

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**I meccanismi di funzionamento dei circuiti interni dei capitali:
un'indagine empirica del caso italiano**

di Luigi Buzzacchi e Marcello Pagnini



Numero 240 - Dicembre 1994

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**I meccanismi di funzionamento dei circuiti interni dei capitali:
un'indagine empirica del caso italiano**

di Luigi Buzzacchi e Marcello Pagnini

Numero 240 - Dicembre 1994

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 raccolti nel numero speciale dei "Contributi all'analisi economica" del 1994; quelli della seconda fase sono stati discussi nel corso di un convegno svoltosi a Roma nei giorni 24-25 marzo 1994. I rapporti conclusivi presentati in quella occasione sono pubblicati dalla casa editrice Il Mulino.

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

I MECCANISMI DI FUNZIONAMENTO DEI CIRCUITI INTERNI DEI CAPITALI: UN'INDAGINE EMPIRICA DEL CASO ITALIANO

di Luigi Buzzacchi (*) e Marcello Pagnini (**)

Sommario

Il lavoro presenta un quadro di riferimento per distinguere, nell'ambito dei finanziamenti ottenuti da una generica impresa appartenente a un gruppo, la parte raccolta attraverso il circuito dei capitali interno al gruppo da quella raccolta attraverso meccanismi allocativi di mercato. L'applicazione di tale metodologia, condotta su di un significativo campione di 510 imprese industriali private italiane, conferma la rilevanza della riallocazione di capitale all'interno del gruppo: i flussi di fondi provenienti dal mercato finanziario e quelli circolanti sul circuito interno dei capitali sono infatti di un ordine di grandezza comparabile. Tra i secondi, il ruolo delle operazioni non esplicitamente riconosciute come "di raccolta" (cioè gli scambi intragruppo di partecipazioni) è anch'esso di entità rilevante.

I principali fruitori delle fonti di finanziamento provenienti dal circuito interno dei capitali sono le imprese il cui piano di investimenti (non finanziari) non può essere coperto dall'autofinanziamento. In questo caso, la riallocazione intragruppo risulta sostitutiva della raccolta esterna con preferenza per la prima in caso di bassa redditività e quindi, presumibilmente, di condizioni esterne sfavorevoli.

Indice

1. Introduzione	p. 5
2. I circuiti interni dei capitali: tassonomia e relazioni con i mercati finanziari esterni	p. 5
3. Le forme istituzionali dei circuiti interni dei capitali	p. 8
4. I circuiti interni dei capitali nei gruppi industriali italiani: i contributi empirici	p. 11
5. I circuiti interni dei capitali nei gruppi industriali italiani: alcune ipotesi interpretative	p. 14
6. Raccolta esterna e riallocazione dei capitali intragruppo: definizioni e misura	p. 18
7. Il campione e l'estensione dei mercati interni dei capitali	p. 24
8. Osservazioni conclusive	p. 33
9. Tavole e grafici	p. 37
Riferimenti bibliografici	p. 48

(*) Politecnico di Torino, DISPEA.

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

1. Introduzione¹

Nelle moderne economie occidentali sono diffusi meccanismi allocativi che funzionano secondo principi diversi da quelli di mercato. Tra questi figurano i "circuiti interni dei capitali" (CIC), tipici sia delle imprese multidivisionali, sia dei gruppi industriali, ampiamente presenti in Giappone e nei paesi dell'Europa continentale. Ma quale è lo spessore dei CIC rispetto ai mercati del credito e del capitale di rischio? Che ruolo hanno i CIC rispetto ai mercati finanziari esterni? Per rispondere a queste domande nel presente lavoro verrà proposta una metodologia volta ad accertare la rilevanza quantitativa dei CIC nell'ambito dei gruppi industriali italiani, e una successiva analisi empirica, concentrata su un significativo campione di imprese produttive, al fine di cogliere sia la rilevanza dei CIC per il finanziamento degli investimenti, sia il ruolo all'interno dei CIC delle imprese non specializzate nell'intermediazione di fondi.

2. I circuiti interni dei capitali: tassonomia e relazioni con i mercati finanziari esterni

In termini generali, i CIC possono essere definiti come movimenti di fondi che hanno luogo tra due divisioni di una stessa impresa, ovvero tra imprese giuridicamente autonome; in quest'ultimo caso le imprese possono avere un unico soggetto quale detentore dei diritti residuali di controllo, come nel caso dei gruppi gerarchici, oppure

¹ Gli autori ringraziano Riccardo Rovelli per gli utili commenti forniti in qualità di discussant, naturalmente essi rimangono i soli responsabili per eventuali errori e imprecisioni. Le opinioni espresse nel lavoro non coinvolgono le istituzioni di appartenenza.

possono mostrare un reciproco condizionamento dei diritti di controllo, senza che si configuri necessariamente un rapporto di tipo gerarchico (come avviene nel caso dei gruppi orizzontali giapponesi, cfr. Goto, 1982).

La rilevanza e le peculiarità dei CIC possono essere colte confrontandoli con il ruolo esercitato dai tradizionali mercati finanziari (del credito e del capitale di rischio). In particolare ci si chiede se il ricorso ai CIC a) non ponga problemi di visibilità ai mercati del credito e dei capitali nell'accertare il merito di credito dei soggetti che vi partecipano, e b) se i CIC non possano avere degli esiti allocativi diversi rispetto a quelli dei mercati esterni, in termini di politiche di selezione dei progetti di investimento. Ad esempio, l'accesso ai circuiti interni potrebbe comportare un fenomeno di overinvestment socialmente inefficiente, ovvero consentire il finanziamento di progetti di investimento con un valore attuale netto positivo che i mercati esterni non sono disposti a finanziare a causa di imperfezioni nel loro funzionamento.

In termini generali, i CIC possono essere classificati in base all'assetto dei diritti residuali di controllo tra le unità che ne fanno parte e alle modalità con le quali si svolgono le contrattazioni che regolano la circolazione dei fondi al loro interno.

Le relazioni di mercato coinvolgono normalmente soggetti indipendenti che rispondono a differenti titolari dei diritti residuali di controllo. Nei CIC, al contrario, le controparti non sono mai indipendenti: nel caso dei gruppi gerarchici e delle imprese multidivisionali, ad esempio, le controparti in una transazione rispondono al medesimo centro di controllo; nel caso dei gruppi orizzontali giapponesi, invece, i diritti di controllo, come detto, sono condivisi

tra più imprese, senza che tra queste ultime vi siano relazioni di tipo gerarchico.

Da queste considerazioni diviene evidente come le transazioni che avvengono nell'ambito dei CIC abbiano un carattere lato sensu gerarchico che le contrappone alle transazioni tipiche dei mercati esterni.

L'altro asse lungo il quale possono essere classificati i CIC riguarda le modalità con le quali si svolgono i processi di contrattazione al loro interno. A un estremo troviamo una completa pianificazione dei flussi finanziari tra le varie unità che ne fanno parte. In tali circostanze le singole unità devono fare ricorso al CIC secondo modalità predefinite senza poter influire su prezzi e quantità e senza poter decidere il ricorso al mercato esterno. All'altro estremo, il CIC può essere organizzato delegando alle singole unità il potere di stabilire se e in quale misura partecipare al CIC ovvero ricorrere ai mercati esterni: si parlerà in questo caso di "mercati interni dei capitali" (MIC). In tal caso, le singole unità sono libere di formulare le proprie offerte e domande di fondi ed è possibile che si formino prezzi interni che si approssimano a quelli di mercato. Anche nell'ambito dei CIC possono dunque svolgersi transazioni con caratteri di flessibilità e concorrenzialità simili a quelle di mercato. Ciò non significa che i CIC possano integralmente riprodurre l'allocazione delle risorse tipica dei mercati esterni. Come si è affermato, i due meccanismi allocativi, i CIC da una parte e i mercati esterni dall'altra, si differenziano per il diverso assetto dei diritti di controllo. Nei paragrafi seguenti cercheremo di distinguere tra le diverse forme istituzionali che i CIC hanno assunto in concreto nell'ambito dello sviluppo delle moderne economie occidentali.

3. Le forme istituzionali dei circuiti interni dei capitali

La teoria economica non fornisce delle specifiche predizioni empiriche circa le circostanze nelle quali i CIC possono risultare più efficienti rispetto ai mercati finanziari del credito e del capitale di rischio. Peraltro, gli studi di carattere empirico dei CIC nell'ottica williamsoniana sono rari e comunque indiretti, attraverso, al più, l'analisi della parabola delle grandi imprese diversificate anglosassoni nelle loro fasi di sviluppo e di più recente declino. Tali studi, in verità, non sono tuttavia in grado di fornire robuste evidenze a sostegno di presunte superiorità in termini di efficienza comparativa tra mercati interni ed esterni, e neppure sono in grado di fornire evidenza quantitativa circa la rilevanza del "fenomeno CIC". Una probabile interpretazione di tale carenza sta nell'oggettiva difficoltà di osservazione del fenomeno di allocazione dei capitali intrainpresa nell'ambito delle M-form corporations.

Maggiore attenzione ha ricevuto in tempi recenti lo studio, sia teorico sia empirico, dei CIC relativi a gruppi di imprese, entità che, benché composte da una pluralità di imprese indipendenti sotto il profilo giuridico, vengono talora considerate come imprese unitarie in senso economico, rappresentando l'estrema manifestazione di un processo di divisionalizzazione. In un gruppo, infatti, le divisioni diventano imprese giuridicamente indipendenti (e sono conseguentemente soggette a obblighi maggiori di trasparenza, consentendo di osservare transazioni intragruppo e, in parte, prezzi di trasferimento), ma mantengono comportamenti armonicamente coordinati (come nel caso dei keiretsu giapponesi) o addirittura unitariamente controllati (come accade generalmente nei gruppi europei). La letteratura sui gruppi industriali, prevalentemente orientata, in campo

internazionale, allo studio di quelli giapponesi e tedeschi, ha anzi ancora una volta indicato nella disponibilità di CIC uno dei principali fattori di successo di tale forma istituzionale d'impresa.

È tuttavia a questo punto importante sottolineare come la letteratura che studia i gruppi, come si è detto essenzialmente giapponesi e tedeschi, interpreti i CIC a essi associati con un'ottica sostanzialmente diversa dallo spirito originario dell'approccio transazionale. L'efficienza di un assetto istituzionale nel quale il gruppo di imprese si incentra attorno a un intermediario creditizio va fatta risalire a un processo di internalizzazione della funzione di intermediazione: l'intermediario, nella sua attività di impiego, costituisce rapporti privilegiati di lungo periodo con alcune imprese industriali, rapporti caratterizzati da minori asimmetrie informative e da maggiori incentivi a un efficiente monitoraggio del comportamento manageriale (Hoshi e altri, 1990), ma rimane comunque largamente soggetto alla disciplina del mercato finanziario nella sua attività di raccolta.

Quest'ultima osservazione rappresenta certamente un punto a favore dell'ipotesi dei CIC quali responsi efficienti al fallimento del mercato piuttosto che meccanismi di sottrazione delle transazioni finanziarie alla disciplina allocativa del mercato stesso. Una verifica in tal senso viene condotta da Hoshi e altri (1991), i quali mostrano da un punto di vista empirico che il ruolo del mercato interno ai gruppi giapponesi è in grado di attenuare eventuali problemi di underinvestment causati da inefficienze del mercato, senza con ciò sostenere politiche inefficienti di overinvestment non consentite dal mercato.

