e di un più ampio ricorso al credito a lungo termine. In secondo luogo, su un campione casuale di imprese industriali con oltre 50 addetti, si osserva che, nelle imprese meno dinamiche tra quelle riallocate, i vincoli finanziari sembrano i moventi della riallocazione che consente una riduzione del leverage, mentre nelle imprese in crescita la riallocazione proprietaria si accompagna a un incremento sia del capitale di rischio sia di quello di debito.

(*) Banca d'Italia, Servizio Studi.

Indice

1. Introduzione	p. 7
2. Crescita e allocazione efficiente del controllo	p. 12
3. Crescita, finanziamento e alterazione del controllo	p. 18
3.1 Contratti di finanziamento come strumenti di limitazione del controllo	p. 19
3.2 Debito e azioni: la natura delle garanzie	p. 24
3.3 Alcune conclusioni generali	p. 30
3.4 La specificità delle piccole imprese	p. 33
4. Alcune ipotesi sul caso italiano	p. 37
5. Alcune prime evidenze empiriche	p. 41
5.1 La struttura finanziaria delle piccole imprese in crescita	p. 42
5.1.1 Crescita e redditività	p. 47
5.1.2 Crescita e struttura patrimoniale	p. 50
5.1.3 Crescita, condizioni e disponibilità del credito	p. 60
5.2 Le caratteristiche delle imprese per le quali è mutato il controllo: uno sguardo preliminare .	p. 66
Riferimenti bibliografici	p. 77

1. Introduzione¹

La crescita delle imprese già attive rappresenta, assieme all'avvio di nuove iniziative imprenditoriali, una delle fonti dello sviluppo economico. Il decollo di imprese dalle fasce dimensionali inferiori consente, inoltre, di sottoporre a concorrenza, di alimentare e di rinnovare continuamente il sistema delle medie e grandi imprese². L'esistenza di impedimenti alla crescita delle imprese può dunque avere gravi effetti negativi sulle possibilità di sviluppo di un'economia e sulla sua efficienza.

In Italia, è tesi diffusa che gli ostacoli alla crescita delle imprese siano particolarmente elevati. Alle grandi imprese viene rimproverato di non raggiungere, salvo rare eccezioni, soglie dimensionali confrontabili con quelle di altri paesi industriali. Circa le imprese minori, si argomenta che troppo modesto è il numero delle piccole aziende che divengono medie e delle medie che divengono grandi.

Con ogni probabilità, la dimensione delle grandi imprese è in realtà sottostimata a causa della scarsa conoscenza statistica dei gruppi che esse formano; mentre la carenza di medie imprese viene esagerata, perché non si ha contezza

1. Il lavoro ha beneficiato di commenti raccolti su precedenti stesure: ringraziamo in particolare Magda Bianco, Giorgio Gobbi, Marcello Messori, Nicola Pesaresi, Laura Pinzani e Luigi Zingales. Gli autori restano comunque responsabili per le imprecisioni o errori presenti nel testo. Per le elaborazioni informatiche sui dati si ringraziano Cinzia Chini e Romolo Di Giannantonio.

2. Si pensi al classico modello schumpeteriano in cui dall'espansione delle piccole imprese viene, in cicli lunghi ricorrenti nel tempo, l'impulso per il rinnovamento delle tecnologie e per lo sviluppo economico.

dell'organizzazione in gruppi di molte piccole imprese³. Non appare, tuttavia, affatto infondata la preoccupazione che nella nostra economia sia modesto il numero dei "campioni", cioè di quelle imprese che dalla piccola o media dimensione crescono fino a divenire grandi, affiancando e insidiando posizioni consolidate di aziende maggiori, italiane ed estere.

Oltre che con problemi attinenti al mercato del lavoro, gli ostacoli alla crescita vengono spiegati con tre tesi: a) le limitazioni del finanziamento bancario; b) l'avversione dei soggetti che controllano le imprese a diffondere la proprietà; c) le difficoltà che le società di capitali incontrano nel collocamento azionario.

L'evidenza di cui si dispone a conforto di queste tesi è in realtà modesta. Nonostante i gravi problemi di omogeneità statistica che distorcono il confronto, non emergono differenze sostanziali fra le strutture finanziarie, segnatamente fra i leverages, delle imprese del nostro paese e degli altri principali paesi industriali⁴. Una corretta valutazione delle passività sembra suggerire che la quota del debito finanziario sul totale dei finanziamenti non diverge in modo rilevante neppure fra imprese medio-piccole e grandi imprese⁵. Dell'esistenza di vincoli al finanziamento con capitale di debito delle imprese minori si hanno riscontri

3. Su questi aspetti faranno luce due degli studi applicati in corso nel progetto di ricerca.

4. Cfr. Mayer (1990), Fazio (1991), Gilibert e Steinherr (1992).

5. Rispetto ai dati tradizionali (cfr. ad esempio Bonato e Faini, 1991), Zanetti e Sembenelli (1990) argomentano che una parte rilevante dei debiti finanziari delle piccole imprese (poco meno del 10 per cento) sono in realtà sottoscritti dai titolari delle imprese: per motivi fiscali essi preferiscono tale forma di finanziamento alla sottoscrizione di aumenti di capitale.

assai deboli⁶.

Circa la scarsa propensione a diffondere la proprietà, non solo manca in realtà una quantificazione del fenomeno rispetto ad altri paesi⁷, ma insufficiente appare anche l'approfondimento analitico e fattuale delle sue determinanti. La scarsa propensione a "raccolgere capitale di rischio sul mercato", cioè presso soggetti terzi con cui non si hanno cointeressenze economiche, è spesso spiegata come comportamento non razionale, mosso dall'adesione a "valori tradizionali". Nel giustificare la scarsa propensione del pubblico ad acquisire partecipazioni di minoranza - con l'eccezione delle fasi di esplosione dei valori mobiliari, quando l'acquisto è mosso da finalità speculative - si punta il dito sulla fragilità ed esiguità della borsa e sulla diffusione limitata degli investitori istituzionali, ma generalmente non si affronta in modo compiuto la questione centrale delle garanzie di cui gode in Italia l'azionariato diffuso.

Riteniamo, dunque, che nell'individuare i tre ostacoli alla crescita prima indicati si colgano aspetti rilevanti del problema, ma che essi debbano essere inquadrati e reinterpretati in uno schema di analisi nuovo, che abbia al proprio centro la questione della relazione fra crescita di un'impresa e riallocazione del suo controllo.

In questo lavoro si suggerisce che questa relazione assume due forme, corrispondenti a due distinti requisiti dei processi di crescita di un'impresa: il reperimento dei mezzi

6. Cfr. Rondi e Sembenelli (1990), Galeotti, Schiantarelli e Jaramillo (1991), Bonato e Faini (1991).

7. La sola, rilevante indicazione quantitativa di natura sistematica viene implicitamente dalla struttura dimensionale del sistema produttivo italiano, dove è superiore agli altri paesi la quota di piccole imprese (per loro natura a proprietà più concentrata).

finanziari esterni; il ricambio del controllo.

La necessità di reperire mezzi finanziari esterni deriva dal fatto che generalmente i fondi personali del proprietario e l'autofinanziamento d'impresa sono insufficienti rispetto alle opportunità di sviluppo esistenti. A ostacolare il finanziamento esterno è l'incompletezza informativa: i soggetti a cui è richiesto di provvedere al capitale, di rischio o di debito che sia, non hanno l'intenzione, le competenze e gli strumenti per verificare di continuo l'impiego del proprio patrimonio. Affinché essi decidano di anticiparlo e lo concedano a prezzi non proibitivi è necessario che siano loro concesse garanzie circa quell'impiego. Queste stesse garanzie rappresentano tuttavia una forma di lesione del potere di controllo e possono rendere instabile la struttura del controllo e anche favorirne la riallocazione.

Il secondo aspetto della relazione fra crescita e riallocazione del controllo è associato alle alterazioni che la crescita comporta nelle funzioni e nell'organizzazione di un'impresa. In presenza di una crescita elevata della dimensione dell'impresa, è presumibile che mutino le capacità imprenditoriali richieste per la sua direzione: se il soggetto controllante "non sa crescere con l'impresa", l'allocazione del controllo di partenza diviene inefficiente. Perché l'impresa possa crescere con successo deve avere luogo una riallocazione.

Fra i due processi può instaurarsi un legame virtuoso: è il caso di un'impresa in crescita dove il cambiamento organizzativo e tecnologico richieda un ricambio del "cavaliere"; questo può essere favorito proprio dall'erosione del controllo che il ricorso al finanziamento esterno comporta. Ma possono evidentemente verificarsi, e assai spesso presumibilmente si verificano, condizioni nelle quali tale legame non sussiste: a essere "disarcionato" dalla raccolta di fi-

nanziamenti è un soggetto "adatto a esercitare il controllo"; ovvero il soggetto controllante divenuto "inadatto" non ha problemi di finanziamento.

Crediamo che l'assunzione dell'ottica ora suggerita possa consentire un passo in avanti nel comprendere la natura degli ostacoli che si frappongono alla crescita delle imprese.

In questa convinzione, procediamo in primo luogo ad analizzare separatamente, in maggiore dettaglio, le due relazioni fra crescita e riallocazione del controllo: quella derivante dall'alterazione delle condizioni tecnologiche che rendono efficiente una data allocazione del controllo (par. 2); quella indotta dall'insorgere di condizionamenti del controllante da parte dei finanziatori (par. 3). Lungi dal presentare un compiuto modello teorico, offriamo in questi paragrafi alcuni spunti analitici, sfruttando, nel paragrafo 3, i risultati degli studi che hanno affrontato nell'ultimo decennio l'enigma della struttura finanziaria delle imprese (corporate finance puzzle). L'analisi svolta consente di formulare alcune ipotesi sui limiti dei processi di crescita delle imprese nel nostro paese (par. 3.4). Essi risiederebbero principalmente: nella carenza di tutela degli investitori non controllanti offerta dal mercato e dalla normativa; nella mancata funzione di supplenza delle banche nel provvedere a tale tutela e nella loro scarsa attitudine a impiegare il vantaggio informativo per influenzare le scelte imprenditoriali e favorire le riallocazioni del controllo; nella conseguente vischiosità di tale riallocazione.

Nel paragrafo 4 vengono quindi presentati alcuni primi risultati empirici ottenuti utilizzando gli spunti analitici proposti. Il primo gruppo di risultati, relativo alle piccole e medie imprese, per le quali particolarmente rilevante è la questione dell'esistenza di vincoli alla crescita,

mostra che le fonti interne di finanziamento, i debiti finanziari e, con alcune qualificazioni, la componente bancaria di tali debiti, sono particolarmente rilevanti per le imprese con tassi massimi e minimi di crescita. Le imprese in forte crescita ottengono anche tassi d'interesse più bassi. Il secondo gruppo di risultati riguarda il legame fra tasso di crescita e frequenza della riallocazione del controllo: da una ricognizione assolutamente preliminare risulta che la frequenza è maggiore per le imprese che crescono di meno e sono più fortemente indebitate e per le imprese dove più elevato è il tasso di crescita.

I risultati ottenuti, ancorché da sottoporre a ulteriore verifica, offrono alcuni spunti interpretativi. Gli intermediari avrebbero effettuato una selezione della clientela che appare ex post coerente con le capacità di crescita mostrata dalle imprese. Ne sarebbe conferma l'esistenza di vincoli finanziari più stringenti per le imprese meno dinamiche: si dovrà verificare nell'analisi sul campo, che accompagnerà il prosieguo del progetto, se vi corrisponda o meno una capacità di intervento da parte degli intermediari nel sollecitare e favorire un ricambio proprietario, che appare intenso in queste imprese. Viceversa, il ricambio proprietario delle imprese più dinamiche non appare connesso all'operare di rilevanti condizionamenti del controllo di natura finanziaria.

2. Crescita e allocazione efficiente del controllo

La "crescita" di un'impresa - intendendo con questo termine sia l'espansione che la contrazione dei volumi produttivi - può avere luogo in due distinti modi. In modo continuo, attraverso l'espansione, per acquisto di singoli beni capitali, o la contrazione, per mancato rimpiazzo, della capacità produttiva. In modo discontinuo, attraverso il trasfe-

rimento - acquisizione o dismissione⁸ - di una parte o di tutta la proprietà di un'impresa.

Qualunque sia la sua tipologia, il fenomeno della "crescita" si configura allora come un cambiamento nell'allocazione della proprietà delle risorse del sistema produttivo, già esistenti o di nuova creazione. È opportuno, dunque, che esso venga inquadrato nella teoria che quell'allocazione fra imprese tenta di spiegare.

Ci riferiamo alla teoria dell'allocazione del controllo⁹ di Grossman, Hart e Moore (GHM) che fornisce una chiave interpretativa della suddivisione della moltitudine di capitali e produttori esistenti - proprietari e non proprietari - in imprese¹⁰ di date dimensioni, controllate da un

-
8. La dismissione di un'impresa può essere di due tipi: vendita a terzi "chiavi in mano"; disintegrazione dell'azienda nelle componenti elementari - i singoli capitali vengono venduti nel mercato dell'usato, i produttori non proprietari sono licenziati e tornano sul mercato del lavoro. Nel secondo caso, e solo in quello, si ha effettivamente la "morte" di un'impresa. Il primo dei due eventi, che viene spesso confuso con il secondo, rappresenta, invece, il trasferimento di un dato coacervo di capitali, di produttori e di relazioni di lavoro e di clientela - l'impresa appunto - da un proprietario a un altro. Allo stesso modo, dal punto di vista del nuovo proprietario, l'acquisizione di un'impresa può corrispondere all'acquisto da terzi "chiavi in mano" o al suo assemblaggio ex novo, a partire da singoli capitali e singoli produttori. Nel secondo caso, e solo in quello, si ha effettivamente la "nascita" di un'impresa.
9. Gli autori citati propongono in realtà una teoria dell'allocazione della proprietà nell'ipotesi semplificatrice che il solo strumento per l'esercizio del controllo sia, appunto, la proprietà. Cfr. su questo punto il par. 2 di Barca, Casavola e Perassi (1993).
10. Il concetto di "impresa" a cui facciamo riferimento è quello economico - insieme di capitali sottoposti al controllo di un'unica direzione unitaria - che non necessariamente coincide con quello giuridico (cfr. Barca, Casavola e Perassi, 1993).

sottoinsieme dei produttori. In assenza di ostacoli alla compravendita delle imprese, l'allocazione della proprietà dei capitali esistenti tende a essere quella che, per date caratteristiche tecnologiche dei capitali, per date capacità lavorative e di apprendimento dei produttori e per date caratteristiche della domanda dei consumatori, assicura un elevato "incentivo imprenditoriale" a investire in capitale umano - a innovare - a coloro che più possono contribuire e meno sono sostituibili¹¹ al processo produttivo. Viene definita "allocazione efficiente del controllo" quella dove la struttura dei suddetti incentivi è tale da massimizzare il benessere dei produttori¹².

La teoria GHM è statica. Prescindendo dagli ostacoli alla riallocazione che possono allontanare l'allocazione effettiva del controllo da quella efficiente¹³, essa può spiegare la configurazione del sistema delle imprese in un dato istante di tempo, in relazione a date condizioni esogene relative alla natura dei produttori, dei consumatori, dei capitali. L'introduzione in questo modello della dinamica, al fine di analizzare assieme crescita e riallocazione, appare complessa. Alcuni spunti analitici del tutto preliminari possono, tuttavia, offrire uno strumento utile per osservare la

11. Il grado di "indispensabilità" di un produttore è definito dalla caduta del rendimento degli investimenti in capitale umano degli altri produttori che ha luogo se quel produttore non partecipa al processo produttivo. È una misura del costo che egli può infliggere agli altri ritirandosi dal processo produttivo.

12. Hart e Moore (1990) mostrano che l'efficienza conseguita con l'allocazione ottimale della proprietà è comunque inferiore a quella che si avrebbe in assenza di incompletezza informativa, cioè nel caso in cui la remunerazione ex post di investimenti ex ante in capitale umano potesse essere garantita ricorrendo ad accordi contrattuali. Per un esame del modello e di alcune sue estensioni, si veda Barca (1993).

13. Cfr. ancora Barca (1993).

realtà.