Al contrario, il principio del CIC tra le divisioni della grande impresa diversificata nell'ottica williamsoniana

era quello della sottrazione dell'impresa alla disciplina di mercato, surrogando la funzione di raccolta di capitale con un'ampia disponibilità di flussi di autofinanziamento non correlati, da condividere fra divisioni "quasi-impresе" e subordinando solo alla loro insufficienza il ricorso al mercato, nella logica del pecking order à la Myers (1977). Ciò ridurrebbe quindi sostanzialmente l'interfaccia impresa/mercato. Una simile soluzione applicata ai gruppi non esige la specializzazione di una o più imprese nel ruolo di intermediari finanziari per i rapporti con il mercato, ma richiede che tutte le imprese possano svolgere di volta in volta un ruolo sia di finanziatrici che di finanziate, in funzione delle condizioni al contorno.

In questo rapporto "ridotto" gruppo/mercato, inoltre, il secondo si trova in una condizione di inferiorità informativa difficilmente anticipabile nei prezzi. L'utilizzo dei fondi forniti dal mercato al gruppo, inoltre, a causa della strutturale abitudine delle imprese al capital pooling e all'intermediazione finanziaria è fortemente soggetto sia a problemi di moral hazard che di adverse selection. Risulta quindi evidente come una valutazione positiva del fenomeno per un modello di funzionamento di questo tipo dei CIC ponga perplessità assai maggiori. È altresì chiaro come nei sistemi economici in regime di separazione banca-industria il modello di CIC del primo tipo risulti grandemente limitato.

Anche nell'approfondimento delle caratteristiche distintive dei CIC nei vari sistemi industriali, tuttavia, l'analisi teorica ed empirica presente in letteratura si rivela insoddisfacente: la prevalente attenzione delle ricerche ai gruppi centrati attorno a intermediari di natura bancaria, come è il caso del Giappone e della Germania, tende a orientare l'analisi dei CIC ai processi di internalizzazione della sola funzione di intermediazione finanziaria, il che, oltre a limitare la portata e

l'interpretazione del fenomeno, tende a focalizzare l'attenzione sui flussi intragruppo di capitale di debito, quando, come si avrà occasione di argomentare nel seguito, ben più variegata è la gamma di strumenti a disposizione per riallocare il capitale tra le varie imprese che partecipano al CIC.

4. I circuiti interni dei capitali nei gruppi industriali italiani: i contributi empirici

Come noto, il sistema industriale italiano è caratterizzato dalla prevalenza tra le grandi imprese della forma organizzativa del gruppo gerarchico. Le caratteristiche distintive di tale meccanismo istituzionale possono essere riassunte nei seguenti termini:

- a) un gruppo è formato da una molteplicità di singole società giuridicamente autonome - alcune delle quali sono talora quotate - connesse da possessi azionari, a capo del quale si colloca normalmente una holding di partecipazione;
- b) un gruppo risulta di norma controllato da un imprenditore, o una famiglia imprenditoriale, con un grado di certezza pressoché assoluto, benché i diritti di proprietà sui flussi di cassa generati dalle attività controllate siano assai modesti, quando non trascurabili, essendo generalmente presente un'ampia schiera di azionisti di minoranza, generalmente dotata di diritti di controllo nullo;
- c) un gruppo è generalmente presente su di una varietà di mercati di beni e servizi anche tra di loro non correlati tali da richiamare la struttura diversificata delle conglomerati anglosassoni;

d) un gruppo vanta una varietà di meccanismi di raccolta di capitale assai più ampia di quella a disposizione di singole imprese, essendo caratterizzato da una dinamica strutturale assai vivace che gli consente di presentare sul mercato pressoché infinite combinazioni delle singole attività.

L'affermazione di una tale forma d'impresa, la cui esistenza è comunque garantita da un contesto istituzionale a essa favorevole, viene generalmente fatta risalire a determinanti di carattere finanziario, benché l'enfasi venga di volta in volta posta sulla possibilità che essa offre di separare la proprietà dal controllo in modo ben più efficace rispetto a una public company (Brioschi e altri, 1990), sui vantaggi fiscali nella gestione dei flussi finanziari che essa genera (Alzona, 1981) o, in linea con quanto precedentemente affermato, sulla centralizzazione in un'impresa specializzata (la holding) della produzione di servizi finanziari (Macchiati, 1989).

In tutti questi approcci, il ruolo di un circuito di capitali tra le imprese del gruppo è evidentemente rilevante quando non centrale. Ciò nonostante, ribadiamo, anche una semplice descrizione quantitativa sistematica del fenomeno non è mai stata proposta in alcuno studio empirico, sebbene in diversi lavori, alcuni dei quali vengono sotto richiamati, la presenza dei CIC venga riconosciuta e talora parzialmente indagata.

In Brioschi e altri (1990) viene fornita un'episodica evidenza di operazioni di trasferimento di partecipazioni intragruppo finalizzate a trasferire liquidità tra imprese del gruppo aventi una presunta differente capacità di raccolta sul mercato esterno.

In Guelpa (1992) si fornisce evidenza empirica circa un effetto group-specific delle caratteristiche di profittabilità delle imprese italiane, il che può essere ricondotto a effetti di una cultura organizzativa propria di un gruppo, ma anche e soprattutto a fenomeni di bilanciamento e gestione finanziaria e fiscale centralizzata.

In Impenna e Pagnini (1993) si mostra la rilevanza del fenomeno dei rapporti creditizi fra imprese di uno stesso gruppo, incentrato sulla presenza di imprese finanziarie specializzate nella raccolta di fondi dall'esterno e nella riallocazione intragruppo, sfruttando presunti vantaggi comparati rispetto alle altre imprese del gruppo nella raccolta e/o rispetto al mercato nell'allocazione dei fondi. Nel lavoro si mostra inoltre che i circuiti finanziari tra holding e imprese produttive sono maggiormente orientati alla gestione dell'indebitamento del gruppo nei gruppi pubblici rispetto a quelli privati, mentre in questi ultimi è maggiormente prevalente una gestione orientata all'attivo del gruppo.

In Buzzacchi e Colombo (1994) viene fornita un'evidenza indiretta circa la rilevanza dei CIC nei gruppi italiani attraverso la verifica di una distorsione nel processo di ricorso al mercato esterno dei capitali di rischio per le imprese di un gruppo in funzione delle proprie caratteristiche tecno-economiche. Si nota infatti una propensione al mercato esterno rispettivamente maggiore e minore per imprese che, rispetto alle attese (e in assenza di CIC), dovrebbero ricorrervi poco e molto; tale evidenza fa supporre agli autori che in un gruppo il ricorso al mercato avvenga in modo centralmente pianificato (con un obiettivo di minimizzare il "costo" della raccolta), cui segue un processo di riallocazione del capitale verso le imprese che si vogliono effettivamente finanziare.

Tale frammentaria evidenza se, da un lato, testimonia da più parti la presenza del fenomeno in questione, dall'altro mostra come, nel suo complesso, esso sia tuttora sfuggito a una piena comprensione sia in termini di determinanti che di effetti. Inoltre, i lavori citati hanno analizzato solo segmenti parziali dei CIC, basati sulla distinzione tra capitale di debito e capitale di rischio. Stante la natura gerarchica dei CIC, tuttavia, la distinzione tra le varie forme di finanziamento perde una parte della sua rilevanza. È per questa ragione che nel seguito del lavoro proporrò una visione integrata dei CIC, in cui si analizzi la globalità dei movimenti di fondi al loro interno.

Gli interrogativi sin qui posti sembrano indicare quindi come nel contesto italiano, prima ancora di valutare gli effetti dell'esistenza di un mercato interno alle grandi imprese italiane e di trarre considerazioni circa l'efficienza allocativa del sistema finanziario, sia necessario misurare l'estensione del fenomeno, individuandone eventualmente modalità di funzionamento e di diffusione.

5. I circuiti interni dei capitali nei gruppi industriali italiani: alcune ipotesi interpretative

Scopo di questo paragrafo è quello di discutere alcune ipotesi circa il funzionamento dei CIC che si attivano tra imprese appartenenti a un generico gruppo italiano.

Un ragionevole punto di partenza prevede di ipotizzare una preferenza per l'autofinanziamento nel processo di reperimento di fondi da parte delle imprese appartenenti a gruppi, ipotizzando quindi il comportamento tipico descritto della letteratura "manageriale" (Ravazzi, 1990) da parte del proprietario-azionista di controllo del

gruppo², e inoltre una netta distinzione delle due fasi di pianificazione degli investimenti (reali), prima, e di finanziamento degli stessi, poi.

Ciò significa che la generica impresa, dopo aver deciso la propria politica di investimento, osserva la differenza fra l'autofinanziamento e il capitale necessario per gli investimenti pianificati, verificando di conseguenza una carenza oppure un eccesso nella disponibilità di fondi. Il comportamento canonico di una generica impresa, trascurando il potenziale ricorso al CIC, prevederebbe nella prima circostanza l'accesso al mercato finanziario in modo tale da raccogliere i fondi in difetto, nel secondo caso i fondi in eccesso (i cosiddetti free cash flows) dovrebbero essere distribuiti agli aventi diritto o, solo in seconda istanza, utilizzati per investimenti finanziari. In presenza di asimmetrie informative tra azionisti e manager, è comunque nota la tendenza da parte di questi ultimi, in presenza di free cash flow, a distorcere il processo di pianificazione degli investimenti, causando un fenomeno di overinvestment, allo scopo di non perdere il controllo sulle risorse in eccesso (Jensen, 1986).

La presenza di CIC, tuttavia, altera il quadro di riferimento in entrambe le circostanze: da un lato il CIC si presenta come alternativa al mercato finanziario nel caso di carenza di fondi da parte di una singola impresa, dall'altro, in alternativa alla restituzione dei fondi in eccesso agli aventi diritto, i free cash flows possono essere fatti transitare nel CIC; questo tipo di operazione rappresenta certamente un investimento finanziario, ma effettuato con una

² Non deve sorprendere l'apparente ambiguità nell'utilizzare l'approccio manageriale per analizzare il comportamento dei proprietari titolari dei diritti di controllo, stante la già citata modesta entità dei diritti di proprietà vantati da questi ultimi sulle risorse controllate (cfr. Barca e altri, 1994).

logica di perseguimento di obiettivi a livello di gruppo e non a livello di singola impresa. Nel caso assai probabile che la complessiva carenza di fondi all'interno di ogni gruppo non si bilanci con un'adeguata disponibilità di free cash flow, alcune delle imprese appartenenti dovranno comunque accedere ai mercati finanziari anche in eccesso alle proprie esigenze, o addirittura anche in presenza di free cash flow³, con il preciso obiettivo di raccogliere capitale da convogliare nel CIC.

Quando le singole imprese preferiscono il ricorso al CIC rispetto al mercato? Sembrerebbe logico attendersi che ciò si verifichi quando l'impresa in difetto di fondi giudichi come non favorevoli le condizioni di mercato o che, addirittura, a causa di razionamento di capitale, i suoi progetti di investimento non trovino affatto finanziamento. Questa affermazione non consente tuttavia di concludere che il CIC contribuisca a finanziare un numero di progetti di investimento inefficienti superiore a quelli che risulterebbero finanziati dal mercato: l'ipotesi proposta è infatti compatibile anche con una superiore efficienza allocativa del CIC rispetto al mercato nel caso di miopia di quest'ultimo.

Un secondo interrogativo da porsi riguarda la natura delle imprese che introducono capitale nei circuiti interni. Certamente questo ruolo può essere svolto dalle imprese che presentano free cash flow. Questa possibilità non esaurisce tuttavia l'intera gamma delle possibili soluzioni organizzative. I CIC possono essere infatti alimentati attraverso il ricorso ai mercati finanziari esterni, e in tale veste possono agire sia imprese specializzate in

3 Ciò potrebbe accadere, ad esempio, per il fatto che le imprese con una più ampia formazione di cash flow sono anche quelle con migliori prospettive future e che quindi vengono finanziate dal mercato a condizioni favorevoli.

attività di intermediazione per conto del gruppo, come le holding, sia le stesse imprese dedite all'attività produttiva.

Nel quadro sin qui proposto non si è fatto riferimento al possibile rapporto fra tipologia di imprese e di gruppo e relative caratteristiche del CIC a esso associato. In particolare, in Barca e altri (1994), si è discussa la differenza tra due principali categorie di gruppi: quelli coinvolgenti nelle categorie di stakeholders una significativa schiera di azionisti di minoranza (cioè in buona sostanza quelli che presentano almeno una società quotata) dagli altri. Per sinteticità chiameremo i primi gruppi "gruppi quotati", distinguendoli dai secondi, detti "gruppi non quotati". Mentre per questi ultimi la scelta di un'articolazione delle proprie attività in gruppo potrebbe rispondere a determinanti di natura fiscale, istituzionale o transazionale (si veda ancora Barca e altri, 1994), la presenza dei primi può essere ricondotta, oltre che alle precedenti motivazioni, soprattutto a logiche di natura finanziaria, legate all'esigenza di separare significativamente la proprietà dal controllo, al fine di risolvere i vincoli di disponibilità finanziaria dei soggetti controllanti nel processo di crescita di tutte le imprese.

Per ottenere l'obiettivo prefissato, i gruppi selezionano le proprie imprese più "appetibili", delle quali si cede sul mercato una quota di minoranza, raccogliendo così fondi, e soprattutto creando le condizioni perché nel futuro l'onere per i soggetti di controllo nelle successive operazioni di raccolta di capitale di rischio sia più contenuto (per un approfondimento di questi meccanismi, si veda Brioschi e altri, 1990). È presumibile che le imprese quotate rappresentino soggetti particolarmente indicati sui quali concentrare la raccolta esterna e il successivo processo di riallocazione interna per due distinte ragioni:

la prima è che esse hanno una maggior flessibilità di raccolta esterna, potendo accedere anche a fonti di capitale di rischio; la seconda è che essendo state selezionate quali imprese "appetibili" da parte del mercato, è presumibile abbiano mantenuto condizioni favorevoli di accesso ai mercati (per esempio perché non troppo rischiose, con risorse poco specifiche, o con buone prospettive di crescita, ecc.).

Se si assume che il ricorso alla quotazione sia una decisione a carattere totalmente discrezionale, l'esistenza di CIC spessi nell'ambito dei gruppi quotati potrebbe segnalare l'esistenza di problemi che il gruppo incontra nel finanziamento attraverso i mercati esterni. D'altra parte, se esistono difficoltà nell'accesso ai mercati regolamentati, i CIC potrebbero costituire un canale di finanziamento alternativo a quello borsistico. In questo caso sarebbero i gruppi non quotati a mostrare un maggiore spessore dei CIC rispetto ai gruppi quotati.

Nel seguito del lavoro cercheremo di discriminare tra queste due ipotesi, e su alcune delle spiegazioni avanzate sopra, applicando la metodologia di misurazione del fenomeno proposta nel prossimo paragrafo a un campione di imprese appositamente selezionato.

6. Raccolta esterna e riallocazione dei capitali intragruppo: definizioni e misura

È a questo punto necessario chiarire le definizioni che in fase empirica verranno utilizzate riferendosi ai concetti di raccolta esterna e di riallocazione intragruppo.

Per una singola impresa appartenente a un gruppo, ma giuridicamente autonoma, i mezzi liquidi a disposizione in un dato istante sono la risultante di: a) operazioni di raccolta

esterna rivolte a soggetti non appartenenti al gruppo⁴; b) generazione di fondi interni (autofinanziamento); c) trasformazioni di poste dell'attivo che non coinvolgono le altre imprese del gruppo (ad esempio la cessione di partecipazioni di minoranza detenute in imprese che non appartengono al gruppo); d) operazioni intragruppo di diversa natura che hanno l'effetto di ridistribuire un volume dato di liquidità tra le varie imprese del gruppo.

Nel seguito cercheremo di esplicitare il significato di ognuno di questi termini.

La "raccolta esterna" si realizza mediante qualsiasi operazione che abbia un effetto di aumentare istantaneamente la liquidità di una singola impresa con un contemporaneo effetto ottenuto a livello di consolidato di gruppo (cioè operazioni con controparti esterne al gruppo). L'esigenza che tale operazione avvenga in un tempo idealmente infinitesimo esclude in buona sostanza dalla definizione di raccolta il processo di generazione degli utili, il che, estendendo il concetto, include anche l'incasso di interessi e dividendi per ciò che concerne gli eventuali titoli all'attivo dell'impresa stessa. All'aumento delle attività connesso al processo di raccolta fa da contraltare l'aumento di passività, che si sostanzia nell'emissione di diritti di proprietà, siano essi residuali o non residuali⁵. Il concetto

4 Nel caso in cui i mezzi finanziari ottenuti dalla raccolta esterna vengano immediatamente investiti supponiamo che l'operazione possa comunque essere scomposta in due fasi: nella prima i mezzi liquidi giacciono presso l'impresa, nella seconda vengono impiegati nell'acquisizione di attività reali o finanziarie.

5 Una definizione più ampia del concetto di raccolta è proposto in Brioschi e altri (1990). Essa richiede che aumenti istantaneamente, oltre alla liquidità della singola impresa, anche l'insieme delle attività "controllate" dall'impresa (invece che "consolidate", come dalla definizione qui introdotta), includendo quindi anche la cessione di quote di minoranza nelle imprese

di raccolta può essere mantenuto tale anche se essa viene intesa con il segno opposto: si parlerà quindi di raccolta esterna negativa quando si utilizza la liquidità dell'impresa per riacquistare e annullare titoli di proprietà relativi all'impresa stessa.

L'autofinanziamento costituisce ovviamente un'altra delle possibili fonti di alimentazione dei mezzi monetari della singola impresa. Ovviamente, a differenza della raccolta esterna, non comporta da parte dell'impresa stessa l'emissione di strumenti finanziari a cui sono associati diritti di controllo.

Nel seguito del lavoro non considereremo tra le cause di variazione dei mezzi monetari dell'impresa la ricomposizione di poste dell'attivo che abbiano come controparte soggetti non appartenenti al gruppo. La ragione è legata al fatto che tali operazioni aumentano i mezzi monetari dell'impresa attraverso un contemporaneo smobilizzo di precedenti investimenti: in quanto tali perciò non configurano una estensione dell'area di attività (reali o finanziarie) controllate dall'impresa.

Se la raccolta esterna e l'autofinanziamento implicano una variazione nello stock di mezzi liquidi a disposizione dell'intero gruppo, la "riallocazione di capitale intragruppo" comporta, invece, un semplice spostamento di liquidità tra due imprese appartenenti a uno stesso gruppo. La riallocazione intragruppo può essere ottenuta sia per mezzo di operazioni considerate canonicamente di raccolta, sia mediante operazioni le cui finalità di riallocazione di capitale risultano meno palesi.

controllate. I dati attualmente a disposizione non consentono tuttavia di misurare empiricamente la raccolta esterna in questa accezione più ampia.

Le prime sono le medesime analizzate per il caso di raccolta esterna, salvo per il fatto che hanno come controparti un'altra impresa del gruppo e perciò non modificano i mezzi monetari a livello del consolidato di gruppo. Le seconde sono invece transazioni in immobilizzazioni (sia tecniche sia finanziarie) tra le società del gruppo. Mentre nel primo caso la liquidità viene spostata a fronte, ancora una volta, dell'emissione di diritti di proprietà (che tuttavia a livello consolidato appaiono come "titoli propri"), nel secondo caso essa trova come controparte lo spostamento di un'immobilizzazione. Se, come si è affermato in precedenza, si considera l'insieme delle attività di un gruppo, anche se localizzate in imprese giuridicamente autonome differenti, unitariamente controllate, lo spostamento di liquidità contro immobilizzazioni, che non muta comunque l'insieme di attività controllate dal soggetto al vertice del gruppo, non può che rispondere a una logica di natura finanziaria, e non industriale.

In definitiva, se si osserva il fenomeno a livello di singola impresa, così come si farà nel seguito, si nota che una società appartenente a un gruppo può reperire fondi per effettuare investimenti, in aggiunta a quelli già in atto, oltre che attraverso le disponibilità generate internamente, sia emettendo diritti di proprietà (i quali vengono poi acquisiti da soggetti terzi o da altre imprese appartenenti al gruppo), sia cedendo poste all'attivo del proprio bilancio ad altre imprese del gruppo dotate di liquidità, in modo tale da non alterare comunque l'insieme di risorse controllate dal gruppo⁶.

⁶ In questo senso sembra corretto non avere utilizzato il termine di "raccolta", che richiama l'idea di crescita, quando al contrario le operazioni di riallocazione modificano unicamente la localizzazione dei mezzi monetari del gruppo senza tuttavia estendere l'insieme delle risorse da esso controllate.

A conclusione di questo paragrafo definiamo quindi le variabili che descrivono il processo di raccolta di fondi per una singola impresa e che verranno in seguito utilizzate per studiare il fenomeno dei CIC in Italia.

Per ciò che concerne la raccolta esterna, essa viene definita come somma delle variazioni della posizione debitoria più la somma delle variazioni del capitale.

Naturalmente, abbiamo affermato che queste stesse operazioni possono essere considerate uno strumento anche per la riallocazione intragruppo, e allora verranno considerate facenti parte della raccolta esterna solo quelle operazioni aventi come controparte soggetti non appartenenti al gruppo. In definitiva, in un generico intervallo di tempo:

$$(1) \text{ RACCOLTA ESTERNA} = \\ \text{AUMENTI DI CAPITALE SOTTOSCRITTI DA TERZI} + \\ + \Delta \text{ POSIZIONE DEBITORIA vs. TERZI.}$$

Per ciò che concerne la riallocazione intragruppo, essa è costituita dunque dagli stessi meccanismi (ma con controparte interna al gruppo) e inoltre dalle transazioni di immobilizzazioni. Più specificamente:

$$(2) \text{ RIALLOCAZIONE INTRAGRUPPO} = \\ \sum \text{AUMENTI DI CAPITALE SOTTOSCRITTI INTRAGRUPPO} + \\ + \Delta \text{ POSIZIONE DEBITORIA vs. GRUPPO} + \\ - \sum \text{SOTTOSCRIZIONI DI AUMENTI DI CAPITALE INTRAGRUPPO} + \\ - \Delta \text{ POSIZIONE CREDITORIA vs. GRUPPO} + \\ + \text{SALDO TRANSAZIONI IMMOBILIZZAZIONI INTRAGRUPPO}$$

Alcune precisazioni sono a questo punto necessarie relativamente alla significatività delle definizioni sopra riportate.

In primo luogo si noti che la (1) non è stata corretta, a differenza della (2), per le corrispondenti poste dell'attivo. Ciò è coerente con l'idea di valutare la rilevanza della riallocazione di capitale intragruppo rispetto alle sole operazioni (generazione di fondi interni e raccolta esterna) che comportano un aumento dei mezzi monetari a disposizione dell'impresa non ottenuti attraverso un contemporaneo processo di disinvestimento dell'attivo. Nel prossimo paragrafo infatti la riallocazione mediante i CIC verrà valutata rispetto alla somma della raccolta esterna, come definita dalla (1), e dell'autofinanziamento.