Nel modello GHM, la scelta di crescere in un dato modo e misura può essere interpretata come frutto della valutazione da parte di chi esercita il controllo che le condizioni tecnologiche esistenti sono tali da rendere più conveniente accrescere in un dato modo e misura la capacità produttiva controllata rispetto a date opzioni alternative (non fare nulla, dismettere l'impresa o sue parti, crescere in modo o misura diversa). Fra le condizioni tecnologiche di cui il soggetto controllante tiene conto vi è una valutazione delle proprie capacità imprenditoriali. Possiamo supporre che il soggetto abbia piena conoscenza delle proprie capacità - come avviene nel modello GHM statico - ovvero, alternativamente, che tale conoscenza sia parziale e cresca col tempo - come avviene nel modello di Jovanovic (1982) discusso in Bianco e Sestito (1992).

I fattori da cui può dipendere l'atto di crescere, ossia il passaggio, per semplicità, dalla scelta "non-crescere" alla scelta "crescere-in-un-dato-modo-e-misura", possono essere di natura esogena o endogena. Con fattore esogeno intendiamo qualunque evento che non sia frutto, direttamente o indirettamente, di scelte del soggetto controllante: l'espansione del mercato; la crisi di un concorrente; il profilarsi di un'opportunità; il venir meno di un ostacolo a realizzare una crescita già in precedenza ritenuta conveniente (ad esempio, la caduta di un vincolo al suo finanziamento). Con fattore endogeno, intendiamo un evento che discenda da scelte del soggetto controllante; segnatamente: l'accrescersi delle sue capacità imprenditoriali, proprio a seguito di investimenti in capitale umano da lui realizzati in virtù del fatto di

essere imprenditore-controllante¹⁴; l'apprendimento di tali capacità, nell'ipotesi che il soggetto le conosca inizialmente in modo imperfetto.

Per quanto importanti siano i fattori esogeni, non vi è dubbio che un modello completo crescita-riallocazione richieda una specificazione analitica dei fattori endogeni e del loro operare. Tale specificazione è, tuttavia, fuori della portata di questo lavoro. In quanto segue supporremo dunque che la crescita sia messa in moto da un fattore esogeno.

La tesi che si avanza in questo contesto è che, quando al modificarsi delle condizioni esogene un'impresa cresce, è probabile che essa raggiunga una dimensione tale che l'attuale allocazione del controllo diviene inefficiente. A parità di altre condizioni¹⁵, la probabilità che si produca una spinta alla riallocazione del controllo sarebbe dunque maggiore per le imprese in crescita che per le imprese la cui dimensione resta sostanzialmente invariata.

Questa tesi poggia su due considerazioni. In primo luogo, il modo di organizzare un'impresa è radicalmente diverso a seconda della sua dimensione, misurata soprattutto dal numero di soggetti coinvolti nelle relazioni interne ed esterne a essa. In secondo luogo, tali diverse strutture organizzative richiedono spesso diverse capacità imprenditoriali: non è, cioè, comune che uno stesso individuo sia "adatto"

14. Il modello GHM assume che le capacità di ogni produttore siano date e che non siano modificate dai suoi investimenti in capitale umano. Sulla scarsa plausibilità di tale ipotesi e sui problemi che la sua rimozione pone per il modello, cfr. Barca (1993).

15. Fra tali condizioni vanno in particolare menzionati i risultati economici e la situazione patrimoniale. Se per una impresa la sostanziale invarianza dimensionale è il risultato di una situazione di difficoltà prolungata, è lecito attendersi elevate probabilità di riallocazione.

a gestirne più di una.

A sostegno di queste proposizioni sta l'analisi delle organizzazioni aziendali. Questa identifica un'indubbia discontinuità quando la crescita comporta il passaggio da un'organizzazione dove l'imprenditore-proprietario gestisce tutto in prima persona a una dove la gestione deve divenire indiretta¹⁶. Per esercitare il controllo, l'imprenditore deve sviluppare e gestire sistemi informativi, di comunicazione e di supervisione che si sostituiscano al contatto diretto con i singoli dipendenti, con i fornitori, con le strutture di commercializzazione: questa nuova funzione richiede capacità, che l'imprenditore può non avere. La dimensione che può richiedere questo primo salto varia presumibilmente al variare dei settori e delle stesse capacità imprenditoriali. Altre discontinuità possono aversi in fasi più avanzate dello sviluppo, quando la dimensione richiede il cambiamento dei metodi per la diffusione delle informazioni e per l'esercizio del controllo¹⁷.

È possibile, evidentemente, che lo stesso imprenditore abbia le capacità per gestire più strutture organizzative, oppure che egli "cresca con esse". Si osservano in ogni paese e periodo storico grandi imprese create da un proprietario partendo da piccole unità produttive. Ma è assai difficile argomentare che questa sia la norma.

Da queste considerazioni deriva che la capacità di un sistema produttivo di produrre da un vivaio di centinaia di migliaia di piccole imprese non solo pochi, seppur grandi,

16. Cfr. Ward (1990), in particolare pp. 61-64, e Piantoni (1990).

17. Si veda Barca, Casavola e Perassi (1993) per una valutazione del ruolo che la struttura organizzativa ha nell'esercizio del controllo all'interno delle imprese.

campioni, ma centinaia di medie imprese, dipende in misura rilevante dall'efficienza dei meccanismi preposti alla riallocazione del controllo e, fra questi, dalla capacità del sistema finanziario di provvedere i fondi per le acquisizioni. Con riferimento all'Italia, si può dunque argomentare che è negli ostacoli che tale riallocazione incontra che dobbiamo cercare una delle cause dell'asfissia dei processi di crescita.

Tre sono gli approfondimenti necessari al fine di verificare questa tesi. In primo luogo, si dovrebbe raffigurare in modo più rigoroso il nesso fra "dimensioni" delle organizzazioni e capacità necessarie a gestirle, anche al fine di valutare se esistano "soglie critiche" e quali siano. In secondo luogo, andrebbe verificato se effettivamente la frequenza delle riallocazioni del controllo, a parità di altre condizioni, è maggiore per le imprese in crescita, perlomeno quando vengono oltrepassate le soglie critiche e a parità di risultati economici e di situazione finanziaria. In terzo luogo, occorrerebbe verificare se e in quale misura tali trasferimenti di proprietà siano effettivamente ostacolati in Italia, almeno per alcune fasce dimensionali, presumibilmente quelle minori.

3. Crescita, finanziamento e alterazione del controllo

Nei suoi termini generali, abbiamo già descritto la natura della seconda fondamentale relazione che lega la crescita di un'impresa alla riallocazione del suo controllo. Il reperimento di mezzi finanziari esterni, spesso indispensabile a crescere, richiede l'attribuzione a soggetti terzi, i finanziatori, di garanzie che interferiscono, in condizioni ordinarie o particolari, con l'esercizio del controllo da

parte dell'imprenditore-controllante¹⁸. Si crea così un trade-off fra finanziamento con mezzi esterni e funzionamento stesso dello strumento del controllo: la realizzazione della crescita può dare origine a un processo di riallocazione del controllo; ovvero l'obiettivo di mantenimento del controllo può spingere a non crescere.

Per potere impiegare queste proposizioni nell'esame della realtà, segnatamente di quella italiana, appare necessario dare loro più solide fondamenta, con riferimento alla natura dei finanziatori esterni: azionisti, creditori non bancari, banche.

3.1 Contratti di finanziamento come strumenti di limitazione del controllo

In quanto segue si fa riferimento a quattro fonti di finanziamento: il capitale di rischio sottoscritto dall'imprenditore-controllante; il capitale di rischio sottoscritto

18. Si potrebbero ipotizzare casi in cui l'esistenza di un potere di condizionamento del controllo dell'impresa da parte del finanziatore non sia condizione necessaria per la concessione del finanziamento. Ad esempio, si pensi a un'impresa j che abbisogna di x fondi esterni e si rivolge alla banca A . Si ipotizzi che la banca A abbia a disposizione tre opzioni: 1) negare il prestito (\rightarrow nessun condizionamento); 2) dare un prestito di ammontare αx ($\alpha < 1$), senza porre condizionamenti, nell'intento di sviluppare con l'impresa un rapporto di clientela; 3) concedere l'intero prestito richiedendo però opportune garanzie. La banca A può preferire la scelta 2), magari perché la 3) comporterebbe non trascurabili costi di transazione, mentre la 1) equivarrebbe a rinunciare a priori al rapporto d'affari con j . Se l'impresa j può accedere al finanziamento di almeno m banche che si comportano come A ($m=1/\alpha$) essa potrà avere l'intero finanziamento senza incorrere nell'immediato in condizionamenti del controllo. Tuttavia, la scelta 2 non è in generale time consistent poiché conduce a comportamenti da parte dell'impresa j che rendono quella stessa scelta inefficiente per la banca A .

da terzi - quello che abbiamo sin qui chiamato e continueremo a chiamare capitale azionario - il capitale di debito; l'autofinanziamento¹⁹. La letteratura ignora in generale la distinzione fra le prime due forme²⁰ perché, prendendo prevalentemente a riferimento il modello anglosassone, essa tende a trattare l'intero capitale di rischio come se fosse diffuso fra una moltitudine di proprietari, nessuno dei quali esercita il controllo. È invece evidente che solo nel caso di capitale di rischio sottoscritto da terzi si pone un problema di concessione delle garanzie. Considereremo questo e l'acquisizione di credito come finanziamento esterno.

Comune a tutta la letteratura sulla struttura finanziaria delle imprese è la convinzione che le forme contrattuali del finanziamento esterno vadano interpretate come modalità alternative per regolare il conflitto di interessi fra imprenditore-controllante e finanziatori, con il fine comune di assicurare che il massimo numero di scelte di investimento "efficienti" sia effettivamente finanziato.

Nello schema concettuale originario di Jensen e Meckling, a cui poi si richiama la grande maggioranza dei successivi modelli, vengono esaminati i distinti conflitti di interesse a cui danno luogo il contratto di azione e quello di debito: fra l'imprenditore - proprietario-controllante o

19. In realtà, quest'ultima fonte non è separabile dalla prima e dalla seconda. La scelta di accantonare fondi da parte dell'imprenditore-controllante può infatti essere effettuata a detrimento della corresponsione di dividendi e quindi equivalere a una sottoscrizione forzosa di capitale di rischio da parte degli azionisti. Anche da questo prelievo e dall'uso che ne viene fatto gli azionisti non controllanti devono essere garantiti.

20. La distinzione si affaccia nella critica al modello Myers-Majluf quando si nota che i limiti del contratto di azione vengono meno se a sottoscrivere sono coloro che già detengono azioni nell'impresa.

manager-controllante²¹ - e, rispettivamente, gli altri proprietari e i creditori.

Il primo conflitto, tra imprenditore e altri proprietari, deriva dalla possibilità che l'imprenditore distorca l'impiego delle risorse a proprio vantaggio anziché usare queste nell'interesse del complesso degli azionisti²². Ciò accresce il costo del finanziamento azionario, impedendo di realizzare progetti di investimento meritevoli. Il finanziamento con capitale di debito non incontra il problema indicato perché scadenze ed entità del rimborso sono stabilite ex ante, ma anche in questo caso si ha un conflitto di interessi fra imprenditore e creditori. Esso deriva dal fatto che il primo, nell'effettuare la scelta dei progetti di investimento, e nel confrontare benefici e costi che gliene possono derivare, considera per intero i benefici e solo in parte i costi; egli ignora, infatti, i costi che la natura limitata della propria responsabilità sui fondi gestiti non fa gravare su di lui. Ne discende per l'imprenditore l'incentivo a investire in progetti assai rischiosi anche se mediamente - ove si tenga conto delle probabilità degli esiti positivi e negativi - meno redditizi (asset substitution effect). Ciò viene scontato dai creditori nella remunerazione che essi pretendono per i propri finanziamenti, accrescendo il costo del contratto di debito e, nuovamente, impedendo di realizzare progetti di investimento meritevoli.

Per lungo tempo queste intuizioni originarie sono

21. Nel lavoro di Jensen e Meckling (1976), disegnato sul caso americano, l'imprenditore a cui si fa riferimento è il manager non proprietario, ma le stesse considerazioni si applicano a un proprietario-controllante nei confronti degli altri proprietari e dei creditori.

22. A questo caso può essere ricondotto anche quello studiato ad esempio in Myers e Majluf (1984), in cui gli altri proprietari non hanno modo di giudicare le qualità dell'imprenditore.

state sviluppate in un modo che appare insoddisfacente²³. In particolare, i contratti azionario e di debito sono stati interpretati come strumenti per incentivare l'imprenditore a rilasciare informazioni ai finanziatori, o a impegnarsi nella gestione dell'impresa: facendo essenzialmente riferimento alla figura di un imprenditore non proprietario che esercita il controllo di una public company, quei contratti servirebbero a incentivarlo a "lavorare sodo" (work hard) per realizzare l'interesse dei finanziatori. Questa interpretazione ha incontrato una critica assai robusta: se il problema fosse quello di incentivare comportamenti al margine ("lavorare più o meno sodo") non si spiegherebbe perché non vengano adottati contratti assai più diretti volti a specificare cosa l'imprenditore debba fare, associando incentivi e punizioni a specifici segnali del suo comportamento²⁴. Che il problema al quale i contratti di finanziamento offrono soluzione andasse riformulato è, tuttavia, apparso chiaro solo quando, in anni recenti, si sono compiuti progressi nella costruzione di una teoria dell'allocazione del controllo: la teoria GHM su cui ci siamo già soffermati.

Qualitativamente e quantitativamente, il conflitto di interessi che divide l'imprenditore-controllante dai finanziatori appare in questo schema teorico chiaramente definito dall'uso che il primo può fare del proprio potere di controllo. In particolare, quattro appaiono gli usi del controllo

23. Per una rassegna della letteratura, cfr. Harris e Raviv (1990a), (1990b), Hellwig (1991). Per le osservazioni critiche, cfr. Hart (1991).

24. È stato mostrato che in presenza di asimmetria informativa, possono essere introdotti meccanismi di incentivazione che prescindono del tutto dalla natura dei finanziamenti: cfr. Dybvig e Zender (1991).

che possono arrecare danno ai finanziatori²⁵:

- (a) l'imprenditore può compiere scelte volte ad accrescere propri benefici di natura non monetaria che non sono appropriabili da terzi, segnatamente dai finanziatori - innalzamento del proprio status attraverso l'acquisto di beni immobili o mobili; "soddisfazione del comando in sé" derivante dalla gestione di un numero crescente di relazioni economiche; ecc. - a scapito di benefici di natura monetaria, appropriabili da terzi, su cui il finanziatore potrebbe vantare pretese e rivalersi ove necessario;
- (b) nel caso particolare del contratto di debito, l'imprenditore può effettuare una scelta che, pur dando mediamente risultati inferiori a un'altra, è più remunerativa per lui che può avvantaggiarsi della responsabilità limitata;
- (c) l'imprenditore può compiere scelte che accrescono i benefici che egli ricava da un'altra impresa su cui egli esercita il controllo;
- (d) infine, egli può appropriarsi indebitamente di una parte dei fondi acquisiti.

I finanziatori devono dunque essere garantiti non già da scelte marginalmente diverse dell'imprenditore, ma, come osserva Hart (1991), dallo sfruttamento di rendite della sua posizione di controllo di notevole dimensione. Le garanzie non possono quindi essere rappresentate da schemi di incentivazione, ma da limitazioni dello stesso potere di controllo

25. Per alcuni modelli che impiegano questi esempi di "abuso" di controllo, cfr. Aghion e U.K. House of Commons (1989), Hart e Moore (1990a, 1990b).

da cui l'"abuso" può derivare o addirittura dalla sottrazione all'imprenditore di tale controllo.

Se nell'impostazione tradizionale il problema del finanziamento era completamente separato da quello dell'allocazione del controllo, che veniva assunta data, ora gli strumenti finanziari paiono proprio essere legati a una modifica di quell'allocazione²⁶ e paiono differenziarsi per il modo in cui essa può avere luogo. Anziché nelle modalità di incentivazione (natura fissa o variabile dei rendimenti, ecc.), la principale differenza fra diversi contratti finanziari viene infatti vista nelle condizioni che devono avere luogo perché il finanziatore acquisisca un potere di controllo²⁷.