In secondo luogo, si può osservare che la riallocazione intragruppo di capitale di debito può essere considerata come un meccanismo alternativo al ricorso ai mercati esterni, salvo per il fatto che i rapporti creditori/debitori di natura commerciale tra le società di uno stesso gruppo potrebbero essere considerati come "fisiologici", stante il posizionamento di molte imprese di uno stesso gruppo lungo una stessa filiera produttiva.

Peraltro, è il caso di ribadire quanto già in precedenza affermato e cioè che l'enfasi sulla distinzione tra capitale di rischio e di debito nei rapporti intragruppo risulta spesso fuorviante. Nei rapporti intragruppo, infatti, tale distinzione tende a svanire tanto più si concentra la proprietà: nel caso estremo, per esempio, in cui la società nella quale viene riallocato capitale fosse interamente posseduta da quella che fornisce liquidità, e non esistessero altri claimholders, il capitale di rischio e quello di debito sarebbero indistinguibili (salvo forse un possibile effetto disciplinante del debito sulla condotta manageriale, con un meccanismo analogo a quello analizzato in Ross, 1977).

Un'altra situazione che propone la non perfetta sostituibilità tra raccolta esterna e riallocazione

intragruppo si presenta in occasione di aumenti di capitale nella forma prevalente in Italia tra le imprese quotate, quella che prevede il diritto di prelazione agli azionisti correnti: in questo caso la sottoscrizione di un aumento di capitale intragruppo si configura come necessità finalizzata a non perdere il controllo dell'impresa che effettua l'aumento di capitale. Ciò rende il processo di riallocazione imposto da una esigenza di accesso al mercato esterno, qualora si voglia mantenere la certezza del controllo. È quindi ragionevole pensare che, in particolare per le imprese quotate, l'attivazione del CIC sia talora complementare all'accesso al mercato esterno.

7. Il campione e l'estensione dei mercati interni dei capitali

Il campione di imprese utilizzato nella parte empirica è composto dalle 510 imprese industriali private presenti continuativamente nel quinquennio 1987-1991 nell'indagine approfondita della Centrale dei bilanci. La scelta di focalizzarsi su imprese che svolgono attività produttiva risponde all'esigenza di comprendere il rapporto tra generazione di fondi, politiche di investimento e riallocazione intragruppo di capitali, nonché di verificare il ruolo in tale processo di riallocazione delle imprese non specializzate nel ruolo di intermediario.

Nella tavola 1 sono presentate alcune statistiche descrittive delle imprese del campione. L'impresa media occupa quasi 1.200 addetti e fattura poco meno di 450 miliardi; alcuni valori minimi possono sembrare sorprendenti per imprese industriali: alcune di esse svolgono infatti attività prevalentemente immobiliare e possono quindi essere considerate comunque, se non "industriali", quantomeno non

appartenenti alla classe degli intermediari finanziari⁷. Si noti che, nonostante la natura di imprese produttive, la presenza di partecipazioni in società controllate è significativa (poco meno del 6 per cento dell'attivo netto, con punte superiori al 50 per cento), mentre quelle in società non controllate possono essere considerate trascurabili.

Per verificare le ipotesi che sono state introdotte nei precedenti paragrafi, riguardanti il rapporto tra caratteristiche dei CIC e tipologia di impresa, le 510 società sono anche state distinte in sottoinsiemi in funzione della classificazione del gruppo di appartenenza, utilizzando a questo scopo gli archivi delle partecipazioni Banca d'Italia-Consob (descritti in Barca e altri, 1994) e quello in Cominotti e Mariotti (1992).

In particolare, sono stati distinti dapprima i gruppi quotati da quelli non quotati. Nell'ambito dei primi si è poi ulteriormente distinto tra imprese quotate (sottoinsieme 1) e imprese non quotate (sottoinsieme 2); le imprese appartenenti a gruppi senza alcuna impresa quotata sono invece state distinte tra imprese appartenenti a gruppi a controllo estero (sottoinsieme 3) e imprese appartenenti a gruppi a controllo italiano (sottoinsieme 4). Quest'ultima distinzione mira a cogliere eventuali peculiarità del processo di raccolta di fondi per le filiali di imprese multinazionali, le cui holding si presume abbiano canali di raccolta privilegiati su mercati non nazionali e per le quali il processo di

⁷ Considerando l'attività prevalente come censita dall'archivio della Centrale dei bilanci, delle 510 imprese del campione, 403 appartengono al settore manifatturiero (branche 1, 2, 3, 4 e 5 della classificazione ATECO), le restanti 107 al settore dei servizi (branche 6, 7 e 8), con prevalenza di imprese commerciali e di trasporto.

allocazione dei fondi potrebbe svolgersi mediante meccanismi specifici.

Nelle tavole 2a e 2b sono presentate le stesse statistiche della tavola 1, disaggregate tuttavia secondo i quattro sottoinsiemi di imprese introdotti. Appare evidente la dimensione più ridotta rispetto alla media delle imprese appartenenti al sottoinsieme 4, le quali, concordemente con le ipotesi introdotte, hanno vincoli alla crescita presumibilmente più significativi. L'apparente maggiore dimensione media delle imprese appartenenti al sottoinsieme 2 è in realtà causata da pochi outlayers e non risulta statisticamente significativa. Le imprese quotate vantano una incidenza sul proprio attivo delle partecipazioni in società controllate notevolmente superiore (quasi il 12 per cento). Ciò fornisce una prima indiretta evidenza del ruolo fondamentale che esse svolgono nella riallocazione di capitali attraverso lo strumento dell'acquisto di partecipazioni da altre imprese del gruppo e della sottoscrizione di aumenti di capitale utilizzato per riallocare i fondi che presumibilmente esse sono in grado di raccogliere sui mercati esterni.

Un altro dato di estremo interesse risulta dalla diversa profittabilità delle imprese appartenenti a gruppi con imprese quotate. Le imprese quotate presentano infatti una redditività assai al di sopra della media con variabilità estremamente contenuta, mentre quelle non quotate mostrano redditività ampiamente al di sotto della media con variabilità elevatissima.

Anche questi dati sono coerenti con le ipotesi secondo le quali la selezione delle imprese da quotare rappresenti per un gruppo un'operazione di marketing mediante la quale proporre al mercato le imprese con una migliore situazione finanziaria e reddituale, onde massimizzare la

capacità di raccolta, e quindi il volume di capitale da far circolare sui circuiti interni.

È altrettanto interessante notare, anche se andrebbero svolte ulteriori verifiche riguardanti le attività delle imprese del campione, che le imprese appartenenti a gruppi quotati investono più di quelle appartenenti ai gruppi non quotati (con un rapporto medio di investimenti tecnici lordi su valore aggiunto pari a 18,3 e 17,4 per cento contro 13,8 e 15,3 per cento rispettivamente per i sottoinsiemi 1 e 2 e per quelli 3 e 4). In questo caso tuttavia non si è comunque in grado di accreditare un'interpretazione tra le due spiegazioni alternative che associano alla presenza dei CIC un fenomeno di overinvestment per le imprese appartenenti a gruppi quotati o di underinvestment per le imprese non quotate (cfr. ancora a questo proposito Hoshi e altri, 1991).

Per le imprese appartenenti al campione sono stati calcolati i flussi di fondi cumulati, su base annuale, in valore costante 1991, disaggregati innanzitutto tra autofinanziamento, raccolta esterna e riallocazione intragruppo; secondariamente, le ultime due categorie sono state ulteriormente disaggregate distinguendo fra le diverse tipologie di meccanismi di raccolta come indicato dalle equazioni (1) e (2).

È da ricordare che la composizione dei gruppi sulla base della quale stabilire quali transazioni considerare intragruppo coincide con l'estensione dell'area di consolidamento, il che significa approssimare per difetto la riallocazione intragruppo, essendo frequentemente l'area sulla quale si estende il meccanismo di coordinamento "autoritario" più ampia di quella individuata secondo la normativa. Una seconda limitazione nell'applicazione della metodologia è dovuta alla disponibilità del valore delle transazioni intragruppo limitatamente agli scambi di

partecipazioni. Anche in questo caso si verifica dunque una sottostima della raccolta per le imprese proveniente da CIC, anche se dall'esperienza si ricava che la voce censita possa essere considerata come la più rilevante.

Altrettanto rilevante secondo quanto si legge dalla cronaca economica, ma trascurato per indisponibilità del dato, risulta il circuito di capitali intragruppo causato dalle transazioni di immobili. Per ciò che concerne l'attribuzione delle sottoscrizioni degli aumenti di capitale tra esterno e intragruppo, nel caso dei sottoinsiemi 1 e 2 essa è stata effettuata sulla base della struttura di proprietà dell'impresa censita dall'archivio delle partecipazioni Banca d'Italia-Consob, alla data dell'aumento di capitale; nel caso dei sottoinsiemi 3 e 4 tutto l'ammontare è stato considerato di competenza dei CIC, considerando dunque trascurabile la presenza di azionisti di minoranza per imprese non quotate⁸.

I dati ricavati dall'applicazione della metodologia proposta, per l'intero campione e per i quattro sottoinsiemi, sono presentati nella tavola 3, dove i valori assoluti sono anche normalizzati per le fonti totali (cioè il dato che appare nell'ultima colonna della tavola e che corrisponde alla somma dei valori rappresentati dalla (1) e dalla (2))⁹.

⁸ Dall'archivio delle partecipazioni Banca d'Italia-Consob si ricava che la quota media detenuta dal maggiore azionista è pari all'86,4 per cento per un campione di circa 6.300 società italiane. Considerando la presenza in questo campione di società quotate e il fatto che molto spesso sono più di uno i partecipanti al capitale dello stesso gruppo, l'approssimazione introdotta può essere considerata del tutto accettabile.

⁹ È bene a questo punto ricordare ancora, vista la peculiarità della definizione introdotta, che queste "fonti totali" il cui ammontare viene riportato nella tavola 3, rappresentano il totale di risorse monetarie messe a disposizione della singola impresa a fronte di operazioni che non riducano il totale delle risorse

Gli stessi dati normalizzati, a un maggiore livello di aggregazione, sono presentati anche nella figura 1, che consente una più immediata lettura del fenomeno.

La prima verifica che questa ricerca si è proposta è quella di fornire una semplice valutazione della rilevanza dei flussi di fondi intragruppo, cioè di fondi che vengono allocati secondo meccanismi non di mercato. L'evidenza che emerge dai dati del campione conferma l'assoluta significatività del fenomeno: i flussi di riallocazione intragruppo in entrata e in uscita dalle imprese del campione complessivo rappresentano rispettivamente il 36,9 e il 56,2 per cento del totale delle fonti. In particolare, il dato relativo alla riallocazione netta intragruppo ha un segno opposto ed è di poco inferiore all'ammontare delle fonti di provenienza esterna (il campione complessivo raccoglie dall'esterno il 23,8 per cento delle fonti totali, riallocando il 19,3 per cento ad altre imprese del gruppo).

Secondariamente, emerge con chiarezza la superiore rilevanza del CIC nell'ambito dei gruppi quotati. La presenza anche di una sola impresa quotata in un gruppo non deve essere considerata come la sola causa della maggiore attività di riallocazione intragruppo, quanto piuttosto come il segnale di una particolare propensione all'utilizzo di una maggiore varietà di meccanismi di reperimento di fondi. L'accesso al capitale di rischio sul mercato costituisce peraltro una fonte non trascurabile nel finanziamento per i gruppi che presentano società quotate (come testimonia l'11,7 per cento delle fonti totali per le imprese del sottoinsieme 1).

immobilizzate controllate dal gruppo, cioè non causate da disinvestimenti.