L'efficienza dei contratti andrà valutata in base alla capacità di trovare un equilibrio fra garanzia dei finanziatori e lesione del diritto di controllo dell'imprenditore. In un mondo in cui l'informazione è incompleta, le interferenze nella struttura del controllo dovranno, infatti, essere legate all'insorgere di segnali. Ma poiché questi segnali sono "sporchi", interferenze potranno anche avere luogo in assenza di abusi. Ciò scoraggerà l'imprenditore-controllante dal realizzare ex ante gli investimenti che egli avrebbe effettuato qualora il controllo fosse stato incondizionato. Tanto meno stringenti sono le condizioni perché l'interferenza abbia luogo, tanto maggiore il disincentivo dell'imprenditore. Tanto più stringenti, tanto minore l'incentivo dei finanziatori.

3.2 Debito e azioni: la natura delle garanzie

26. Cfr. Aghion e U.K House of Commons (1989).

27. Cfr. Harris e Raviv (1990b).

Gli strumenti di interferenza che i finanziatori possono avere a disposizione per dare corpo alle loro garanzie sono molteplici: di natura strettamente contrattuale (come la rappresentanza degli azionisti di minoranza nel consiglio di amministrazione o la previsione di precisi atti in caso di mancato rimborso di un credito); fondati sulla "fiducia" originata da una relazione di lungo periodo (come la delega da parte degli azionisti di minoranza della tutela dei propri interessi a un soggetto terzo); fondati sull'operare del mercato (come la liquidità di un titolo azionario garantita da un mercato efficiente).

In tutti i casi, perché i finanziatori siano effettivamente protetti dall'abuso della posizione di controllo è necessario che siano soddisfatti due requisiti: a) che qualora un abuso del tipo di quelli prima descritti sia compiuto, di esso si abbia conoscenza in tempi rapidi, comunque prima che esso possa produrre eventuali effetti irreparabili; b) che una volta noto esso possa essere corretto. Il dibattito tradizionale che, specie nel caso del finanziamento bancario con capitale di debito, si è concentrato sul flusso di informazioni che dalle imprese deve andare ai finanziatori (segnatamente alle banche) coglieva dunque un aspetto centrale del problema del finanziamento. Mancava invece di cogliere l'altro aspetto, altrettanto indispensabile, dell'uso che il finanziatore deve poter fare di queste informazioni per correggere scelte che ritenga lesive dei propri interessi: tale uso è appunto l'interferenza sul controllo dell'imprenditore che il contratto di finanziamento concede. Questa interferenza è ovviamente produttiva di risultati solo se le informazioni sono acquisite "in tempo".

Consideriamo, dunque, se e come i due contratti tipo di finanziamento impieghino le tipologie di strumenti di interferenza ora descritti e soddisfino i due requisiti che abbiamo indicato.

Il contratto azionario concede al finanziatore due distinti diritti di vigilanza sull'esercizio del controllo. In primo luogo, il diritto di pretendere da chi esercita il controllo cura e diligenza nell'impiego dei fondi anticipati, attraverso strumenti quali la presenza diretta nei consigli di amministrazione, la delega del compito di sorveglianza a un soggetto terzo (un amministratore outsider, che cioè non sia espressione del management), il ricorso ai tribunali. In secondo luogo, col contratto azionario si acquisisce il diritto di concorrere con altri finanziatori azionisti, se l'imprenditore-controllante non detiene una maggioranza dei diritti di voto, a sottrarre il controllo all'imprenditore stesso, affidandolo a un soggetto terzo. Questi diritti non servono a "migliorare" l'efficienza del contratto azionario. Essi ne costituiscono l'essenza. Se la loro applicazione è particolarmente intensa, essi possono, tuttavia, ledere in modo significativo il controllo dell'imprenditore, riducendo per questa strada la sua efficacia come strumento di incentivazione e influenzando negativamente l'efficienza economica.

Nell'esperienza dei diversi paesi industriali sono prevalse forme di garanzia diverse. In Germania, ad esempio, la vigilanza sull'esercizio del controllo è affidata dall'azionariato diffuso alle banche universali: è, tuttavia, presente la preoccupazione che su questo obiettivo prevalga quello della stabilità dei gruppi di controllo²⁸. Negli Stati Uniti, due sono state sino a oggi le forme di garanzia dei soci non controllanti, spesso nei confronti di manager non proprietari: la "pressione del mercato" sui soggetti controllanti associata alla possibilità dei soci di liquidare

28. Per una valutazione di questo e altri aspetti, cfr. Franks e Mayer (1992), Cardilli, Pinzani e Signorini (1993), Trento (1993).

le proprie azioni consentendo una scalata dell'impresa²⁹; la possibilità dei soci di adire le vie legali contro gli amministratori quando vi siano indizi che essi siano venuti meno al proprio dovere di operare nel loro interesse (fiduciary duty, nel diritto americano). Negli anni ottanta, sono andate crescendo le preoccupazioni che le lesioni del controllo dell'imprenditore-controllante derivanti da questi due diritti fossero divenute eccessive, minando il funzionamento dello stesso strumento dell'allocazione del controllo, nell'incentivare l'imprenditore a investire e a innovare. Ciò può giustificare le limitazioni crescenti imposte nell'esercizio di quei diritti: l'onere a carico dell'azionista di dimostrare la "mancanza di cura" è divenuto sempre più elevato³⁰; alle scalate ostili sono stati frapposti ostacoli crescenti³¹.

Entrambe le soluzioni ora indicate, prescindendo dai rischi che presentano, sono potenzialmente atte a soddisfare i due requisiti prima indicati. Nel sistema statunitense, la rapida circolazione dell'informazione è garantita dal fatto che molti operatori specializzati - soprattutto investment banks, gestori di portafogli e studi legali - hanno interesse a raccogliere ogni più piccola informazione sui risultati e le scelte delle imprese; la possibilità di condizionare effettivamente le scelte dei soggetti che esercitano il controllo ha poggiato sinora sulla realizzabilità delle scalate e dei processi per violazione dei doveri di diligenza. Nel sistema tedesco, entrambi i requisiti possono essere

29. Cfr. Bianco (1993).

30. Cfr. Block, Barton e Radin (1989).

31. Cfr. Block, Barton e Radin (1989), Jensen (1986). I costi crescenti mostrati da questi due strumenti possono spiegare perché si è posta con sempre maggiore urgenza l'esigenza di un ruolo attivo nelle public companies degli investitori istituzionali che detengono pacchetti azionari rilevanti.

soddisfatti grazie al ruolo delle banche, che hanno la capacità e gli strumenti per raccogliere le informazioni e il potere contrattuale per correggere - se lo vogliono - le scelte di un imprenditore-controllante.

Venendo al contratto di debito, esso concede al complesso dei finanziatori (previo il raggiungimento di un accordo fra essi) il pieno controllo sull'impresa, sottraendolo all'imprenditore, quando quest'ultimo non onori gli impegni di rimborso e la remunerazione dei fondi anticipati alle scadenze prefissate. Di fatto, il trasferimento del controllo può non avere luogo se i finanziatori accettano di ricontrattare con l'imprenditore le scadenze del rimborso (o rinnovano il credito), consapevoli del fatto che, qualora l'imprenditore uscisse di scena, l'impresa nelle loro mani varrebbe assai meno. Ma anche in questo caso è presumibile che i finanziatori possano influenzare le scelte dell'imprenditore.

Nel caso del contratto di debito, sia il primo che il secondo requisito perché le garanzie siano efficaci trovano più probabile soddisfazione se il creditore è una banca. In primo luogo, come è stato chiarito da una vasta letteratura, la banca si avvale di un rapporto di clientela di lungo periodo per acquisire informazioni, anche riservate, sui risultati e le scelte dell'impresa. Ma il ruolo della banca non finisce qui: esso può spingersi all'uso di queste informazioni nell'influenzare e condizionare le scelte dell'impresa. Fornendo consulenza all'impresa la banca può concorrere a correggere decisioni che essa ritenga lesive dei propri interessi e a evitare all'impresa l'insorgere di una situazione di crisi. Nell'acquisire competenze circa la gestione dell'impresa, la banca accresce, inoltre, il proprio potere contrattuale qualora una crisi insorga, poiché si riduce il costo che l'imprenditore può minacciare di infliggere uscendo di scena.

Un'eventuale molteplicità delle banche e della tipologia di intermediari con cui l'impresa è indebitata può rendere meno costosi i processi di selezione e controllo nell'affidamento della stessa impresa da parte di ciascun intermediario coinvolto³². Alla riduzione di tali costi può tuttavia corrispondere l'innalzamento di quelli connessi con il trattamento di situazioni di crisi: al crescere del numero dei finanziatori coinvolti diverrà infatti più complesso determinare una linea d'azione univoca.

Si noti che in questa lettura del contratto di debito come "contratto di trasferimento condizionale del controllo" viene enfatizzato il flusso di informazioni che dalla banca può andare all'impresa. "È la misura e la forma con cui viene influenzata l'attività delle imprese che pare differire in modo significativo fra un'istituzione [finanziaria] e l'altra e fra un paese e l'altro", scrive Mayer (1990) (p. 325), più che il modo e la misura con cui le banche raccolgono informazioni³³.

Diversi sono i fattori che possono ridurre l'efficacia del sistema di garanzie associato al contratto di debito. Tanto più l'imprenditore è insostituibile all'impresa di cui chiede il finanziamento, quanto più è inefficace la previsione di un trasferimento del controllo. Tanto più

32. Booth (1992) presenta riscontri empirici del fatto che i controlli incrociati (cross-monitoring) da parte di vari finanziatori e con vari contratti possono ridurre il costo dell'indebitamento per le imprese.

33. Osserva ancora Mayer (1990) che l'enfasi posta sul secondo aspetto nell'identificare la peculiarità del credito bancario contrasta con il fatto che a sistemi di valutazione del merito di credito simili corrispondono nei paesi industriali pesi assai diversi del capitale di debito bancario nella struttura patrimoniale delle imprese.

inefficienti sono le procedure fallimentari, quanto minore è l'effettivo potere contrattuale dei creditori. La previsione di garanzie privilegiate su singoli beni appartenenti all'impresa o all'imprenditore può, infine, consentire l'erogazione del credito nel breve termine, ma può rappresentare nel medio-lungo termine un disincentivo per il creditore a sorvegliare la gestione dell'impresa.

3.3 Alcune conclusioni generali

Lo stato dei lavori di questa rivisitazione della teoria della finanza d'impresa alla luce della nuova analisi sull'allocazione del controllo è ancora assai preliminare. La stretta dipendenza delle conclusioni raggiunte dalla specificazione di condizioni assai dettagliate del contesto di riferimento³⁴ non fa intravedere la possibilità di trarre predizioni generali sulla struttura patrimoniale delle imprese. Risultano, tuttavia, confermate alcune conclusioni tradizionali, mentre vengono suggerite nuove considerazioni che possono aiutare ad analizzare la relazione fra crescita, finanziamento e riallocazione. Proviamo a riassumerle di seguito.

In primo luogo, si conferma che autofinanziamento³⁵ e anticipazione di capitale proprio da parte dell'imprenditore-controllante sono le fonti di finanziamento "più efficienti", perché non sollevano problemi né di garanzie né di lesione del controllo; gli ostacoli finanziari alla riallocazione del controllo e alla crescita sono ovviamente tanto più forti quanto minore è la ricchezza di partenza del soggetto che intende acquisire il controllo.

34. Cfr. ad esempio Aghion e U.K House of Commons (1989), Hart e Moore (1990, 1991).

35. Si veda, tuttavia, la nota 19.

In secondo luogo, tanto maggiori sono i diritti di sorveglianza di cui i soci non controllanti godono attraverso uno dei canali indicati (mercato, ricorso ai tribunali, delega a terzi della supervisione del controllo), quanto maggiore può essere il ricorso al finanziamento con contratto azionario, ma tanto più ampie divengono le lesioni del controllo.

In terzo luogo, tanto maggiore è la capacità delle banche non solo di raccogliere informazioni sull'impresa cliente, ma anche di svolgere un ruolo attivo di supervisione e di intervento, specie nelle situazioni di difficoltà, quanto maggiore può essere il ricorso al finanziamento sia con contratto di debito che azionario. Nel contratto di debito, la banca può infatti accrescere il proprio potere contrattuale nei confronti dell'imprenditore-controllante nelle situazioni che precedono o accompagnano una crisi. Per quanto riguarda il contratto azionario, la banca può svolgere una funzione di garante dei diritti dei soci non controllanti (che possono anche formalmente delegarle questo compito). Del ruolo di garante dell'interesse dei soci non controllanti la banca può, tuttavia, abusare, colludendo con l'imprenditore: una simile situazione non sarebbe di equilibrio se gli azionisti avessero effettivamente la possibilità di togliere la loro delega alla banca; mettere in atto tale possibilità è in realtà assai costoso e può essere scoraggiato dall'assenza di soggetti alternativi a cui rivolgersi per la tutela dei propri interessi.

In quarto luogo, tanto più i fondi liquidi di cui l'impresa dispone sono elevati, a causa dell'attività svolta (distributiva, ad esempio), del ciclo o di una situazione di rapida crescita, quanto più è efficiente che la sorveglianza su eventuali abusi del potere di controllo da parte dell'imprenditore sia assicurata da contratti di debito a breve termine, che sottopongono l'imprenditore a un vaglio continuo.

In quinto luogo, tanto maggiore è la sostituibilità dell'imprenditore-controllante nell'impresa, ovvero più insensibili sono i risultati aziendali all'eventuale riallocazione del controllo, quanto meno gravi sono gli effetti delle lesioni del controllo associati alle garanzie dei finanziatori, quanto più facile è il finanziamento della crescita, sia con contratto azionario che di debito.

In sesto luogo, tanto più celeri ed efficienti sono le procedure per risolvere le crisi aziendali e pervenire a una riallocazione efficiente dell'impresa (sono, cioè, minori i costi di fallimento), quanto maggiore può essere il ricorso a contratti di debito.

In settimo luogo, a parità di altre condizioni, se al crescere del numero di finanziatori dell'impresa divengono più efficienti i meccanismi di vaglio delle sue scelte, possono ridursi i vincoli finanziari; la maggiore numerosità può però indebolire ex ante per i finanziatori la percezione circa la capacità di organizzare e forzare la riallocazione.

Quando, per una delle ragioni che emergono da queste conclusioni, le garanzie di "supervisione del controllo" che i contratti azionari e di debito possono concedere sono limitate, la crescita trova nel finanziamento un limite più stringente. Al tempo stesso, si riducono i fattori di destabilizzazione della struttura del controllo e di spinta a una sua riallocazione insiti in quelle stesse garanzie (almeno quando tali garanzie non siano affidate all'opera delle stesse istituzioni che vegliano sulla stabilità del controllo). Non è possibile affermare in linea generale se l'effetto combinato di questi fenomeni sull'efficienza economica sia positivo o negativo. È però certo che in una economia caratterizzata da queste condizioni si inaridisce un possibile canale attraverso cui possono avvenire trasferimenti del controllo sul tipo di quelli esaminati nel paragrafo 2: quelli indi-

spensabili a che la crescita stessa possa avere luogo in modo efficiente.

3.4 La specificità delle piccole imprese

Rispetto alle considerazioni sin qui svolte per il complesso delle imprese, quelle piccole presentano alcuni tratti specifici. È utile rilevarli, facendo riferimento alla vasta letteratura sull'argomento soprattutto di natura applicata³⁶, anche per il particolare rilievo che la questione della crescita delle imprese minori riveste nel nostro paese.

Una parte delle argomentazioni, tradizionalmente impiegate per sostenere che le garanzie offerte dall'imprenditore di una piccola impresa ai finanziatori sono generalmente inferiori a quelle offerte per le imprese più grandi, non paiono convincenti.