Vi è da notare peraltro come, nell'ambito del campione, l'autofinanziamento sia quasi pari alle fonti totali alla fine a disposizione delle imprese (95,5 per cento): ciò significa che il processo di raccolta esterna transita in media dalle imprese del campione per andare a finanziare altre imprese dei gruppi cui appartengono, la cui identità non emerge comunque dai dati della ricerca. In realtà, analizzando i dati disaggregati per sottoinsiemi risulta che per i gruppi quotati le imprese del campione finiscono per riallocare ben più di quanto raccolto esternamente, mentre il contrario avviene per le società dei sottoinsiemi 3 e 4.

Un altro dato interessante proviene dall'osservazione della rilevanza nel processo di riallocazione intragruppo dei meccanismi non "canonici", e cioè la compravendita di partecipazioni, che rappresentano il 7,6 per cento in entrata e il 33,6 per cento¹⁰ in uscita delle fonti totali, ancora una volta con valori ampiamente al di sopra della media per i sottoinsiemi 1 e 2.

Approfondendo ulteriormente il processo di riallocazione intragruppo, nella tavola 4 viene presentata l'incidenza percentuale dei vari meccanismi utilizzati nell'ambito dei CIC. Si nota come nei gruppi quotati l'utilizzo di strumenti alternativi non differisca significativamente tra società quotate e non, con una particolare rilevanza della transazione interna di partecipazioni, che ha invece una minore incidenza per i sottoinsiemi 3 e 4 nei quali viene maggiormente utilizzato lo strumento del rapporto creditizio fra le società del gruppo.

¹⁰ Tale voce comprende tuttavia anche le sottoscrizioni di aumenti di capitale effettuati da altre società appartenenti al gruppo.

Se, ancora dalla tavola 3, si ricava un saldo negativo delle fonti intragruppo per i sottoinsiemi 1, 2 e 3 e un saldo debolmente positivo per il gruppo 4, non si deve tuttavia pensare che questi risultati rappresentino una tendenza costante all'interno di ogni sottoinsieme. Anche le imprese stesse, peraltro, nell'ambito di un quinquennio si comportano spesso alternativamente da finanziate e da finanziatrici.

Quanto affermato sopra può essere visivamente colto nelle figure 2a, 2b, 2c e 2d, nelle quali per ogni impresa i flussi di fondi cumulati in entrata e in uscita sono riportati rispettivamente in ascissa e in ordinata, normalizzati per l'attivo dell'impresa stessa all'inizio del periodo in esame¹¹. Solo per le imprese quotate del sottoinsieme 1 sembra emergere un profilo prevalente che individua in queste imprese delle sostanziali riallocatrici di fondi. Questo risultato è chiaramente in accordo con le ipotesi teoriche precedentemente introdotte.

A conclusione dell'analisi empirica dei dati riportati, viene ora presentato un semplice modello interpretativo econometrico, con l'obiettivo di fornire alcune preliminari indicazioni circa il rapporto tra politiche di investimento e politiche di riallocazione.

Il modello si propone di correlare, a livello d'impresa, il saldo netto del processo di riallocazione alla differenza tra fondi richiesti dalle politiche di investimento e autofinanziamento. Si definiscano quindi la variabile dipendente SF_CIC e la variabile indipendente ITL_AF come saldo per ogni impresa dei flussi di fondi

¹¹ Dalle figure in questione sono in realtà state escluse le pochissime imprese per le quali le fonti normalizzate presentino valori superiori a 1, allo scopo di mantenere una chiara leggibilità delle figure stesse. I punti non riportati non alterano comunque l'evidenza presentata.

intragruppo (analogamente a come definito dalla (2)) e la differenza tra investimenti tecnici lordi e autofinanziamento, rispettivamente, entrambi normalizzati su una variabile dimensionale d'impresa (l'attivo netto al 1987)¹².

Secondo le ipotesi precedentemente proposte, la correlazione fra le due variabili dovrebbe essere significativamente positiva. Non è detto peraltro che la dipendenza fra le due variabili segua la stessa legge sia per le imprese finanziate che per le imprese finanziatrici. Si è di conseguenza costruita la variabile dummy ECC che assume valore 1 se ITL_AF assume valore negativo e 0 altrimenti, e la variabile dummy INS che, specularmente, assume valore 0 se ITL_AF assume valore negativo e 1 altrimenti. Per verificare la dipendenza della politica di riallocazione dalla "attrattività" dell'impresa sui mercati si è inoltre introdotto il ROE medio dell'impresa nel periodo, e infine per catturare eventuali effetti provenienti dalla tipologia istituzionale di impresa si sono introdotte le variabili dummy UNO, DUE e TRE che assumono valore 1 solo per le imprese rispettivamente appartenenti al sottoinsieme 1, 2 e 3.

Nella tavola 5 sono riportati i risultati della stima dei parametri per alcune equazioni lineari alternative che identificano la dipendenza della variabile endogena SF_CIC dalle variabili esogene introdotte.

La varianza spiegata risulta relativamente modesta: questo può essere considerato naturale, non essendo in grado le variabili introdotte di cogliere compiutamente gli aspetti "reali" dell'attività delle imprese (settore, esposizione, struttura di proprietà, ecc.), che restano le vere

¹² A risultati analoghi si è pervenuti normalizzando i flussi per il fatturato o per il valore aggiunto.

determinanti del fenomeno. Ciò nonostante, alcune correlazioni tra le variabili risultano significative, con un effetto quindi di polarizzare significativamente il fenomeno. In particolare, significativa è la correlazione della variabile dipendente con ROE e con ITL_AF, qualora esse siano riferite a imprese con carenza di liquidità. Secondo le stime dell'equazione 4 nella tavola 5, un'impresa in difetto di liquidità, avente una redditività pari alla media del campione, ricorre al CIC per i tre quarti circa delle proprie esigenze. Le stesse variabili presentano invece una minore o nulla correlazione qualora si considerino le imprese con eccesso di liquidità. Da un lato, ciò significa che il comportamento delle imprese (industriali) del campione in presenza di free cash flow non risulta univoco, accompagnandosi talvolta con un'attività di raccolta esterna, altre volte traducendosi nell'impiego delle attività liquide in eccesso in investimenti finanziari o nella distribuzione di tali fondi sotto forma di dividendi. D'altro lato, l'evidenza accumulata indica che la redditività corrente del capitale non costituisce di per sé il parametro sulla base del quale individuare le imprese con vantaggi competitivi di raccolta. Il fatto che ITL_AF abbia un coefficiente significativo (positivo) solo per le società quotate (si veda il test F su $\alpha_1 + \alpha_2$ nella tavola 5) risulta in parte controintuitivo, benché ciò possa essere spiegato con la probabile inferiore incidenza degli investimenti industriali sul totale degli investimenti per le imprese quotate rispetto al totale del campione.

8. Osservazioni conclusive

Il lavoro si è posto due obiettivi: uno di natura metodologica e uno di natura descrittiva.

Da un lato, infatti, è stato presentato un quadro di riferimento per distinguere, nell'ambito delle fonti raccolte da una generica impresa appartenente a un gruppo, la parte raccolta attraverso meccanismi allocativi gerarchici da quella raccolta attraverso meccanismi allocativi di mercato. Tra i primi si è esteso il concetto di raccolta a comprendere operazioni di transazione di risorse tra società appartenenti a uno stesso gruppo, che si arguisce abbiano finalità orientate a un'allocazione della liquidità, piuttosto che di natura industriale.

Dall'altro, si è utilizzata la metodologia proposta per verificare comparativamente la rilevanza delle due forme di raccolta. I risultati ottenuti dall'analisi effettuata su un significativo campione di 510 imprese industriali private italiane hanno consentito tuttavia di ottenere anche alcune indicazioni interpretative del fenomeno.

Innanzitutto, per le imprese del campione i flussi di fondi provenienti dal mercato finanziario e quelli circolanti sul circuito interno di capitali sono di un ordine di grandezza comparabile. Tra i secondi, il ruolo delle operazioni non esplicitamente riconosciute come "di raccolta" (cioè gli scambi intragruppo di partecipazioni) è anch'esso di entità rilevante.

Secondariamente, sembra si possa rifiutare l'ipotesi della specializzazione finanziaria nel ruolo di interfaccia tra mercato esterno e circuito interno. L'aggregato delle imprese del campione, che, ripetiamo, svolgono prevalentemente attività industriale, accede infatti al mercato esterno essenzialmente allo scopo di immettere fondi sul CIC, essendo infatti l'autofinanziamento nel sottoinsieme delle imprese appartenenti a gruppi quotati di entità superiore alle fonti totali.

Le imprese quotate, peraltro, sembrano essere specializzate nel processo di raccolta esterna e di successiva riallocazione interna, sfruttando la propria presenza sul mercato del capitale di rischio, dove le controparti, gli azionisti di minoranza, sembrano piuttosto inclini a concedere "fiducia" alle imprese e in particolare a non esercitare uno stretto controllo sugli impieghi del capitale fornito.

Da un punto di vista interpretativo, sembra emergere il ruolo di principali fruitori delle fonti provenienti dal CIC delle imprese il cui piano di investimenti (non finanziari) non può essere coperto dall'autofinanziamento. In questo caso, la riallocazione intragruppo risulta sostitutiva della raccolta esterna con preferenza per la prima in caso di bassa redditività e quindi, presumibilmente, di condizioni esterne sfavorevoli. Questa evidenza è comunque compatibile sia con l'ipotesi di miopia, e quindi di fallimento del mercato, che con quella di inefficienti politiche di investimento e, conseguentemente, di comportamento opportunistico dei manager-soggetti di controllo.

La risposta a questo quesito, e cioè se il CIC debba essere considerato una risposta a una market failure o il meccanismo in grado di sottrarre i comportamenti inefficienti alla disciplina del mercato, si ritiene sia il punto principale su cui focalizzare il prosieguo della ricerca. Anche altri numerosi punti restano aperti a seguito dell'evidenza preliminare presentata, tra i quali l'approfondimento dell'identità dei soggetti che vengono prescelti dai gruppi quali interfacce con il mercato e l'interpretazione delle determinanti dell'alternativo utilizzo dei diversi strumenti di riallocazione introdotti.

L'approfondimento di questi temi è suggerita, oltre che dalla rilevanza del fenomeno, anche dagli effetti che si

presume essi possano avere sul funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso. Da un lato, la presenza di CIC introduce infatti un'ampia varietà di conflitti di interesse, e quindi l'esigenza di regolamentazione, tra i vari claimholders delle imprese, considerato come la riallocazione della liquidità esiga, in un contesto intrinsecamente poco trasparente, la fissazione di prezzi di trasferimento la cui discrezionalità può indurre anche una riallocazione di ricchezza lungo i canali del CIC. Dall'altro, la presenza dei CIC riduce lo spessore del mercato esterno, selezionando inoltre in maniera polarizzata le imprese che vi accedono, con l'effetto di ridurre l'efficienza allocativa.

STATISTICHE DESCRITTIVE DEL CAMPIONE COMPLESSIVO				
Campione complessivo (510 imprese)	Minimo	Media	Massimo	Deviazione standard
Addetti (media 1987-92)	1	1.185	80.177	3.902
Fatturato (media 1987-92)*	11	447	25.512	1.245
Investimenti tecnici lordi cumulati (1987-92)*	0	81	7.442	350
Attivo netto (1987)*	12	261	13.405	717
Capitale netto (1987)*	-22	77	3.210	229
Partecipazioni di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	5,72%	54,26%	9,11%
Partecipaz. non di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	0,44%	32,49%	2,28%
ROI (media 1987-91)	-36,25%	9,17%	82,45%	10,93%
Inv.tecn.lordi/valore aggiunto (media 1987-91)	-74,77%	15,79%	349,57%	21,24%
MOL/valore aggiunto (media 1987-91)	-352,58%	36,01%	205,36%	32,36%
On. fin. netti/valore aggiunto (media 1987-91)	-154,38%	9,42%	155,93%	20,76%
ROE (media 1987-91)	-202,77%	6,90%	60,23%	17,84%

Fonte: nostre elaborazioni su dati della Centrale dei bilanci.

* Miliardi di lire 1992.

STATISTICHE DESCRITTIVE DEL CAMPIONE SUDDIVISO IN SOTTOINSIEMI: LE IMPRESE APPARTENENTI A GRUPPI QUOTATI				
	Minimo	Media	Massimo	Deviazione standard
Sottoinsieme 1 - Imprese quotate (85 imprese)				
Addetti (media 1987-92)	1	1.494	15.048	2.520
Fatturato (media 1987-92)*	11	416	3.965	670
Investimenti tecnici lordi cumulati (1987-92)*	0	93	974	146
Attivo netto (1987)*	18	405	6.161	800
Capitale netto (1987)*	5	163	3.210	393
Partecipazioni di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	11,76%	54,26%	12,67%
Partecipaz. non di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	0,46%	15,89%	2,01%
ROI (media 1987-91)	-15,06%	10,65%	56,47%	11,34%
Inv.tecn.lordi/valore aggiunto (media 1987-91)	-29,69%	18,29%	349,57%	38,03%
MOL/valore aggiunto (media 1987-91)	-44,28%	41,66%	176,40%	26,91%
On. fin. netti/valore aggiunto (media 1987-91)	-24,77%	12,56%	155,93%	21,24%
ROE (media 1987-91)	-32,41%	9,74%	42,30%	8,81%
Sottoinsieme 2 - Imprese non quotate appartenenti a gruppi quotati (100 imprese)				
Addetti (media 1987-92)	39	2.027	80.177	8.299
Fatturato (media 1987-92)*	23	605	25.512	2.602
Investimenti tecnici lordi cumulati (1987-92)*	0	158	7.442	769
Attivo netto (1987)*	12	395	13.405	1.396
Capitale netto (1987)*	1	102	3.178	344
Partecipazioni di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	4,41%	49,38%	8,71%
Partecipaz. non di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	0,52%	32,49%	3,32%
ROI (media 1987-91)	-24,92%	5,54%	38,41%	8,11%
Inv.tecn.lordi/valore aggiunto (media 1987-91)	0,00%	17,41%	132,36%	17,70%
MOL/valore aggiunto (media 1987-91)	-352,58%	27,43%	92,54%	42,89%
On. fin. netti/valore aggiunto (media 1987-91)	-55,02%	9,51%	141,35%	25,53%
ROE (media 1987-91)	-107,57%	2,78%	55,85%	20,11%

Fonte: nostre elaborazioni su dati della Centrale dei bilanci.

* Miliardi di lire 1992.

STATISTICHE DESCRITTIVE DEL CAMPIONE SUDDIVISO IN SOTTOINSIEMI: LE IMPRESE APPARTENENTI A GRUPPI NON QUOTATI				
	Minimo	Media	Massimo	Deviazione standard
Sottoinsieme 3 - Imprese appartenenti a gruppi non quotati a controllo estero (144 imprese)				
Addetti (media 1987-92)	25	1.040	10.032	1.248
Fatturato (media 1987-92)*	30	513	5.226	676
Investimenti tecnici lordi cumulati (1987-92)*	1	65	705	92
Attivo netto (1987)*	19	202	1.387	205
Capitale netto (1987)*	(22)	53	363	59
Partecipazioni di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	2,98%	49,46%	7,05%
Partecipaz. non di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	0,32%	23,94%	2,19%
ROI (media 1987-91)	-11,53%	11,99%	48,41%	11,42%
Inv.tecn.lordi/valore aggiunto (media 1987-91)	0,64%	13,81%	127,05%	14,46%
MOL/valore aggiunto (media 1987-91)	-21,65%	36,50%	82,03%	18,29%
On. fin. netti/valore aggiunto (media 1987-91)	-51,60%	8,75%	71,63%	15,83%
ROE (media 1987-91)	-202,77%	7,49%	60,23%	24,83%
Sottoinsieme 4 - Imprese appartenenti a gruppi non quotati a controllo italiano (181 imprese)				
Addetti (media 1987-92)	20	692	5.832	781
Fatturato (media 1987-92)*	21	324	2.093	296
Investimenti tecnici lordi cumulati (1987-92)*	0	46	452	58
Attivo netto (1987)*	12	166	1.126	161
Capitale netto (1987)*	(1)	42	302	50
Partecipazioni di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	5,75%	37,30%	7,33%
Partecipaz. non di controllo/attivo netto (1987)	0,00%	0,48%	15,16%	1,71%
ROI (media 1987-91)	-36,25%	8,20%	82,45%	11,06%
Inv.tecn.lordi/valore aggiunto (media 1987-91)	-74,77%	15,28%	74,89%	15,77%
MOL/valore aggiunto (media 1987-91)	-233,67%	37,64%	205,36%	35,97%
On. fin. netti/valore aggiunto (media 1987-91)	-154,38%	8,41%	85,31%	21,11%
ROE (media 1987-91)	-70,13%	7,34%	48,99%	11,80%

Fonte: nostre elaborazioni su dati della Centrale dei bilanci.

* Miliardi di lire 1992.

FONTI CUMULATE: LE IMPRESE DEL CAMPIONE ED I VARI SOTTOINSIEMI (1987-1991; miliardi di lire 1991)													
	AUTO-FINANZ.	FONTI ESTERNE						FONTI INTRAGRUPO					FONTI TOTALI
		Raccolta di capitale di debito (flussi in entrata)	Raccolta di capitale di debito (flussi in uscita)	Aumenti di capitale	Riallocazione di capitale di debito (flussi in entrata)	Vendita di partecipazioni	Aumenti di capitale	Rialloc. di capitale di debito (flussi in uscita)	Acquisto di partecipazioni e sottoscrizioni di aumenti di capitale				
TOTALE	75.856	36.566	-20.293	2.644	14.911	6.054	8.353	-17.965	-26.698			79.426	
Sottoins. 1	19.493	7.386	-5.125	2.217	3.268	2.539	1.800	-4.469	-8.157			18.951	
Sottoins. 2	22.905	7.752	-5.148	427	3.464	2.146	2.227	-6.055	-12.464			15.255	
Sottoins. 3	17.250	10.940	-5.097	0	4.086	314	3.072	-4.065	-2.032			24.468	
Sottoins. 4	16.208	10.488	-4.924	0	4.093	1.056	1.254	-3.377	-4.045			20.752	
TOTALE	95,50%	46,04%	-25,55%	3,33%	18,77%	7,62%	10,52%	-22,62%	-33,61%			100,00%	
Sottoins. 1	102,86%	38,97%	-27,04%	11,70%	17,24%	13,40%	9,50%	-23,58%	-43,04%			100,00%	
Sottoins. 2	150,15%	50,82%	-33,75%	2,80%	22,70%	14,07%	14,60%	-39,69%	-81,70%			100,00%	
Sottoins. 3	70,50%	44,71%	-20,83%	0,00%	16,70%	1,28%	12,56%	-16,61%	-8,30%			100,00%	
Sottoins. 4	78,10%	50,54%	-23,73%	0,00%	19,72%	5,09%	6,04%	-16,27%	-19,49%			100,00%	

Fonte: nostre elaborazioni su dati della Centrale dei bilanci.

INCIDENZA PERCENTUALE DEI DIVERSI MECCANISMI DI RIALLOCAZIONE NEI CIRCUITI INTERNI DI CAPITALE					
	FLUSSI IN ENTRATA			FLUSSI IN USCITA	
	Riallocazione di capitale di debito	Vendita di partecipazioni	Aumenti di capitale	Riallocazione di capitale di debito	Acquisto di partecipazioni e sottoscrizioni di aumenti di capitale
TOTALE	50,86	20,65	28,49	40,22	59,78
Sottoinsieme 1	42,96	33,38	23,66	35,39	64,61
Sottoinsieme 2	44,20	27,38	28,42	32,69	67,31
Sottoinsieme 3	54,69	4,20	41,11	66,68	33,32
Sottoinsieme 4	63,92	16,50	19,58	45,50	54,50

Fonte: nostre elaborazioni su dati della Centrale dei bilanci.

STIMA ECONOMETRICA DEL MODELLO (variabile dipendente SF_CIC)				
	Equazione 1	Equazione 2	Equazione 3	Equazione 4
Costante	0,09** (3,76)	0,07 (0,23)	-0,003 (-0,10)	0,06 (0,19)
ITL_AF	0,28** (4,60)	-	-	-
ROE	-0,32* (-2,17)	-0,23 (-1,59)	-	-
ITL_AF·INS	-	0,78** (5,99)	0,76** (5,83)	0,74** (5,74)
ITL_AF·ECC (α_1)	-	0,11 (1,56)	0,16* (1,96)	0,13 (1,20)
ITL_AF·ECC·UNO (α_2)	-	-	-	0,22* (1,67)
ITL_AF·ECC·DUE (α_3)	-	-	-	0,06 (0,32)
ITL_AF·ECC·TRE (α_4)	-	-	-	-0,13 (-1,07)
ROE·INS	-	-	-0,35* (-2,01)	-0,35* (-2,01)
ROE·ECC	-	-	0,04 (0,15)	-0,09 (-0,32)
$\alpha_1+\alpha_2$ (F(1,502))	-	-	-	10,08**
$\alpha_1+\alpha_3$ (F(1,502))	-	-	-	1,31
$\alpha_1+\alpha_4$ (F(1,502))	-	-	-	0,04
R2bar	9,21%	12,28%	12,37%	13,26%

I valori tra parentesi rappresentano il t di Student dei coefficienti delle variabili esplicative. Per i test F i valori tra parentesi rappresentano i gradi di libertà.

* Livello di significatività maggiore di 95 per cento.