In particolare, l'argomentazione comune che la modestia del valore di realizzo (carcass value) attribuito dalla banca ai beni ceduti in garanzia dall'impresa sarebbe più vessatoria per le piccole che per le altre imprese³⁷ per via della loro stessa dimensione non sembra sostenibile. Uno svantaggio per le piccole imprese potrebbe invece derivare dalla loro minore diversificazione. Argomentano infatti Shleifer e Vishny (1992), che l'illiquidità dei capitali (fissi e figurativi) dell'impresa - che affossa la valutazio-

36. Il Regno Unito è il paese nel quale il dibattito sulle potenzialità di crescita attraverso lo sviluppo delle piccole imprese è stato più intenso e sistematico. Basti fare riferimento all'apposito Comitato Bolton (Bolton, 1971) e all'ampio spazio dedicato all'argomento nei lavori del Comitato Wilson (Wilson, 1980). Un utile riferimento sugli sviluppi più recenti del dibattito nel Regno Unito è da ritrovare in Stanworth e Gray (1991).

37. Cfr., ad esempio, Stanworth e Gray (1991).

ne delle garanzie - di fronte a disturbi negativi settoriali o aggregati colpisce meno le imprese con prodotto differenziato, più quelle specializzate³⁸.

Pare altrettanto debole la tesi che per le imprese minori sia sistematicamente superiore il rischio e che sia dunque maggiore, nel finanziamento con capitale di debito, l'abuso che l'imprenditore controllante può compiere avvalendosi della limitatezza della propria responsabilità³⁹.

Allo stesso modo, non sembra fondata l'argomentazione secondo cui sono maggiori per le piccole imprese i costi di fallimento⁴⁰. La riflessione teorica prima svolta suggerisce infatti che questi ultimi non sono di natura prevalentemente

38. L'argomentazione di Shleifer e Vishny (1992) parte dalla osservazione, coerente col paradigma GHM, che le attività dell'impresa sono "reimpiegabili" (redeployable nella terminologia di Williamson, 1988) solo con costi significativi. La possibilità che, in caso di crisi settoriale o aggregata, si debba procedere alla liquidazione delle garanzie ricevute dall'impresa, subendo tali costi, è nota ex ante alla banca. Essendo tali costi maggiori per le imprese specializzate, esse incontrerebbero perciò vincoli più stringenti nel reperimento del credito.

39. Per questa tesi, cfr. Ferri e Jones (1979), Welsh e White (1981), Tamari (1980). I riscontri fattuali mostrano, almeno nel caso italiano, che le piccole imprese industriali presentano, rispetto a quelle più grandi, minore covarianza della redditività unitaria col ciclo (Barca e Magnani, 1989). Si osserva d'altro canto, una più elevata mortalità, perlomeno nella fascia fino a 10 addetti (Bianco e Sestito, 1992), coerentemente con l'ipotesi che gli imprenditori avviino l'attività senza piena conoscenza delle proprie capacità che poi acquisirebbero col tempo (Jovanovic, 1982). Tuttavia, molte delle scomparse consisterebbero solo in cambiamenti della ragione sociale (Contini e altri, 1992); altre è presumibile che non siano traumatiche ma consistano in uscite programmate con conservazione del valore dell'impresa (si pensi al frequente cambio di mano delle piccole unità commerciali).

40. Cfr. Kim (1978).

amministrativa, cioè fissi, ma sono strettamente legati al valore patrimoniale dell'impresa.

L'effettiva specificità delle imprese minori riguarda invece l'informazione che può essere acquisita sulla loro attività. Alla minore dimensione si associa spesso una minore età ovvero un curriculum osservabile più breve (Binks, 1979). Inoltre, se la semplicità della struttura organizzativa e la minore diversificazione del prodotto rendono meno complessa l'informazione da acquisire sulle scelte dell'imprenditore e sui risultati conseguiti, il grado di dettaglio, di standardizzazione e di sorveglianza delle informazioni pubblicate dall'impresa è assai minore (Wijst, 1989): ciò deriva sia dai pesanti costi fissi associati alla produzione e alla certificazione delle informazioni, sia dal lassismo che spesso caratterizza il comportamento delle autorità amministrative nei confronti di queste aziende.

Per superare tale barriera informativa è necessaria un'azione di monitoraggio costante da parte di un'istituzione come la banca (Walker, 1989); ma anche tale azione può non dare risultati soddisfacenti se la brevità della speranza di vita futura dell'impresa rende difficile la costruzione di un rapporto di fiducia fra il cliente e la banca. Possono soccorrere qui per la banca il ricorso di crediti a breve scadenza e la contemporanea gestione dei pagamenti dell'impresa, che sottopongono l'imprenditore a un vaglio continuo⁴¹.

D'altro canto, le piccole imprese appaiono sfavorite rispetto alle grandi anche nel rapporto con le banche. Se l'informazione sull'esistenza di altri finanziatori e sul rapporto di utilizzo dei crediti concessi non rimane comple-

41. L'importanza di quest'ultimo tipo di informazioni nella funzione di sorveglianza dei fidi da parte delle banche è messa in luce da Leland e Pyle (1977).

tamente privata⁴², dall'esistenza di una molteplicità di finanziatori possono derivare economie informative esterne⁴³: nell'istruttoria di affidamento, il nuovo finanziatore può trarre motivo di garanzia dal fatto che altre banche hanno già affidato l'impresa e che questa vanta un basso rapporto di utilizzo. Disponendo mediamente di un minore numero di affidamenti, le piccole imprese possono sfruttare in misura più limitata tali economie informative.

Incerta appare, infine, la specificità delle piccole imprese con riferimento al grado di sostituibilità dell'imprenditore. Da un lato, infatti, il proprietario che avvia un'impresa è per essa insostituibile (solo lui sa "dove andare"); dall'altro, in un'impresa giovane non si sono ancora stabilite quelle relazioni tra gli individui (tacita collaborazione) e con i capitali che rendono poi il proprietario difficilmente sostituibile. La prima condizione prevale forse in settori altamente innovativi, nei quali il know-how incorporato nell'impresa dipende magari dalla specializzazione precedentemente acquisita dall'imprenditore che si è distaccato da un'attività simile ove egli lavorava in precedenza. La seconda condizione pare generalmente più accettabile nella maggioranza dei settori, certamente nelle attività di servizio tradizionali⁴⁴.

42. Ad esempio, nella Centrale dei rischi esistente in Italia ciascuna banca osserva il numero di banche che finanziano lo stesso cliente e il suo rapporto di utilizzo.

43. Si veda, in questo senso, anche Booth (1992).

44. Nel primo caso è ragionevole attendersi un minore ricorso al finanziamento con capitale di debito che nel secondo caso. Bonato, Hamai e Ratti (1991) trovano un basso contributo del credito bancario al finanziamento delle piccole e medie imprese italiane nei settori innovativi.

4. Alcune ipotesi sul caso italiano

L'analisi sin qui svolta consente di tornare a esaminare la particolare natura che assume in Italia la relazione fra crescita, finanziamento e riallocazione.

Due sono le tipologie di ostacoli alla crescita che abbiamo individuato in via teorica: quelli associati alla difficoltà di trovare forme di finanziamento che, pur tutelando gli interessi dei finanziatori, non ledano "eccessivamente" il potere di controllo dell'imprenditore; quelli derivanti dal fatto che le inefficienze del mercato della riallocazione del controllo - fra i quali possono avere un ruolo di rilievo gli stessi ostacoli al finanziamento delle acquisizioni - possono impedire il ricambio dell'imprenditore-controllante quando questo sia reso necessario dalla stessa crescita. È con riguardo a queste due relazioni fra crescita e allocazione del controllo, distinte ma non indipendenti, che possiamo formulare in via preliminare alcune ipotesi sulla forma che assumono nel nostro paese gli ostacoli alla crescita delle imprese, specie all'affermazione di nuove imprese "campione".

Si può, in primo luogo, argomentare che la nostra economia sarebbe caratterizzata da un sistema limitato di garanzie per il finanziamento con capitale azionario. I soci non controllanti non godrebbero dei diritti di sorveglianza offerti dal mercato e dal ricorso alla legge; né tale sorveglianza sarebbe delegata alle banche o ad altre istituzioni⁴⁵. Da questa carenza di garanzie deriverebbe una distorsione rilevante della struttura dei finanziamenti, non visibile nel grado di leverage.

45. Alcuni elementi a conferma di questa ipotesi vengono presentati in Barca, Casavola, Perassi (1993).

Nelle piccole imprese, i soggetti che esercitano il controllo ricorrerebbero per crescere, oltre all'autofinanziamento, alla mobilitazione del capitale familiare, col risultato di coinvolgere nell'impresa, più che in altri paesi, una rete di soggetti appartenenti alla famiglia. Essi ricorrerebbero, inoltre, al capitale di debito bancario a breve termine, tutelato spesso da garanzie di tipo patrimoniale e comunque in grado, anche rispetto a quello a lungo termine, di tenere sotto più stretto "condizionamento passivo" l'operato dell'impresa.

Oltre a queste stesse fonti, i soggetti che controllano le grandi imprese ricorrerebbero anche al capitale azionario di altri imprenditori a cui essi sono legati da comuni interessi economici: le garanzie degli "investitori" deriverebbero in questo caso dal fatto che essi interagiscono col l'imprenditore-controllante in altri mercati. La raccolta diffusa di capitale di rischio sarebbe confinata alle brevi fasi di rialzo speculativo dei corsi azionari.

Una verifica esaustiva di queste proposizioni dovrebbe venire dalle rilevazioni e dall'analisi della struttura proprietaria e del controllo delle piccole e grandi imprese in corso nell'ambito del progetto di ricerca. Al momento, conferme preliminari vengono dal lavoro di Cannari, Marchese e Pagnini (1993). In esso si mostra che, nonostante la struttura di gruppo in cui è organizzato il sistema delle grandi imprese, in Italia è assai elevato nel confronto internazionale il peso delle famiglie fra i detentori del capitale delle società. Tale presenza diretta delle famiglie si configura come "presenza di controllo", non come diffusione della proprietà: ciò sarebbe confermato dagli indizi di elevata concentrazione proprietaria che vengono dallo stesso lavoro.

Sarebbe dunque fondata la convinzione comune che lo

scarso sviluppo dei mercati dei capitali costituisce un limite allo sviluppo delle imprese. Ma tale proposizione andrebbe qualificata nel senso che il mercato dei capitali italiano è carente nell'assicurare non tanto la provvista di capitale di rischio, quanto la riallocazione del controllo; in particolare l'acquisizione del controllo da parte di soggetti che non dispongono di capitali propri sufficienti ad acquistare la proprietà.

A questo squilibrio ne corrisponderebbe uno nell'operato degli enti creditizi. Delle due distinte funzioni che, secondo il modello prima descritto, la banca può svolgere - acquisizione di informazione dall'impresa al fine di valutare l'opportunità del credito, e impiego di queste informazioni per influenzare e condizionare le scelte dell'impresa stessa - la seconda sarebbe assai meno sviluppata.

Nell'attività di selezione ex ante delle imprese le banche farebbero notevole affidamento sulle garanzie patrimoniali. Esse reagirebbero con questo comportamento alla trasparenza particolarmente modesta della contabilità aziendale e alla lunghezza e inefficienza delle procedure fallimentari⁴⁶. Ma si rifletterebbe su questo fenomeno anche uno scarso attivismo delle banche nella consulenza alle imprese e nella sorveglianza del loro operato.

Tre sarebbero le manifestazioni di questo scarso attivismo.

In primo luogo, sarebbe limitato l'uso preventivo da parte delle banche della leva delle scadenze dei crediti, al fine di indirizzare la strategia delle imprese quando vengano percepite situazioni di difficoltà. In secondo luogo, scarsa attenzione verrebbe prestata alla struttura di controllo del-

46. Su questi aspetti, cfr. Boccuzzi e Cercone (1993).

le imprese clienti e, in particolare, agli interessi degli azionisti di minoranza di tali imprese: verrebbe così meno un potenziale fattore di compensazione della carenza di tutela che mercato e sistema giudiziario offrono in Italia agli azionisti di minoranza. Infine, assai limitato sarebbe il ruolo delle banche nelle operazioni di riallocazione del controllo, sia nella consulenza - per la ricerca dei compratori/acquirenti, per la valutazione, per le trattative, per la ricerca degli investitori che partecipino all'operazione - sia nel finanziamento di tali operazioni con capitale di rischio o di debito.

Anche per queste ipotesi una verifica dovrebbe venire dai lavori di rilevazione e di analisi in corso nel progetto di ricerca⁴⁷. Per il momento, nel paragrafo che segue, vengono presentate alcune evidenze empiriche che, pur fornendo la conferma di alcune previsioni generali del paragrafo 3.3, e pur essendo coerenti con le specifiche ipotesi avanzate sul caso italiano, non ne costituiscono una verifica.

Complessivamente, i limiti del sistema di finanziamento della crescita e i modi in cui piccole e grandi imprese hanno a lungo sopperito a tali limiti avrebbero teso a favorire una vischiosità delle loro strutture di controllo. Gli effetti negativi di questo fenomeno andrebbero trovati in particolare nei due momenti più delicati del processo di sviluppo delle imprese: le situazioni in cui la crescita richiede un rinnovamento dell'imprenditore-controllante; le situazioni di rinnovo generazionale della proprietà. Nella ricognizione empirica che segue verranno presentate alcune preliminari evidenze sul primo dei due aspetti.

47. Cfr. per il momento la ricognizione di Pesaresi (1993).

5. Alcune prime evidenze empiriche

La considerazione della questione del controllo nell'analisi dei nessi tra finanziamento e crescita rende la verifica empirica delle ipotesi assai più difficoltosa che nell'approccio "tradizionale".

Si consideri, ad esempio, l'elevatezza dell'autofinanziamento di un'impresa. Nell'approccio tradizionale, essa può essere addebitata, controllando per le opportune variabili ma senza ulteriori qualificazioni, a fenomeni di razionamento motivati da imperfezioni informative. Secondo la linea interpretativa proposta in questo lavoro, invece, quello sarebbe solo l'inizio della storia, che va qualificata considerando anche la variabile "controllo". Si avranno allora almeno quattro diverse situazioni in cui si manifesta un elevato autofinanziamento: a) l'imprenditore è "appropriato" (nel senso che l'allocazione del controllo nelle sue mani è efficiente) ma, per timore di condizionamenti sul controllo dell'impresa, rinuncia a chiedere i finanziamenti; b) l'imprenditore è "appropriato" ma, pur avendo richiesto i fondi, ha incontrato intermediari che, date le asimmetrie informative e/o la loro incapacità di selezione, glieli hanno negati; c) l'imprenditore è "inappropriato" e, per timore di condizionamenti sul controllo, si astiene dal chiedere i finanziamenti; d) l'imprenditore è "inappropriato" ed è stato correttamente razionato. Sulla base della sola struttura finanziaria dell'impresa sarà dunque particolarmente difficile dirimere tra i vari casi; il compito è facilitato quando si abbia anche l'informazione sul mutamento del controllo dell'impresa.

In considerazione di questa complessità e della disponibilità di informazioni, si è scelto di organizzare questa ricognizione preliminare dell'evidenza empirica in due parti distinte: la prima, relativa alla relazione fra struttura finanziaria e crescita, senza alcuna considerazione per

l'aspetto del controllo; la seconda, relativa alla relazione fra crescita e riallocazione del controllo con la contemporanea considerazione degli aspetti finanziari.

Nella prima parte (par. 5.1) si analizza in dettaglio la struttura finanziaria di un ampio campione di piccole imprese, cercando di enucleare i tratti distintivi delle classi di imprese caratterizzate da crescita più intensa. La concentrazione dell'attenzione sulle piccole imprese deriva dalle considerazioni fin qui svolte, in base alle quali è in questa fascia dimensionale che potrebbero più probabilmente verificarsi quelle circostanze sfavorevoli in cui la crescita è frenata dai vincoli al finanziamento esterno e alla riallocazione, mentre è proprio da essa che dovrebbero provenire i "campioni" in grado di alimentare e rinnovare il tessuto produttivo. In questa prima parte, date le informazioni disponibili, rimangono necessariamente in ombra gli aspetti proprietari e permangono le cennate difficoltà interpretative.

L'analisi della seconda parte (par. 5.2) si rivolge a un campione più ristretto di imprese che prescinde dalla soglia dimensionale e per il quale si hanno informazioni sul fatto se, in un determinato arco temporale, si sia o meno verificato un mutamento nel controllo dell'impresa. Col possesso di questa informazione si verifica la relazione fra crescita e riallocazione e si effettua, quindi, il percorso analitico a ritroso cercando di configurare se vi siano sostanziali differenze nella struttura finanziaria delle imprese oggetto di riallocazione rispetto alle altre. L'analisi empirica di questo aspetto potrà comunque essere approfondita solo quando sarà completata la prevista fase di investigazione ad hoc sul campo.