** Livello di significatività maggiore di 99 per cento.

Fig. 1

**AUTOFINANZIAMENTO, FONTI ESTERNE E FONTI INTRAGRUPPO
CUMULATE PER IL PERIODO 1987-1991, NORMALIZZATE SUL
TOTALE NETTO DELLE FONTI**

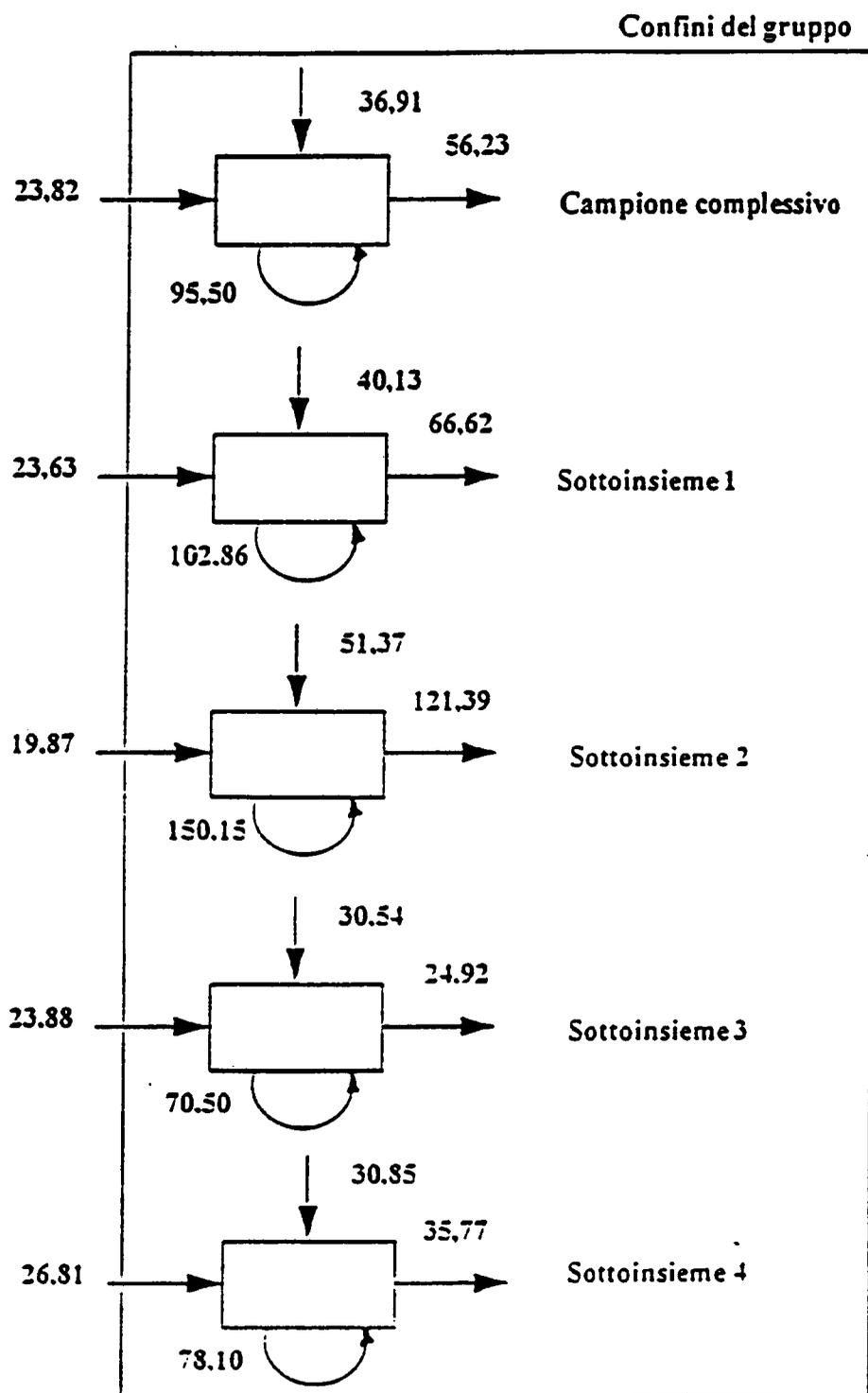


Fig. 2a

FONTI INTRAGRUPO NORMALIZZATE SULL'ATTIVO NETTO: SOTTOINSIEME I

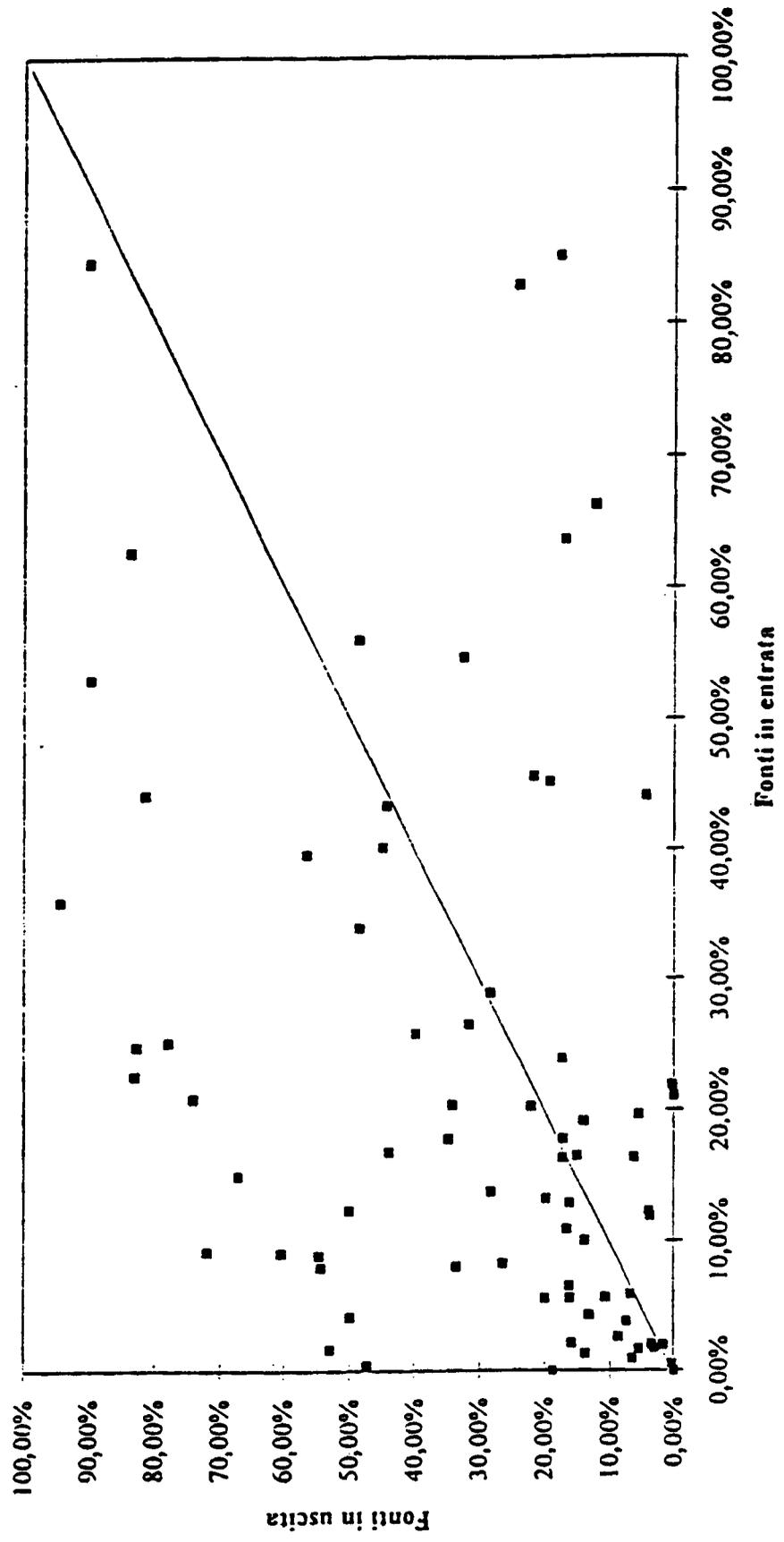


Fig. 2b

FONTI INTRAGRUPO NORMALIZZATE SULL'ATTIVO NETTO: SOTTOINSIEME 2

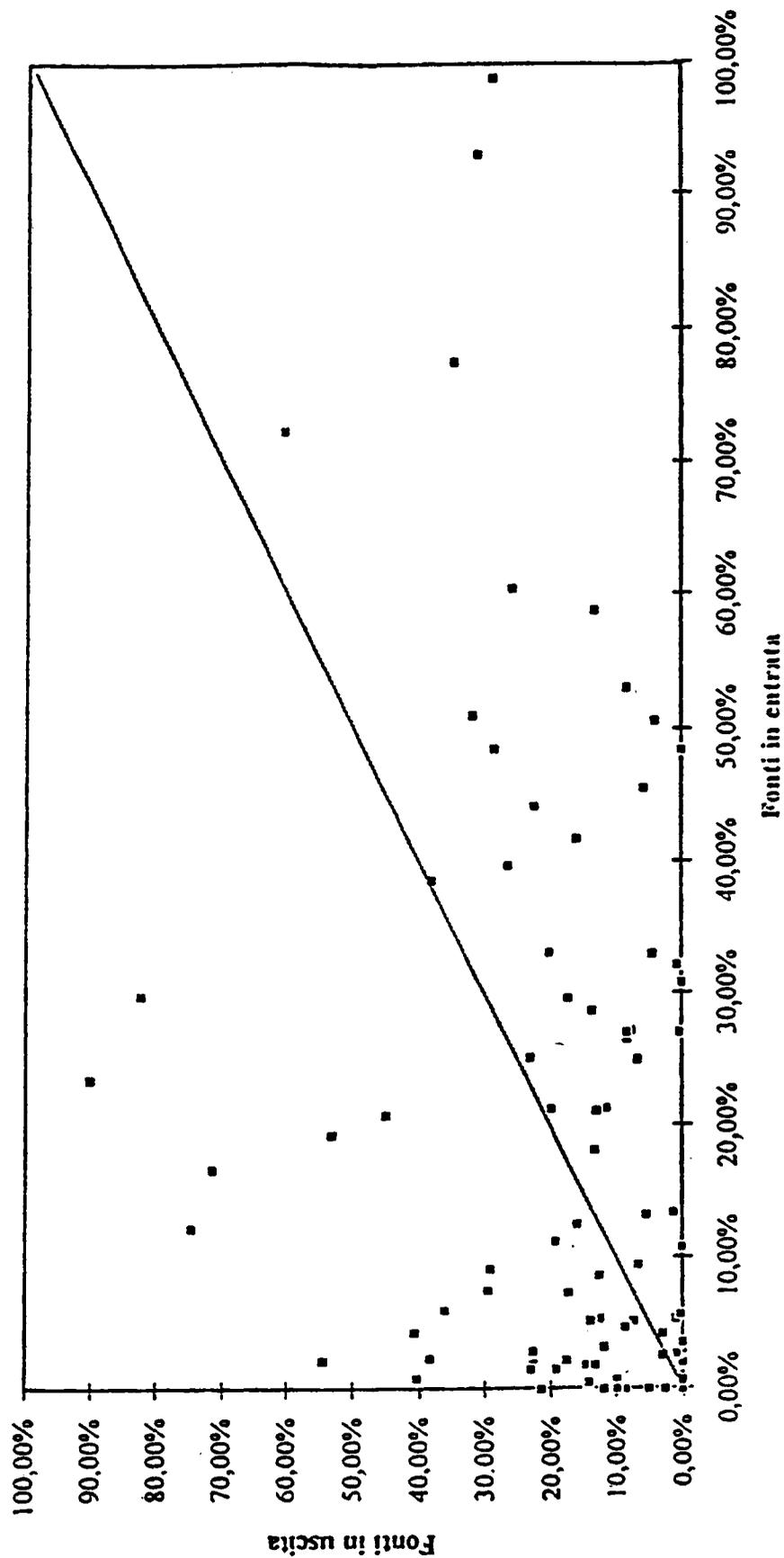


Fig. 2c

FONTI INTRAGRUPPO NORMALIZZATE SULL'ATTIVO NETTO: SOTTOINSIEME 3

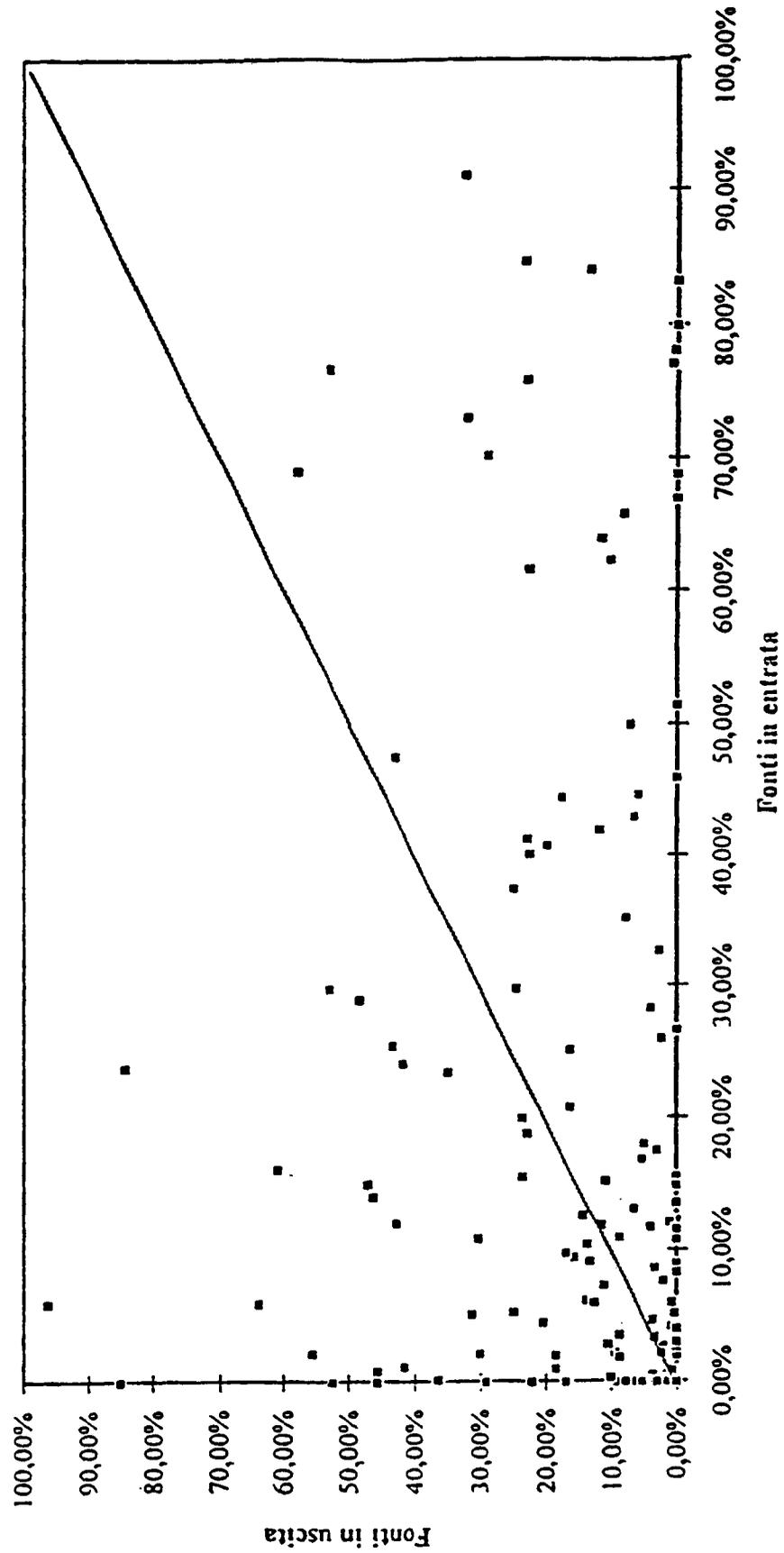
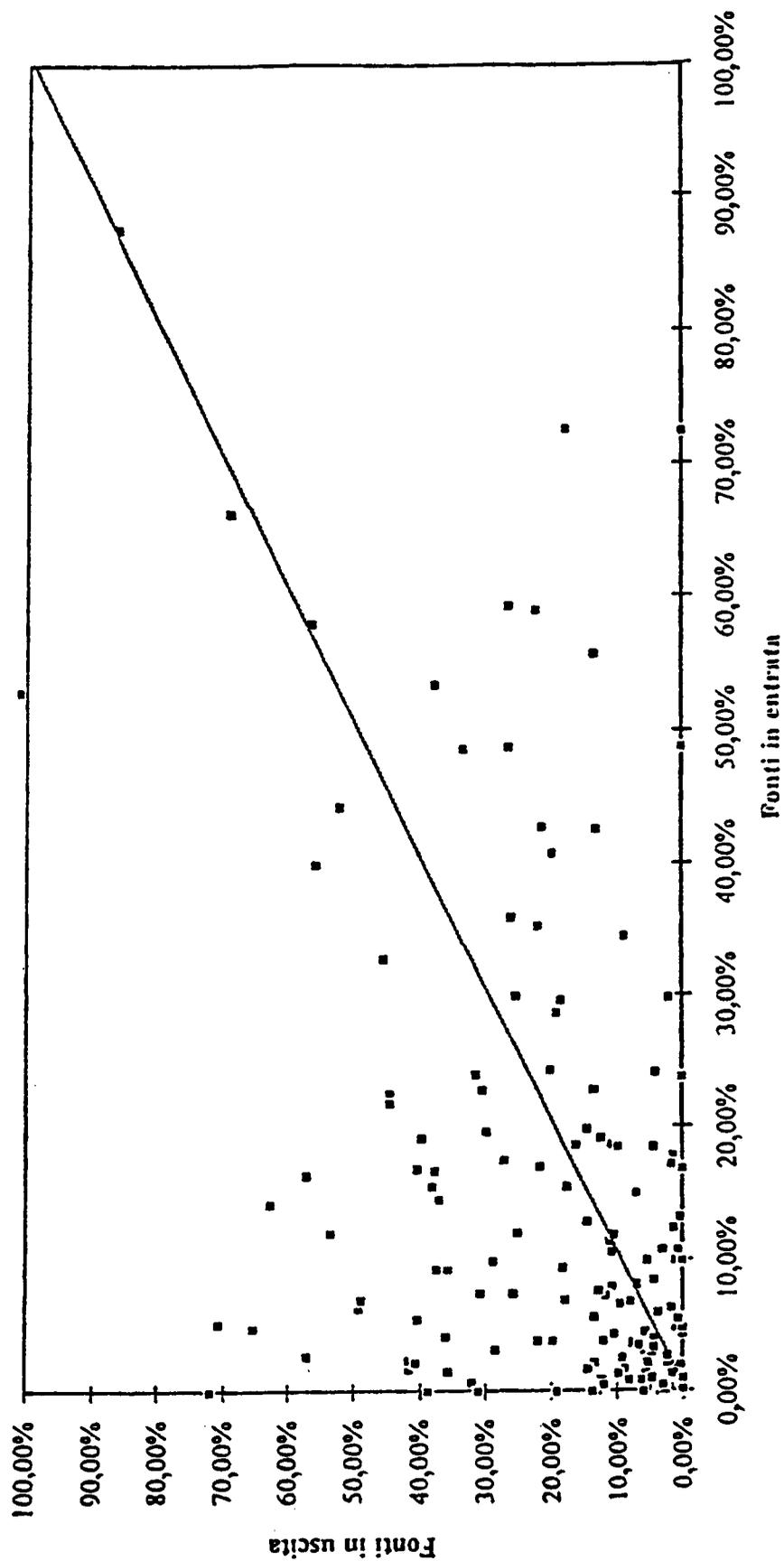


Fig. 2d

FONTI INTRAGRUPO NORMALIZZATE SULL'ATTIVO NETTO: SOTTOINSIEME 4



Riferimenti bibliografici

- Alzona, G. (1981), Il gruppo nell'analisi delle strutture industriali e finanziarie, in "L'Industria", n. 2, pp. 225-33.
- Barca, F., M. Bianco, L. Cannari; R. Cesari, C. Gola, G. Manitta, G. Salvo, L. F. Signorini (1994), Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane, vol. I di Assetti proprietari e mercato delle imprese, Bologna, Il Mulino.
- Barca, F., M. Bianchi, F. Brioschi, L. Buzzacchi, P. Casavola, L. Filippa M. Pagnini (1994), Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese italiane medio-grandi, vol. II di Assetti proprietari e mercato delle imprese, Bologna, Il Mulino.
- Brioschi, F., L. Buzzacchi e M. G. Colombo (1990), Gruppi di imprese e mercato finanziario, Roma, La Nuova Italia Scientifica.
- Buzzacchi, L. e M. G. Colombo (1994), Gruppi di imprese e proprietà, Politecnico di Milano, dattiloscritto.
- Capra, L., N. D'Amico, G. Ferri, N. Pesaresi (1994), Gli intermediari della riallocazione proprietaria in Italia, vol. III di Assetti proprietari e mercato delle imprese, Bologna, Il Mulino.
- Cominotti, R. e S. Mariotti (1992), Italia multinazionale, Milano, Etas Libri.
- Goto, A. (1982), Business Groups in a Market Economy, in "European Economic Review", vol. 19, pp. 53-70.
- Guelpa, F. (1992), Market and Firm Determinants of Profits: From Statics towards Dynamics, dattiloscritto.
- Hoshi, T., A. Kashyap e D. Scharfstein (1990), The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan, in "Journal of Financial Economics", vol. 27, n. 1, pp. 67-88.
- , A. Kashyap e D. Scharfstein (1991), Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 106, n. 1, pp. 33-60.
- Impenna, C. e M. Pagnini (1993), Holding e gruppi industriali in Italia: mercato e gerarchia nei circuiti dei