5.1 La struttura finanziaria delle piccole imprese in crescita

Sono stati presi in esame i bilanci delle 5.753 imprese con sede legale nel Centro-Nord d'Italia presenti in maniera continuativa nella Centrale dei bilanci (CB) per gli anni dal 1982 al 1989⁴⁸. Si tratta di imprese, appartenenti ai comparti della trasformazione industriale e dei servizi destinati alla vendita, che nell'esercizio 1982 avevano meno di 200 e oltre 20 addetti.

Nell'estrazione dall'archivio CB delle imprese considerate sono stati impiegati filtri volti a eliminare imprese che hanno presentato segnalazioni presumibilmente errate o che sono state interessate da eventi eccezionali⁴⁹.

48. Il vincolo della presenza continuata nella CB per l'intero periodo produce un sample selection bias (survivorship bias), giacché il confronto omette l'osservazione delle imprese uscite dalla CB perché fallite. Tale esclusione è effettivamente indesiderabile dal punto di vista analitico; purtuttavia, sarebbe arduo effettuare correzioni in questo senso, poiché l'uscita di un'impresa dalla CB non ne indica necessariamente il fallimento; l'esclusione potrebbe parimenti dipendere: a) dall'acquisizione da parte di altra società; b) dalla cessazione dei rapporti dell'impresa con le banche che conducono la rilevazione CB; c) da modifiche nei criteri di rilevazione CB, verificatesi nel periodo d'osservazione. Inoltre, l'esclusione delle imprese fallite non dovrebbe alterare i risultati da un punto di vista qualitativo: rispetto alle società in forte crescita, le società fallite dovrebbero infatti mostrare tratti finanziari ancor più spiccatamente diversi che non quelle in declino produttivo ma non (ancora) fallite. Nell'analisi non si è fatto ricorso (come sollecitato fa gli altri da Luigi Zingales) all'età delle imprese: tra quelle piccole potrebbero trovarsi imprese che hanno scelto di rimanere piccole assieme ad altre, nate da poco, che mirano all'espansione produttiva.

49. A tal fine, si sono escluse le unità che presentavano valori negativi in una o più poste patrimoniali e quelle per le quali la CB ha identificato nel periodo un fenomeno di incorporo o scorporo. È stato inoltre eliminato un numero assai esiguo di imprese che incrementavano (riducevano) il valore aggiunto di oltre il 100 per cento (50 per cento) tra una qualsiasi coppia di esercizi consecutivi. Sempre allo scopo di evitare distorsioni, si sono infine eliminate quelle società

Il campione è così costituito da imprese prevalentemente (36,8 per cento) dell'industria tradizionale per il consumo (alimentari, tessili, carta, ecc.) e della meccanica (33,5 per cento); è più limitata (13,3 per cento) l'incidenza delle imprese dei settori di base (minerali, metalli e chimica) e delle imprese commerciali, alberghi e pubblici esercizi (15 per cento); è del tutto marginale la presenza di società dei trasporti e delle comunicazioni (1,4 per cento; tav. 1).

L'evidenza descrittiva e preliminare che si presenta riguarda il campione nel suo complesso e 10 sottoclassi individuate in base all'intensità della crescita media del valore aggiunto nominale nell'intero periodo d'osservazione. Il tasso medio composto varia da -1,1 per cento annuo del primo decile, a 11,5 per cento del sesto, a 24,3 per cento dell'ultimo (tav. 2); questi valori si raffrontano a un'espansione media annua nominale del valore aggiunto dei beni e servizi destinabili alla vendita dell'11 per cento nel complesso dell'economia. Suddividendo l'intero arco temporale nei tre sottoperiodi 1983-85, 1986-87 e 1988-89, si nota come la divaricazione tra le società in forte crescita e le altre, particolarmente accentuata nella prima fase e ridottasi nel secondo periodo, è tornata ad ampliarsi nella terza fase, con il consolidamento del ciclo espansivo.

(Continuazione nota 49 dalla pagina precedente)

(pure in questo caso un numero assai esiguo) che, anche in un solo anno del periodo, mostravano valori ritenuti eccessivamente bassi o elevati del rapporto tra valore aggiunto e capitale fisso: vale a dire quelle per le quali esso si collocava al di sotto di 0,1 o al di sopra di 2. Come detto, il numero di imprese escluse è comunque trascurabile; esso si è inoltre mostrato poco sensibile a piccoli cambiamenti nei valori soglia, selezionati su base judgmental osservando i dati elementari.

DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETA' PER CLASSI DI ATTIVITA' ECONOMICA NEI DECILI
(valori assoluti e composizione percentuale)

CLASSI DI ATTIVITA' ECONOMICA	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	TOTALE
Minerali, metalli, chimica	54	76	75	83	90	80	68	83	88	71	768
Macchine e mezzi di trasporto	121	156	159	192	195	215	211	216	214	250	1929
Alimentari, tessili, carta	269	240	225	198	206	204	209	191	188	184	2114
Commercio, alberghi e pubb. esercizi	120	96	109	93	79	68	79	78	78	64	864
Trasporti e comunicazioni	11	7	7	9	5	8	8	7	7	9	78
Totale	575	578	5753								

CLASSI DI ATTIVITA' ECONOMICA	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	TOTALE
Minerali, metalli, chimica	9,4	13,2	13,0	14,4	15,7	13,9	11,9	14,4	15,3	12,3	13,3
Macchine e mezzi di trasporto	21,0	27,2	27,7	33,4	33,9	37,4	36,7	37,6	37,2	43,2	33,5
Alimentari, tessili, carta	46,8	41,7	39,1	34,4	35,8	35,5	36,3	33,2	32,7	31,8	36,8
Commercio, alberghi e pubb. esercizi	20,9	16,7	19,0	16,2	13,7	11,8	13,7	13,6	13,6	11,1	15,0
Trasporti e comunicazioni	1,9	1,2	1,2	1,6	0,9	1,4	1,4	1,2	1,2	1,6	1,4
Totale	100										

Fonte: elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci.

TASSI DI CRESCITA MEDI DEL VALORE AGGIUNTO NOMINALE PER DECILE
(valori percentuali)

DECILI (1)	A N N I										P E R I O D I (2)			
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	83-89	83-85	86-87	88-89			
I	- 2,5	3,1	4,2	0,1	- 0,9	- 3,9	- 7,1	- 1,1	1,6	- 0,4	- 5,5			
II	3,1	6,2	6,5	6,2	3,2	1,4	2,6	4,2	5,2	4,7	2,0			
III	6,5	7,9	9,6	7,4	6,1	3,8	4,4	6,5	8,0	6,8	4,1			
IV	7,4	9,9	11,1	7,0	8,2	6,5	8,4	8,3	9,4	7,6	7,5			
V	11,3	11,7	12,0	10,0	8,8	7,3	8,4	9,9	11,6	9,4	7,9			
VI	12,2	13,1	15,3	10,7	11,1	9,3	8,9	11,5	13,5	10,9	9,1			
VII	14,5	14,7	15,2	14,5	11,9	11,7	12,1	13,2	14,8	13,2	10,9			
VIII	16,9	17,1	18,5	16,5	13,0	14,3	12,5	15,1	17,5	14,7	12,1			
IX	21,5	21,8	18,5	19,5	14,5	14,3	15,0	17,8	20,6	17,0	14,6			
X	28,0	28,5	27,1	22,8	21,5	21,1	21,7	24,3	27,9	22,1	21,4			
Totale	11,3	13,4	14,2	12,2	10,8	9,7	10,8	11,8	13,0	11,5	10,2			

Fonte: elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci.

(1) I decili, che includono un numero costante di aziende (575), sono ottenuti ripartendo le imprese secondo il tasso di crescita del valore aggiunto.

(2) Tassi annui medi composti.

5.1.1 Crescita e redditività

L'osservazione di indicatori tecnologici e di redditività consente alcune prime riflessioni.

Per le imprese in crescita, l'espansione del valore aggiunto si associa a favorevoli andamenti reddituali e a una minore incidenza degli oneri finanziari. Nelle aziende con valore aggiunto in aumento più limitato, alla contrazione della manodopera non si accompagna un pari ridimensionamento del capitale fisso investito. Complessivamente, mentre all'inizio del periodo considerato le imprese dei diversi decili presentavano valori degli indicatori tecnologici e di redditività largamente simili, alla fine del periodo tali indicatori risultano chiaramente correlati con la rapidità della crescita.

Alla diversa dinamica del valore aggiunto hanno corrisposto, tra il 1983 e il 1989, una contrazione degli addetti nelle società del primo decile (da 63,1 a 43,2), una sostanziale stabilità nel sesto (da 69,2 a 74,3), quasi un raddoppio nell'ultimo (da 57,2 a 100; tav. 3). La produttività nominale del lavoro, simile all'inizio del periodo, ha manifestato una dinamica correlata positivamente con quella del valore aggiunto: circa il 40 per cento nel primo decile, circa l'80 per cento nel sesto e oltre il 100 per cento nel decimo. Nell'intero periodo 1983-89 il valore aggiunto per addetto, per i tre decili considerati, è rispettivamente di 43,7, 50,2 e 61,8 milioni di lire (tav. 4). La stessa correlazione positiva con la crescita si riscontra per gli altri indicatori di profittabilità.

I modesti risultati reddituali delle imprese in declino vanno in parte legati al mancato adeguamento della capacità produttiva. Il capitale per addetto è passato per le

INDICATORI TECNOLOGICI E DI BIODIVERSITÀ PER DECILE: VALORI MEDI DI PERIODO
(valori percentuali)

V o c i	Decili										Totale
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	
	1983-89										
Investimenti/ valore aggiunto	10,7	11,1	11,7	12,7	13,7	14,2	16,7	16,5	17,1	19,5	14,9
Risultato lordo gestione/valore agg.	34,6	35,1	35,7	36,2	37,3	39,8	41,2	44,9	44,9	48,4	40,7
Oneri fin. netti/valore aggiunto	14,8	13,3	12,0	11,1	10,2	10,6	10,3	8,8	9,4	9,3	10,6
Valore aggiunto pro-capite (3)	43,7	43,7	46,5	47,7	47,7	50,2	52,0	56,8	56,8	61,8	51,2
	1983-85										
Investimenti/ valore aggiunto	9,5	10,2	10,7	11,4	12,0	12,6	13,9	15,5	15,7	19,2	13,3
Risultato lordo gestione/valore agg.	37,7	36,8	36,9	36,9	37,0	39,4	40,3	43,4	42,4	45,3	39,8
Oneri fin. netti/valore aggiunto	16,2	15,2	14,5	13,8	12,5	13,1	13,1	11,5	11,8	12,7	13,3
Valore aggiunto pro-capite (3)	38,8	37,1	39,1	39,6	39,0	40,8	41,7	44,8	43,5	46,5	41,1
	1986-87										
Investimenti/ valore aggiunto	9,8	10,1	10,8	12,0	13,4	13,5	15,9	14,8	16,2	19,5	14,2
Risultato lordo gestione/valore agg.	36,5	36,8	37,2	37,2	38,9	41,2	43,0	46,8	46,8	49,6	42,3
Oneri fin. netti/valore aggiunto	13,0	11,8	10,5	9,8	9,2	9,6	9,0	7,5	8,2	8,3	9,4
Valore aggiunto pro-capite (3)	47,5	47,1	49,7	50,2	50,7	52,9	55,2	59,7	59,9	63,4	54,2
	1988-89										
Investimenti/ valore aggiunto	13,4	13,1	13,6	14,8	15,8	16,3	19,8	18,7	18,8	19,6	17,1
Risultato lordo gestione/valore agg.	27,9	31,3	32,9	34,5	36,2	39,0	40,5	44,6	45,3	49,4	40,2
Oneri fin. netti/valore aggiunto	14,7	12,2	10,4	9,5	8,7	9,0	9,0	7,6	8,4	7,8	9,2
Valore aggiunto pro-capite (3)	49,3	51,5	55,2	57,5	57,9	61,0	62,7	69,4	70,1	75,4	62,5

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci.

(1) ROE = Risultato netto rettificato (RNR) / Capitale netto (CN)

(2) ROI = (RNR + Oneri finanziari lordi) / CN + Debiti finanziari lordi

(3) Milioni di lire

imprese meno dinamiche da 41,5 milioni del 1983 a 86,7 nel 1989 (tav. 3). Per le società degli altri due decili l'aumento è stato inferiore: da circa 46 a circa 83 milioni. Ciò si verifica nonostante che la crescita più intensa sia trainata da una più solerte espansione degli investimenti.

Relativamente alla specializzazione produttiva per grandi raggruppamenti, si nota che l'incidenza per decile delle imprese meccaniche aumenta col tasso di crescita del decile: dal 21 per cento del primo decile, al 37,4 per cento del sesto, al 43,2 per cento del decimo (tav. 1). Specularmente, le imprese dell'industria e del commercio tendono a essere sovrarappresentate (sottorappresentate) nei decili in minore (forte) crescita: si va da 46,8 e 20,9 per cento del primo decile a 35,5 e 11,8 per cento del sesto, a 31,8 e 11,1 per cento del decimo. La performance media dei decili potrebbe dunque riflettere anche un effetto di composizione settoriale. L'importanza di questo elemento sulla struttura finanziaria, che verrà analizzata di seguito, non va tuttavia sovrastimato⁵⁰.

5.1.2 Crescita e struttura patrimoniale

Nell'esaminare la relazione fra crescita e struttura finanziaria non è possibile stabilire nessi causali unidirezionali a causa della simultaneità dei due fenomeni. Esclusivamente per comodità espositiva, si parlerà dei

50. Come si è visto, i problemi del finanziamento della crescita sarebbero prevalentemente idiosincratici dell'impresa. Se vi sono effetti settoriali, come per la valutazione delle garanzie (Shleifer e Vishny, 1992), questi potrebbero avere un'entità di secondo ordine. Si effettueranno in futuro approfondimenti con l'ausilio di tecniche econometriche per controllare la misura di eventuali effetti settoriali sulla struttura finanziaria delle imprese.

riflessi degli andamenti produttivi differenziati sulla struttura finanziaria delle imprese del campione, senza però ipotizzare stretti nessi causali.

Vi sono due modi di procedere nel delineare tali riflessi: analizzare la situazione patrimoniale o i flussi finanziari. L'analisi delle passività finanziarie nette, ottenute sottraendo alle voci del passivo del conto patrimoniale le "corrispondenti" voci dell'attivo⁵¹, offre alcuni parziali riscontri agli "a priori" teorici discussi nei precedenti paragrafi.

Nella media dei sette anni osservati, rapportando le singole voci del passivo alle passività finanziarie nette complessive⁵² e continuando a fare riferimento al primo, sesto e ultimo decile, non si riscontrano differenze significative nel contributo dei fondi propri misurati nella maniera tradizionale: la somma del capitale versato e delle riserve si colloca, nell'ordine, al 58,4, al 61,2 e al 58,1 per cento (tav. 5). Tuttavia, considerando che il contributo finanziario dei soci, per gli evidenti vantaggi fiscali, prende talora la forma del debito⁵³, è opportuno ampliare il concetto di fondi propri includendovi anche i debiti di questa specie. Operando tale correzione⁵⁴, si ottiene un quadro diverso: i

51. Per un riferimento metodologico sulla riclassificazione operata, si veda Mayer (1990).

52. I valori del conto patrimoniale di ogni anno sono espressi ai prezzi del 1983 (la deflazione è effettuata con i prezzi alla produzione).

53. Si veda quanto sostenuto al proposito da Zanetti e Sembenelli (1990).

54. La correzione è operata aggiungendo all'aggregato di capitale versato e riserve i debiti verso azionisti (voce PAS 3 nella CB) e la componente degli "altri debiti" che, sulla base di informazioni raccolte presso la CB, risultano contratti in misura prevalente nei confronti degli azionisti e del personale (voce PAS_8A).

STRUTTURA DELLE PASSIVITÀ NETTE: VALORI MEDI 1983-89 (1)
(quote percentuali)

V o c i	Decili									
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
1 Capitale versato	30,2	28,9	30,8	27,8	25,8	26,8	26,4	26,5	25,6	22,6
2 Riserve	28,2	31,1	32,6	33,4	34,2	34,4	34,7	39,4	34,8	35,5
3=1+2 <u>Fondi propri</u>	58,4	60,0	63,4	61,2	60,0	61,2	61,1	65,9	60,4	58,1
4 <u>Debiti verso soci/azionisti</u>	18,6	17,8	19,1	22,4	22,0	23,0	20,8	26,5	25,1	25,7
5=3+4 <u>Fondi propri "allargati"</u>	77,0	77,8	82,5	83,6	82,0	84,2	81,9	92,4	85,5	83,8
6 <u>Fondo di quiescenza</u>	10,1	11,2	12,1	13,2	12,2	11,6	10,4	10,5	9,6	7,8
7 <u>Obbligazioni</u>	4,4	4,8	5,1	4,4	4,6	4,9	4,9	4,7	4,9	4,7
8 <u>Debiti commerciali netti</u>	- 14,8	- 13,0	- 15,1	- 16,6	- 14,3	- 16,8	- 12,2	- 17,5	- 12,1	- 12,1
9 <u>Debiti netti verso collegate</u>	- 3,2	- 0,3	- 0,7	- 1,3	- 1,2	- 1,3	0,2	- 2,8	- 2,7	- 3,2
10 <u>Debiti netti verso banche e ICS</u>	37,0	29,1	26,4	27,2	27,3	28,1	26,0	25,8	28,7	33,3
11 <u>di cui: a breve (banche)</u>	29,5	20,4	17,0	18,0	16,0	16,6	14,9	14,8	16,5	20,4
12=9+10 <u>Debiti finanziari netti</u>	33,7	28,8	25,7	25,9	26,1	26,8	26,2	23,0	26,0	30,1
13 <u>Altri debiti netti</u>	- 10,5	- 9,6	- 10,3	- 10,5	- 10,6	- 10,7	- 11,2	- 13,1	- 13,9	- 14,3
14 Totale passività nette (2)	100,0									

Fonte: Elaborazione su dati Centrale dei Bilanci.

(1) I valori delle passività di ogni anno nettati, per ogni voce, del valore della corrispondente attività (ove ve ne sia una), sono espressi ai prezzi del 1983 e quindi sommati.

(2) Somma delle voci 3,5,6,7,8,12,13.

STRUTTURA DELLE PASSIVITÀ NETTE: VALORI MEDI 1983 (1)
(quote percentuali)

V o c i	Decili									
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
1 Capitale versato	29,0	28,7	31,7	28,4	26,5	29,0	27,2	27,9	29,2	27,8
2 Riserve	29,0	31,6	32,7	33,9	34,4	33,3	31,7	38,7	30,5	30,1
3=1+2 <u>Fondi propri</u>	58,0	60,3	64,4	62,3	60,9	62,3	58,9	66,6	59,7	57,9
4 Debiti verso soci/azionisti	18,1	17,4	17,2	19,9	19,2	19,2	15,5	21,0	20,1	21,1
5=3+4 <u>Fondi propri "allargati"</u>	76,1	77,7	81,6	82,2	80,1	81,5	74,4	87,6	79,8	79,0
6 <u>Fondo di quiescenza</u>	8,9	9,5	10,4	11,3	10,1	10,0	8,5	9,1	8,6	7,2
7 <u>Obbligazioni</u>	4,1	4,8	4,5	4,5	4,0	4,7	4,6	4,3	4,2	4,8
8 <u>Debiti commerciali netti</u>	- 7,9	- 6,8	- 11,6	- 13,9	- 9,1	- 12,3	- 6,5	- 14,0	- 7,5	- 7,9
9 Debiti netti verso collegate	0,1	- 0,1	0,7	1,2	0,9	1,5	4,7	1,4	1,8	0,1
10 Debiti netti verso banche e ICS	27,3	23,7	22,0	23,7	21,6	22,6	22,2	20,5	22,7	26,5
11 di cui: a breve (banche)	21,0	16,0	13,4	15,2	12,6	13,2	12,6	11,7	14,1	16,4
12=9+10 <u>Debiti finanziari netti</u>	27,4	23,6	22,7	24,9	22,5	24,1	26,9	21,9	24,5	26,6
13 <u>Altri debiti netti</u>	- 8,6	- 8,8	- 7,6	- 9,0	- 7,6	- 8,0	- 7,9	- 8,9	- 9,6	- 9,7
14 Totale passività nette (2)	100,0									

Fonte: Elaborazione su dati Centrale dei Bilanci.

(1) I valori delle passività di ogni anno nettati, per ogni voce, del valore della corrispondente attività (ove ve ne sia una), sono espressi ai prezzi del 1983 e quindi sommati.

(2) Somma delle voci 3,5,6,7,8,12,13.

STRUTTURA DELLE PASSIVITÀ NETTE: VALORI MEDI 1989 (1)
(quote percentuali)

V o c i	Decili									
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
1 Capitale versato	30,2	26,5	28,8	25,1	23,2	23,1	24,2	24,1	21,2	18,0
2 Riserve	27,2	29,0	31,7	32,9	33,0	35,0	34,0	38,0	36,6	39,4
3=1+2 <u>Fondi propri</u>	57,4	55,5	60,5	58,0	56,2	58,1	58,2	62,1	57,8	57,4
4 Debiti verso soci/azionisti	17,3	17,2	19,0	23,6	22,3	23,2	21,4	26,3	25,8	26,8
5=3+4 <u>Fondi propri "allargati"</u>	74,7	72,7	79,5	81,6	78,5	81,3	79,6	88,4	83,6	84,2
6 <u>Fondo di quiescenza</u>	10,8	11,9	12,7	13,9	12,9	12,1	11,2	10,5	9,5	7,8
7 <u>Obbligazioni</u>	4,7	4,3	4,7	4,7	4,4	4,8	5,0	4,8	4,4	4,1
8 <u>Debiti commerciali netti</u>	- 20,0	- 12,9	- 19,1	- 18,9	- 15,4	- 19,6	- 13,9	- 18,2	- 13,4	- 17,9
9 <u>Debiti netti verso collegate</u>	- 3,3	- 0,7	0,2	- 2,4	- 2,1	- 0,8	- 2,9	- 2,1	- 3,0	- 1,9
10 <u>Debiti netti verso banche e ICS</u>	44,2	34,6	33,8	33,8	34,7	34,9	34,5	32,6	35,0	40,6
11 <u>di cui: a breve (banche)</u>	36,2	26,2	24,0	24,1	22,4	22,2	21,3	20,7	21,9	26,1
12=9+10 <u>Debiti finanziari netti</u>	40,9	33,9	34,0	31,4	32,6	34,1	31,6	30,5	32,0	38,7
13 <u>Altri debiti netti</u>	- 11,1	- 9,9	- 11,8	- 12,7	- 13,0	- 12,7	- 13,5	- 16,0	- 16,1	- 16,9
14 <u>Totale passività nette (2)</u>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaborazione su dati Centrale dei Bilanci.

(1) I valori delle passività di ogni anno nettati, per ogni voce, del valore della corrispondente attività (ove ve ne sia una) sono espressi ai prezzi del 1983 e quindi sommati.

(2) Somma delle voci 3,5,6,7,8,12,13.

fondi propri "allargati" sono del 77 per cento per le imprese del primo decile, mentre raggiungono circa l'84 per cento per gli altri due gruppi di società. Qualora si consideri la situazione patrimoniale delle imprese alla fine del periodo (tav. 7), si osserva una correlazione positiva fra quota dei fondi propri tasso di crescita del periodo⁵⁵.

I debiti finanziari netti risultano più contenuti per le imprese del sesto decile e degli altri decili intermedi che per quelle dei decili estremi. Tra queste ultime, sono le imprese che crescono di meno a registrare un contributo più elevato (33,7 per cento) di quelle in forte espansione (30,1 per cento; tav. 5). Anche per il peso del credito degli intermediari valgono le stesse connotazioni. Il peculiare rilievo dei debiti finanziari netti nelle classi estreme delle imprese di successo, in forte crescita, e delle imprese malandate, in fase di ridimensionamento, si accentua ove si considerino i dati di fine periodo (tav. 7). Torneremo più avanti sull'interpretazione di questo fenomeno.

La previsione teorica che, nelle imprese in forte crescita, tra i finanziamenti esterni prevalgano quelli bancari trova riscontro solo marginale⁵⁶. La prevalenza in queste stesse imprese della componente a breve del debito non trova invece alcun riscontro. Sono le società del primo decile che

55. Sia nel 1983 sia nel 1989 la somma di capitale versato e riserve in rapporto alle passività finanziarie nette complessive era più elevata nel decile intermedio (62,3 e 58,1 per cento nel sesto decile) minore per quelli iniziale e finale (circa 58 e 57,4 per cento nei due anni; tavv. 6 e 7). I fondi propri "allargati" - inclusivi dei debiti verso soci - danno indicazioni analoghe a quelle medie del periodo nel 1983 (76,1, 81,5 e 79 per cento, nell'ordine, per i tre decili) e le rafforzano, appunto, nel 1989 (74,7, 81,3 e 84,2 per cento).

56. Il rapporto tra debiti netti verso banche e ICS e debiti finanziari netti complessivi è pari rispettivamente a 1,097, 1,049 e 1,106.

registrano il mix del credito bancario più orientato verso l'indebitamento a breve (79,7 per cento); il rapporto discende nei decili intermedi (59 per cento nel sesto) e torna a salire successivamente (61,3 per cento nel decimo; tav. 5). Per le imprese in forte crescita, la quota a breve del credito bancario non solo è minore (nella media del periodo), ma si espande anche meno che per le altre (tavv. 6 e 7).

Le indicazioni tratte da un'analisi dei flussi finanziari dell'intero periodo, riclassificati in guisa da renderli comparabili con la struttura patrimoniale prima considerata, confermano solo in parte l'evidenza relativa alle passività nette.

Il volume dei fondi totali netti raccolti per impieghi "reali" (investimenti fissi lordi e in scorte, investimenti in azioni e partecipazioni) è ovviamente correlato positivamente col tasso di crescita (cfr. tav. 8): nelle imprese dell'ultimo decile - che ricordiamo essere all'inizio del periodo considerato di dimensione media pressoché eguale a quella degli altri decili - si osserva un salto nel volume dei fondi raccolti: essi superano di oltre tre volte (poco meno di due volte) quelli raccolti dal primo decile (sesto decile). Nonostante tali differenze, si osserva una notevole stabilità della composizione dei fondi. In particolare, per tutte le imprese considerate, la quota di gran lunga predominante dei flussi finanziari netti è di fonte interna. L'autofinanziamento lordo è maggiore nel sesto decile (84,6 per cento), più contenuto nell'ultimo (81,7 per cento) e ancor più basso nel primo (80 per cento; tav. 8). Nell'ultimo decile, all'elevatezza delle fonti interne concorre una compressione significativa, rispetto a tutte le altre classi, dei dividendi corrisposti. Con l'inclusione dei flussi di capitale versati dagli azionisti e anticipati, sotto forma di capitale di debito, dai soci, l'autofinanziamento "allargato"

COMPOSIZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI: VALORI MEDI 1983-89 (1)
(quote percentuali)

V o c i	Decili									
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
1 <u>Autofinanziamento lordo</u>	80,0	78,0	84,4	85,3	86,2	84,6	84,7	87,7	83,9	81,7
2 di cui: dividendi	15,7	10,5	11,7	11,0	13,6	10,1	8,5	11,6	10,4	7,4
3 <u>Versamento cap. azionisti</u>	10,0	8,7	7,6	6,1	6,4	6,1	6,9	5,2	5,7	5,3
4 <u>Debiti verso soci/azionisti</u>	1,7	4,8	6,2	7,6	7,9	7,0	7,6	8,4	8,5	8,9
5=1+3+4 <u>Autofinanziamento "allargato"</u>	91,7	91,5	98,2	99,0	100,5	97,7	99,2	101,3	98,1	95,9
6 <u>Obbligazioni</u>	3,1	2,3	3,3	2,8	2,7	3,0	3,2	3,1	3,0	2,8
7 <u>Debiti commerciali netti</u>	-18,0	-14,2	-18,2	-12,9	-14,4	-15,7	-13,1	-13,4	-11,1	-15,7
8 <u>Debiti netti verso collegate</u>	-15,4	-0,9	-2,3	-3,7	-4,0	-2,4	-5,2	-3,2	-4,0	-2,3
9 <u>Debiti netti verso banche e ICS</u>	43,5	25,9	25,2	21,1	23,0	23,2	21,8	20,9	22,4	27,6
10 di cui: a breve (banche)	38,0	21,6	19,4	15,9	15,1	14,9	13,7	13,8	13,9	18,2
11=8+9 <u>Debiti finanziari netti</u>	28,1	25,0	22,9	17,4	19,0	20,8	16,6	17,7	18,4	25,3
12 <u>Altri debiti netti</u>	-4,9	-4,6	-6,2	-6,3	-7,8	-5,8	-5,9	-8,7	-8,4	-8,3
13 <u>Fondi totali netti (2)</u>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Per memoria:										
Quota dei fondi totali netti del decile sui fondi totali netti totali del campione	5,3	6,0	7,0	7,8	8,6	10,2	10,8	12,2	13,7	18,4

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci,

(1) I valori delle fonti di ogni anno nettati, per ogni voce, del valore del corrispondente impiego (ove esista), sono espressi ai prezzi del 1983 e sono quindi sommati.

(2) Somma delle voci 5,6,7,11,12.

STRUTTURA DELLE PASSIVITÀ NETTE IN RELAZIONE ALLA MEDIA DELL'INDEBITAMENTO BANCARIO: VALORI MEDI 1983-89 (1)
(quote percentuali)

V o c i	D E C I L I																			
	I		II		III		IV		V		VI		VII		VIII		IX		X	
	sotto media	sopra media																		
1 Capitale versato	34,4	24,3	32,3	25,4	35,3	25,9	31,4	24,5	28,7	22,7	31,2	22,3	30,3	22,4	28,8	24,0	28,6	22,6	24,0	21,1
2 Riserve	32,6	22,0	39,3	22,8	41,9	22,4	42,6	24,5	42,8	24,9	42,6	26,2	43,3	25,7	51,9	26,1	44,3	25,4	46,5	23,6
3=1+2 Fondi propri	67,0	46,3	71,6	48,2	77,2	48,3	74,0	49,0	71,5	47,6	73,8	48,5	73,6	48,1	80,7	50,1	72,9	48,0	70,5	44,7
4 Debiti verso soci/azionisti	19,5	17,4	19,6	16,0	21,9	16,2	26,0	19,0	24,3	19,5	26,2	19,7	24,6	17,0	30,1	22,7	29,1	21,2	30,2	20,9
5=3+4 Fondi propri "allargati"	86,5	63,7	91,2	64,2	99,1	64,5	100,0	68,0	95,8	67,1	100,0	68,2	98,2	65,1	110,8	72,8	102,0	69,2	100,7	65,6
6 Fondo di quiescenza	10,9	8,9	12,6	9,8	13,9	10,1	15,2	11,3	13,3	11,0	12,9	10,3	11,8	9,0	11,4	9,6	10,4	8,8	8,6	7,0
7 Obbligazioni	5,3	3,2	5,5	4,0	5,8	4,3	5,3	3,6	5,3	3,7	5,1	4,6	6,0	3,9	4,9	4,6	6,0	3,8	4,8	4,6
8 Debiti commerciali netti	-2,3	-32,3	-4,6	-21,6	-6,0	-25,0	-5,9	-26,9	-4,0	-25,5	-3,0	-30,6	-1,3	-23,3	-7,1	-28,6	0,4	-24,3	-0,8	-24,4
9 Debiti netti vs collegate	0,4	-8,4	0,9	-1,5	-0,5	-0,9	-1,5	-1,0	-0,3	-2,1	-1,2	-1,4	-0,8	1,3	-2,8	-2,8	-2,6	-2,9	-0,7	-6,0
10 Debiti netti vs banche e ICS	8,0	77,8	4,1	54,5	-2,0	57,2	-1,8	54,7	0,4	56,7	-2,2	58,4	-1,5	54,2	-3,8	57,4	-1,9	58,7	2,4	66,8
11 di cui: a breve (banche)	2,1	68,0	-1,7	42,8	-7,5	43,5	-7,2	42,1	-6,6	40,7	-9,1	42,3	-9,2	39,6	-10,7	42,1	-9,5	42,1	-6,4	49,5
12=9+10 Debiti finanziari netti	8,4	69,4	5,0	53,0	-2,5	56,3	-3,3	53,7	0,1	54,6	-3,4	57,0	-2,3	55,5	-6,6	54,6	-4,5	56,0	1,7	60,8
13 Altri debiti netti	-8,8	-12,9	-9,7	-9,4	-10,3	-10,2	-11,3	-9,7	-10,5	-10,9	-11,6	-9,5	-12,4	-10,2	-13,4	-13,0	-14,3	-13,5	-15,0	-13,6
14 Totale passività nette (2)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci.

(1) I valori delle passività di ogni anno nettati, per ogni voce, del valore della corrispondente attività (ove ve ne sia una), sono espressi ai prezzi del 1983 e quindi sommati.

(2) Somma delle voci 5,6,7,8,12,13.

dell'ultimo decile (95,9 per cento) risulta più vicino a quello del sesto (97,7 per cento).

Il flusso di debiti finanziari netti è massimo per le imprese in declino (28,1 per cento nel primo decile), discende per quelle mediane (20,8 per cento nel sesto decile) e torna a salire per quelle in forte crescita (25,3 per cento nel decimo decile).

Analoghe indicazioni si traggono sul peso del finanziamento dagli intermediari, in contraddizione con quanto riscontrato - per la verità solo marginalmente - sulle passività nette di conto patrimoniale. I dati ricostruiti sui flussi sono invece concordi con quelli patrimoniali nell'osservazione che, contrariamente agli "a priori" teorici, per le imprese in maggiore espansione il mix del debito bancario è orientato a favore della componente a medio-lungo termine più che per le imprese in declino: la quota a breve dei finanziamenti bancari è pari all'87,4 per cento nel primo decile, scende al 64,2 per cento nel sesto e risale al 65,9 per cento nel decimo.

Il forte indebitamento bancario delle imprese in declino e la forte prevalenza, presso di esse, della componente bancaria a breve che emergono dalla ricognizione sin qui effettuata deriverebbero da pressanti esigenze di finanziamento che gli intermediari avrebbero ritenuto di assecondare. Ciò pare confermato dal fatto che nella composizione dell'indebitamento il primo decile risulta anomalo già rispetto al secondo⁵⁷. L'adeguata valutazione di questa interpretazione richiede l'esame dei tassi d'interesse a cui viene erogato il credito, delle garanzie fornite dalle imprese a fronte di

57. Sulla base del conto patrimoniale, per il secondo decile si trova un peso dell'indebitamento verso banche e ICS sul totale dei debiti finanziari netti pari a 1,01; esso è pari a 1,049 nel sesto, 1,104 nel nono e 1,106 nel decimo decile.

questo, degli esiti della fase di declino produttivo (stabilizzazione, fallimento, acquisizione, ripresa).

A questo riguardo si sono condotti due approfondimenti: l'uno mirante a verificare l'omogeneità del comportamento delle imprese nel primo decile, l'altro incentrato su alcune caratteristiche degli affidamenti di queste imprese rispetto a quelle degli altri decili.

Bipartendo le imprese di ogni decile in due gruppi a seconda che la quota dello stock di indebitamento sia inferiore o superiore alla media del decile stesso, si nota che i comportamenti dei due sottogruppi sono più differenziati nel primo che in ogni altro decile. Nel primo decile, tra la quota delle imprese con un peso dell'indebitamento verso banche e ICS inferiore a quello medio del decile e la quota delle altre società del decile vi è uno scarto di 70 punti percentuali: si va dall'8 per cento del primo sottogruppo al 77,8 del secondo. Tale divaricazione, per gli altri decili, si aggira tra i 50 e i 60 punti percentuali, raggiungendo i 64 punti solo per il decimo decile (tav. 9). Questa osservazione sembra confermare che fanno parte del primo decile imprese con caratteristiche per certi versi "anomale".

5.1.3 Crescita, condizioni e disponibilità del credito

Indicazioni interessanti si traggono dall'analisi dei tassi d'interesse praticati dalle aziende di credito ai diversi raggruppamenti di imprese. Nella media del periodo 1983-89 il tasso medio sul credito in lire appare fortemente correlato in modo negativo con il tasso di crescita delle imprese. In particolare, il tasso per le imprese del primo decile è stato di 1,6 punti superiore a quello delle società

VARIABILI BANCARIE PER DECILI: VALORI MEDI 1983-89

DECILI	numero societa' (1)	tasso medio impieghi	rapporto di utilizzo	numero controparti creditizie	di cui: banche
I	526	14,10	48,7	8,3	7,7
II	530	14,15	49,0	8,4	7,8
III	526	12,89	48,9	8,7	7,9
IV	523	13,89	48,9	8,8	8,0
V	524	13,81	48,4	8,9	8,1
VI	524	13,50	48,1	8,8	8,0
VII	532	13,64	48,5	8,5	7,6
VIII	532	13,41	47,7	8,7	7,8
IX	516	12,99	48,9	9,1	8,2
X	537	12,54	49,9	9,3	8,3

Fonte: elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci e Centrale dei Rischi.

(1) I decili non includono un numero identico di società in quanto sono state escluse, per ogni decile, quelle che non erano sempre presenti in tutti gli anni.

l'azione selettiva da parte degli intermediari. A sostegno di quest'ultima interpretazione potrebbe stare il fatto che la correlazione con la crescita è particolarmente elevata per il numero di controparti ICS, essendo assai difficile l'accesso a questi intermediari se le piccole imprese non sono guidate dalle aziende di credito del relativo gruppo creditizio⁶⁴. Tale correlazione è del resto in linea con l'evidenza che le imprese più dinamiche sarebbero riuscite ad approvvigionarsi di finanziamenti creditizi a medio e a lungo termine più delle società stazionarie⁶⁵. In tal modo le imprese dinamiche avrebbero potuto portare a termine gli ingenti programmi di investimento, sulla cui base si è fondata la loro intensa crescita.

5.2 Le caratteristiche delle imprese per le quali è mutato il controllo: uno sguardo preliminare

Le informazioni sulla struttura proprietaria delle imprese non sono allo stato disponibili in archivi di pronto accesso. In primo luogo ciò deriva dallo stesso apparato normativo del nostro paese che sino ai tempi recenti ha prestato scarsa attenzione al fenomeno dei gruppi. Deriva inoltre dal fatto che tradizionalmente le modalità stesse del finanziamento passano prevalentemente per canali interni o attraverso gli intermediari (informazioni interne versus infor-

64. Si vedano, in questo senso, Impenna, Marullo-Reedtz e Sabbatini (1990) che evidenziano i crescenti legami di gruppo nell'operatività creditizia delle grandi banche.

65. Nel 1989, l'indebitamento a medio e a lungo termine sui debiti netti verso banche e ICS costituiva il 18,1 per cento nel primo decile, il 36,4 nel sesto e il 35,9 nel decimo; nel 1983 si aveva, nell'ordine, 23,1, 41,6 e 38,2 per cento. Dunque, in termini relativi rispetto alle altre, le imprese più dinamiche ricevevano più credito speciale alla fine che non all'inizio del periodo di osservazione.

mazioni pubbliche). Inoltre, l'analisi teorica prevalente ha a lungo attribuito scarsa rilevanza alla variabile proprietà.

Per ottenere informazioni circa il mutamento del controllo è dunque giocoforza ricorrere a rilevazioni mirate sul campo. Una rilevazione del genere è stata avviata già nel 1991 nell'ambito della Indagine sugli investimenti con cui la Banca d'Italia rileva un campione stratificato di circa 1.200 imprese industriali con oltre 50 addetti; si tenterà, per la prima volta, in questa sede di trarne indicazioni.

Si è proceduto ad abbinare le società presenti nella suddetta Indagine e quelle riclassificate dalla CB. L'elevato grado di copertura (781 aziende, pari a circa il 65 per cento delle imprese rilevate nell'Indagine) dovrebbe avere limitato la probabilità di distorsioni campionarie. La domanda cui le imprese dell'Indagine danno risposta è se nel corso dei sette anni terminanti nel 1991 sia mutato il controllo (escludendo le riallocazioni interne a uno stesso gruppo). Si è poi analizzato, sui dati della CB, quali fossero le principali caratteristiche produttive, reddituali e finanziarie di queste imprese nel periodo durante il quale si è verificata la discontinuità proprietaria. I risultati che si ottengono hanno valenza esclusivamente indicativa - anche perché allo stato non si conosce l'anno esatto del mutamento del controllo - ma, nondimeno, consentono di individuare alcuni tratti che accomunano le società oggetto di ricambio proprietario.

Nel complesso, per 98 delle 781 imprese dell'intersezione Indagine-CB si è avuto nel settennio considerato un mutamento nel controllo, al netto dei trasferimenti avvenuti all'interno di uno stesso gruppo. Vale a dire, le imprese che hanno cambiato proprietà sono il 12,5 per cento del totale.

All'inizio del periodo considerato, certamente prima che le "imprese riallocate" passassero di mano, la situazione

reddituale di queste ultime era nettamente peggiore di quella delle altre imprese: minori margini di profitto, più elevati oneri finanziari, minori ROE e ROI (tav. 12). Un esame della situazione delle imprese distinte anche in base alla dimensione mostra che tale divario, almeno per quanto riguarda la gestione industriale, non risente della composizione dimensionale dei due gruppi di imprese. Se dunque dietro l'avvenuta riallocazione del controllo si intravede la pressione di una cattiva performance da risanare, parrebbe tuttavia che nel periodo considerato la riallocazione abbia prodotto effetti positivi solo sulla gestione finanziaria, non anche su quella industriale. Il divario sfavorevole alle riallocate appare infatti sostanzialmente migliorato per gli oneri finanziari (scesi in rapporto al valore aggiunto di circa 7 punti, contro circa 2 per le altre), mentre quello sul margine di profitto e sul ROE appare invariato.

Solo la conoscenza dell'anno in cui è avvenuta la riallocazione potrà consentire di approfondire questi indizi, testando le ipotesi sulle determinanti e sugli effetti della riallocazione su dati individuali e controllando opportunamente per settore e dimensione di appartenenza. Per il momento, una conferma dell'associazione fra riallocazione del controllo e risanamento finanziario viene dall'esame della composizione dei flussi finanziari dei due gruppi di imprese nel periodo considerato (tav. 13): nelle imprese riallocate la quota dei fondi netti proveniente dai soci, a titolo di sottoscrizione di capitale azionario o di credito, è stata di circa 21 punti percentuali superiore a quella delle altre imprese (36,7 contro 15,5 per cento). Questa raccolta ha consentito alle imprese riallocate di ridurre i debiti verso altre imprese, collegate (- 4,3 per cento) e clienti (- 2,2 per cento), e di minimizzare il ricorso netto addizionale al sistema bancario (5,1 per cento). La struttura patrimoniale delle imprese riallocate, dove i debiti finanziari netti raggiungevano nel 1985 il 50 per cento delle passività nette

**INDICATORI TECNOLOGICI E DI REDDITIVITÀ
CAMPIONE DI SOCIETÀ DELL'INDAGINE BANCA D'ITALIA**

	a s s e t t o p r o p r i e t a r i o			
	stabile	mutato	stabile	mutato
	1 9 8 5		1 9 9 0	
Numero di società'	683	98	683	98
Occupazione media per impresa	827,7	583,3	829,5	574,2
Investimenti/valore aggiunto (*)	14,6	14,2	18,2	19,2
Risultato lordo gestione/val. aggiunto (*)	35,6	29,0	28,9	22,6
Oneri finanziari netti/val. aggiunto (*)	6,1	13,9	3,8	6,6
ROE (1) (*)	9,0	1,6	3,3	- 3,3
ROI (2) (*)	15,8	10,2	10,5	4,6
Ris. lordo di gestione/capitale fisso (*)	8,8	6,1	5,6	3,4
Valore aggiunto pro-capite (3)	47,0	42,0	68,6	59,5
Capitale fisso pro-capite (3)	66,3	74,9	112,6	120,3

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci.

(*) Valori percentuali

(1) ROE = Risultato netto rettificato (RNR) / Capitale netto (CN)

(2) ROI = (RNR + Oneri finanziari lordi) / CN + Debiti finanziari lordi

(3) Milioni di lire

**COMPOSIZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI DEL CAMPIONE DI SOCIETA'
DELL'INDAGINE BANCA D'ITALIA (1)**

VALORI MEDI 1985-90

		assetto proprietario	
		stabile	mutato
1	<u>Autofinanziamento lordo</u>	69,8	69,7
2	di cui: dividendi	12,4	9,7
3	<u>Versamento capitale azionisti</u>	10,4	28,4
4	<u>Debiti verso soci/azionisti</u>	5,1	8,3
5=1+3+4	<u>Autofinanziamento "allargato"</u>	85,3	106,4
6	<u>Obbligazioni</u>	0,7	0,1
7	<u>Debiti commerciali netti</u>	11,7	- 2,2
8	Debiti netti verso collegate	- 5,4	- 4,3
9	Debiti netti verso banche e ICS	9,3	5,1
10	di cui: a breve (banche)	4,0	4,2
11=8+9	<u>Debiti finanziari netti</u>	3,9	0,8
12	<u>Altri debiti netti</u>	- 1,6	- 5,1
13	Fondi totali netti (2)	100,0	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci.

- (1) I valori delle fonti di ogni anno nettati, per ogni voce, del valore del corrispondente impiego (ove esista), sono espressi ai prezzi del 1985 e quindi sommati.
- (2) Somma delle voci 5,6,7,11,12.

(23 per cento per le altre imprese), si è così riequilibrata nel corso del periodo (la quota dei debiti essendo scesa al 34 per cento, 20 nelle altre imprese) (tav. 14).

La distinzione delle imprese anche in base al tasso di crescita consente di caratterizzare due tipologie assai diverse di riallocazione: una difensiva, simile a quella che si coglie dai dati aggregati, volta a risanare una cattiva situazione finanziaria; una offensiva, volta allo sviluppo.

Suddividendo le imprese in tre classi, ordinate in funzione inversa al tasso di crescita medio del gruppo, si nota in primo luogo che l'incidenza della riallocazione è massima (14,2 per cento) per le imprese meno dinamiche, scende al 10,7 per cento per le mediane e torna a crescere per le società più dinamiche (12,8 per cento) (tav. 15). Si osserva, quindi, che nella media del periodo il divario di performance misurato sul ROE, sul ROI e sugli oneri finanziari, sempre sfavorevole alle imprese riallocate, è tanto più piccolo quanto maggiore è il tasso di crescita⁶⁶.

L'esame del flusso dei fondi suggerisce un legame fra il tasso di crescita e la strategia finanziaria che ha accompagnato la riallocazione (tav. 16). Nella classe meno dinamica e in quella mediana si accentua il connotato osservato nell'aggregato: le imprese riallocate impiegano i fondi raccolti presso i soci (che toccano rispettivamente il 35 e il 58 per cento dei fondi netti totali contro valori attorno al 15 per cento per le altre imprese) per ridurre in modo cospicuo l'indebitamento netto finanziario (- 15,3 per

66. La correlazione non vale per il margine lordo di profitto: ciò pare dovuto al fatto che nella terza classe di crescita il rapporto capitale/lavoro delle "riallocate" (61,9 per cento) è circa la metà che nelle altre due classi e che, a differenza delle stesse due classi, è minore che nelle altre imprese.

STRUTTURA DELLE PASSIVITA' NETTE DEL CAMPIONE DI SOCIETA' DELL'INDAGINE BANCA D'ITALIA (1)

V O C I		a s s e t t o p r o p r i e t a r i o			
		1 9 8 5		1 9 9 0	
		stabile	mutato	stabile	mutato
1	Capitale versato	24,5	27,6	19,3	29,0
2	Riserve	22,1	22,7	28,3	28,2
3=1+2	<u>Fondi propri</u>	46,6	50,3	47,7	57,1
4	Debiti verso soci/azionisti	14,7	14,9	15,1	19,4
5=3+4	<u>Fondi propri "allargati"</u>	61,3	65,3	62,8	76,5
6	<u>Fondo di quiescenza</u>	13,5	13,6	11,3	13,9
7	<u>Obbligazioni</u>	1,3	2,2	0,8	0,2
8	<u>Debiti commerciali netti</u>	8,6	- 19,7	14,5	- 14,0
9	Debiti netti verso collegate	- 9,7	- 1,3	- 8,4	- 2,5
10	Debiti netti verso banche e ICS	32,6	50,8	28,1	36,5
11	di cui: a breve (banche)	14,3	28,4	14,6	23,7
12=9+10	<u>Debiti finanziari netti</u>	22,9	49,5	19,8	34,0
13	<u>Altri debiti netti</u>	- 7,6	- 10,9	- 9,1	- 10,6
14	Totale passività nette (2)	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci.

(1) I valori delle passività di ogni anno sono nettati, per ogni voce, del valore del corrispondente impiego (ove esista).

(2) Somma delle voci 5,6,7,8,12,13.

**INDICATORI TECNOLOGICI E DI REDDITIVITÀ
CAMPIONE DI SOCIETÀ' DELL'INDAGINE BANCA D'ITALIA**

VALORI MEDI 1985-90

	Classi di crescita					
	1		2		3	
	a s s e t t o p r o p r i e t a r i o					
	stabile	mutato	stabile	mutato	stabile	mutato
Numero di società'	223	37	232,3	27,7	226,7	33,3
Numero di società in % sulla classe di crescita	85,8	14,2	89,3	10,7	87,2	12,8
Occupazione media per impresa	1228,9	636,7	609,7	511,3	611,4	531,3
Investimenti/valore agg. (*)	18,3	21,5	16,6	16,8	16,1	13,0
Ris lordo gestione/val agg (*)	30,6	24,3	35,1	32,8	35,8	28,8
Oneri finanz netti/val agg (*)	1,5	8,6	3,2	8,0	6,5	7,1
ROE (1) (*)	6,8	- 0,7	9,9	3,2	9,9	4,1
ROI (2) (*)	12,5	5,7	15,3	9,7	14,6	10,4
Ris lordo gest/cap.le fisso(*)	5,1	3,1	9,4	6,1	10,7	9,4
Valore aggiunto pro-capite (3)	56,0	48,9	59,3	60,2	64,5	50,2
Capitale fisso pro-capite (3)	90,3	114,4	90,9	121,4	78,6	61,9

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci.

(*) Valori percentuali

(1) ROE = Risultato netto rettificato (RNR) / Capitale netto (CN)

(2) ROI = (RNR + Oneri finanziari lordi) / CN + Debiti finanziari lordi

(3) Milioni di lire

**COMPOSIZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI DEL CAMPIONE DI SOCIETA'
DELL'INDAGINE BANCA D'ITALIA (1)**

VALORI MEDI 1985-90

		Classi di crescita					
		1		2		3	
		a s s e t t o p r o p r i e t a r i o					
		stabile	mutato	stabile	mutato	stabile	mutato
1	<u>Autofinanziamento lordo</u>	70,7	72,4	79,6	78,2	61,5	59,8
2	di cui: dividendi	14,1	7,4	12,7	13,9	9,3	9,2
3	<u>Versamento capitale azionisti</u>	10,4	24,4	9,9	50,2	10,9	16,1
4	<u>Debiti verso soci/azionisti</u>	3,3	10,5	7,4	8,1	6,7	5,8
5=1+3+4	<u>Autofinanziamento "allargato"</u>	84,4	107,3	96,9	136,5	79,1	81,7
6	<u>Obbligazioni</u>	0,5	- 0,1	0,9	- 0,1	0,7	0,6
7	<u>Debiti commerciali netti</u>	20,5	6,6	2,4	-16,5	3,2	- 1,4
8	Debiti netti verso collegate	- 7,6	-11,0	- 7,0	- 3,3	- 0,3	3,0
9	Debiti netti verso banche e ICS	2,4	- 4,3	7,9	- 6,3	22,0	25,5
10	di cui: a breve (banche)	- 0,5	- 2,8	1,3	- 2,8	13,7	18,3
11=8+9	<u>Debiti finanziari netti</u>	- 5,2	-15,3	0,9	- 9,6	21,7	28,5
12	<u>Altri debiti netti</u>	0,2	1,5	- 1,1	-10,3	- 4,7	- 9,4
13	Fondi totali netti (2)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Centrale dei Bilanci.

(1) I valori delle fonti di ogni anno nettati, per ogni voce, del valore del corrispondente impiego (ove esista), sono espressi ai prezzi del 1985 e quindi sommati.

(2) Somma delle voci 5,6,7,11,12.

cento e - 9,6 per cento). Viceversa, nella classe più dinamica, la raccolta di capitali propri da parte delle riallocate è appena superiore a quella delle altre imprese (22 contro 17 per cento) e si accompagna a un flusso netto positivo di crediti finanziari cospicuo e superiore in quota a quello delle altre imprese (28,5 contro 21,7 per cento). La riallocazione va in questo caso di passo con un crescente ricorso al capitale di debito. L'esame della struttura patrimoniale mostra che all'inizio del periodo le imprese riallocate più dinamiche presentavano una quota dei debiti finanziari netti più contenuta delle imprese riallocate delle altre classi (40 contro 55 e 45 per cento); nel 1990 gli ordini di grandezza si sono invertiti (45 per cento per la classe più dinamica, 31 e 25 per cento nelle altre due).

Sembrano delinearci, dunque, due modelli di riallocazione. Da una parte, le imprese in difficoltà finanziarie, per "stare a galla", sarebbero costrette ad accettare maggiori vincoli da parte dei finanziatori esterni, sia in termini di capacità di "tiraggio" sui propri conti sia scontando tassi d'interesse più onerosi, sia sottostando a una crescente componente di debito a breve, che li forza a più frequenti revisioni e rinegoziazioni. Questa situazione sfocerebbe spesso nella scelta o nella costrizione del proprietario a cedere l'impresa. Sulla base delle informazioni sin qui esaminate non è possibile verificare se e quale sia il ruolo attivo degli intermediari in questo processo, nel promuovere la riallocazione, nell'individuare e proporre un acquirente, nel fornire consulenza e/o mezzi finanziari al subentrante, né se le riallocazioni che hanno luogo in tali circostanze siano poche o troppe, ossia quale sia la loro efficienza.

Il secondo modello di riallocazione sarebbe quello delle imprese più dinamiche, per le quali, in presenza di condizioni finanziarie meno tese, la riallocazione proprietaria avverrebbe in base a considerazioni di opportunità del

valore di realizzo, ovvero della prospettiva che un cambio di "cavaliere" possa favorire le prospettive di sviluppo. In questo caso, gli impedimenti finanziari potrebbero rappresentare un aspetto di rilievo per il soggetto acquirente. Anche qui non è possibile valutare la misura e la qualità del ruolo degli intermediari nell'individuare la controparte subentrante e nel fornire i relativi finanziamenti⁶⁷.

67. Sono stati effettuati controlli dei risultati per ripartizioni dimensionali e settoriali delle imprese. Particolare attenzione verrà posta nel prosieguo del lavoro nel valutare se si differenzino le riallocazioni legate all'intervento pubblico da quelle di marchio privato.

Riferimenti bibliografici

- Aghion, P., e P. Bolton (1989), The Financial Structure of the Firm and the Problem of Control, in "European Economic Review", n. 33.
- Akerlof, G. (1970), The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 84.
- Barca, F. (1993), Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 194.
- , e M. Magnani (1989), L'industria tra capitale e lavoro: piccole e grandi imprese dall'autunno caldo alla ristrutturazione, Bologna, Il Mulino.
- , P. Casavola e M. Perassi (1993), Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 201.
- Bianco, M. (1993), Il controllo nella public company, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 195.
- , e P. Sestito (1992), Entrate, uscite e struttura di mercato: una rassegna della letteratura, in Università di Bergamo, "Quaderni del Dipartimento di Scienze Economiche", n. 7.
- Binks, B. (1979), Finance for Expansion in the Small Firm, in "Lloyds Bank Review", n. 134, pp. 33-45.
- Block, D., N. Barton e S. Radin (1989), The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors, New York, Weil Gotshal and Manges.
- Boccuzzi, G., e R. Cercone (1993), Tutela dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimentare, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 204.
- U.K. House of Commons (1972), Small Firms: Report of the Committee of Inquiry on Small Firms (Bolton Report), London, HMSO.
- Bonato, L., e R. Faini (1991), Le scelte di indebitamento delle imprese in Italia, in Conti e Hamai (1991).
- , R. Hamai e M. Ratti (1991), Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?, lavoro presentato al V Incontro di studio del Dipartimento di economia e della Banca Popolare di Ancona

- "Credito e imprese: il finanziamento dell'attività produttiva", Jesi, 20-21 settembre.
- Booth, J. R. (1992), Contract Costs, Bank Loans, and the cross-monitoring Hypothesis, in "Journal of Financial Economics", n. 31, pp. 25-41.
- Cannari, L., G. Marchese e M. Pagnini (1993) Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria delle imprese italiane: prime evidenze comparate, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 202.
- 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.
- Conti, V., e R. Hamoui (a cura di) (1991), Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione, volume I: Le famiglie e le imprese, Bologna, Il Mulino.
- Contini, B., A. Gavosto, R. Revelli e P. Sestito (1992), Creazione e distruzione di posti di lavoro in Italia, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 177.
- Dybvig, P., e J. Zender (1991), Capital Structure and Dividend Irrelevance with Asymmetric Information, in "Review of Financial Studies", n. 1, pp. 201-19.
- Fazio, A. (1991), La dimensione e lo sviluppo dei mercati finanziari, in Banca d'Italia, "Bollettino economico", n. 17.
- Ferri, M. G., e W. H. Jones (1979), Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, in "Journal of Finance", vol. 34, n. 3, pp. 631-44.
- Franks, J., e C. Mayer (1992), Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence, presentato alla Davis Conference on Corporate Control, 15-17 maggio.
- Frasca, F., e G. Marotta (1988), La ristrutturazione finanziaria delle grandi imprese, in : Atti del Convegno su "Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese".
- Galeotti, M., F. Schiantarelli e F. Jaramillo (1991), Decisioni d'investimento e ruolo dell'indebitamento, delle attività finanziarie e del cash-flow: evidenza empirica da un "panel" di dati italiani, in Conti e Hamoui (1991).
- Gilibert, P. L., e A. Steinherr (1992), On the Brink: Italy's Corporate Finance between the Banks and the Market,

luglio, dattiloscritto.

Harris, M., e A. Raviv (1990a), The Theory of Capital Structure, settembre, dattiloscritto.

_____ (1990b), Financial Contracting Theory, settembre, dattiloscritto.

Hart, O. (1991), Theories of Optimal Capital Structure: A Principal-Agent Perspective, in "Brookings Discussion Papers", marzo.

_____ e J. Moore (1990a), Property Rights and the Nature of the Firm, in "Journal of Political Economy", n. 6.

_____ (1990b), A Theory of Corporate Financial Structure Based on the Seniority of Claims, NBER Working Paper Series, n. 3431.

_____ (1991), A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital, NBER Working Paper Series, n. 3906.

Hellwig, M. (1991), Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance, in A. Giovannini, e C. Mayer (a cura di), European Financial Integration, Cambridge, Cambridge University Press.

Impenna, C., P. Marullo-Reedtz e P. Sabbatini (1990), Le grandi banche nel mercato degli impieghi, in "Banca, Impresa e Società", n. 2.

Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in "American Economic Review", vol. 76, n. 2, pp. 323-29.

_____ (1988) The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors, in "Journal of Financial Economics", n. 1.

_____ e W. H. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, in "Journal of Financial Economics", n. 3.

Jovanovic, B. (1982), Selection and the Evolution of Industry, in "Econometrica", vol. 50, n. 3.

Kim, E. H. (1978), A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity, in "Journal of Finance", vol. 33, n. 1, pp. 43-63.

Leland, H. E., e D. H. Pyle (1977), Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, in "Journal of Finance", vol. 32, n. 2, pp. 371-87.

- Mayer, C. (1988), New Issues in Corporate Finance, in "European Economic Review", n. 32.
- (1990), Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development, in R. G. Hubbard (a cura di), Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, Chicago, the University of Chicago Press.
- Myers, S. C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, in "Journal of Financial Economics", vol. 5.
- e N. Majluf (1984), Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have, in "Journal of Financial Economics", vol. 13.
- Pesaresi, N. (1993), Aspetti economici e normativi dell'attività degli enti creditizi rilevante per la riallocazione della proprietà, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 206.
- Piantoni, G. (1990), La successione familiare in azienda. Continuità dell'impiego e ricambio generazionale, Milano, Etas Libri.
- Rondi, L., e A. Sembenelli (1990), Micro e macro determinanti del processo di sviluppo: quali relazioni tra finanza e accumulazione?, lavoro presentato al XIV Convegno nazionale di economia e politica industriale su "I processi di crescita dell'impresa", Ancona, 27-28 settembre.
- Shleifer, A., e R. W. Vishny (1992) Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, in "Journal of Finance" n. 47, pp. 1343-66.
- Stanworth, J., e C. Gray (a cura di) (1991), Bolton 20 Years on: The Small Firm in the 1990s, London, Chapman.
- Storey, D. J. (1989), Firm Performance and Size: Explanations from the Small Firm Sectors, in "Small Business Economics", vol. 1, n. 3, pp. 175-80.
- Tamari, M. (1980), The Financial Structure of the Small Firm: An International Comparison of Corporate Accounts in the USA, France, UK, Israel and Japan, in "American Journal of Small Business", vol. 4, n. 4, pp. 20-34.
- Trento, S. (1993), Il gruppo di imprese come modello di controllo nei paesi ritardatari, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 196.
- Walker, D. A. (1989), Financing the Small Firm, in "Small

Business Economics", n. 4, pp. 285-96.

- Ward, J. L. (1990), Di padre in figlio: l'impresa di famiglia, Milano, Angeli (ed. orig.: Keeping the Family Business Healthy, San Francisco, Jossey-Bass, 1987).
- Welsh, J. H., e J. F. White (1981), A Small Business is not a Little Big Business, in "Harvard Business Review", luglio-agosto.
- Wijst, van der D. (1989), Financial Structure in Small Business: Theory, Tests and Applications, Berlin, Springer.
- Williamson, O. E. (1988), Corporate Finance and Corporate Governance, in "Journal of Finance", n. 43, pp. 567-92.
- U.K. Committee to Review the Functioning of Financial Institutions (1980), Report (Wilson Report), London, HMSO, 2 voll.; trad. it.: Rapporto Wilson sul funzionamento del sistema finanziario del Regno Unito, Milano, Cariplo (1988).
- Zanetti, G., e A. Sembenelli (1990), Struttura patrimoniale e finanziamento degli investimenti nelle piccole medie imprese, relazione presentata al Convegno su "Struttura finanziaria e sviluppo delle piccole e medie imprese", in "Confindustria", n. 27.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (*)

- 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 ANTONIO 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).
- n. 196 — *Il gruppo di imprese come modello di controllo nei paesi ritardatari*, di S. TRENTO (maggio 1993).
- n. 197 — *Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia*, di D. CARDILLI, L. PINZANI e P. E. SIGNORINI (maggio 1993).
- n. 198 — *Privatizzare: come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese*, di S. CHIRI e F. PANETTA (maggio 1993).
- n. 199 — *Liquidity Effects and the Determinants of Short-Term Interest Rates in Italy*, di I. ANGELONI e A. PRATI (giugno 1993).
- n. 200 — *Nuovi strumenti per la valutazione e la previsione del ciclo economico in Italia*, di G. SCHLITZER (giugno 1993).
- n. 201 — *Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica*, di F. BARCA, P. CASAVOLA e M. PERASSI (luglio 1993).
- n. 202 — *Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria delle imprese italiane: prime evidenze comparate*, di L. CANNARI, G. MARCHESI e M. PAGNINI (luglio 1993).

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

Banca d'Italia - Servizio Studi - Divisione Biblioteca e Pubblicazioni - Via Nazionale, 91 - 00184 Roma.

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