capitali interni, in "Finanza, Imprese e Mercati", n. 2, pp. 151-75.

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

Kay, N. M. (1992), Markets, False Hierarchies and the Evolution of Modern Corporation, in "Journal of Economic Behavior and Organization", vol. 17, n. 3, pp. 315-33.

Macchiati, A. (1989), La holding come intermediario finanziario, in "Finanza, Imprese e Mercati", n. 1, pp. 27-47.

Mayer, C. P. (1991), Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development, in R. G. Hubbard (a cura di), Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, Chicago, University of Chicago Press.

Milgrom, P. e J. Roberts (1990), Bargaining Costs, Influence Costs, and the Organization of Economic Activity, in J. E. Alt and K. A. Shepsle (a cura di), Perspectives on Positive Political Economy, Cambridge, Cambridge University Press.

Myers, S. C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, in "Journal of Financial Economics", vol. 5, pp. 147-175.

Ravazzi, P. (1990), Produzione e finanza nell'impresa manageriale, Il Mulino, Bologna.

Ross, S. A. (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, in "Bell Journal of Economics", vol. 8, pp. 23-40.

Williamson, O. E. (1975), Markets and Hierarchies: Analysis of Antitrust Implications, New York, Free Press.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI "TEMI DI DISCUSSIONE" (*)

- n. 216 — *Il mercato primario dei titoli di Stato a medio e a lungo termine*, di L. BUTTIGLIONE e F. DRUDI (gennaio 1994).
- n. 217 — *Un modello price-gap per l'economia italiana: specificazione e valutazioni critiche*, di M. CARUSO (gennaio 1994).
- n. 218 — *Actual and "Normal" Inventories of Finished Goods: Qualitative and Quantitative Evidence from the Italian Manufacturing Sector*, di P. SESTITO e I. VISCO (febbraio 1994).
- n. 219 — *An Econometric Analysis of Money Demand in Italy*, di P. ANGELINI, D. F. HENDRY e R. RINALDI (marzo 1994).
- n. 220 — *Recente evoluzione del sistema bancario americano: ci sono indicazioni per l'Italia?*, di D. FOCARELLI (marzo 1994).
- n. 221 — *Has the Post-War US Economy Deviated less from the Stable Growth Regime?*, di C. KIM e M. MANNA (aprile 1994).
- n. 222 — *La battaglia per le quote di mercato: concorrenza dinamica e spostamenti di clientela tra banche nei mercati dei crediti e dei depositi*, di R. CESARI (aprile 1994).
- n. 223 — *Measuring Money with a Divisia Index: An Application to Italy*, di E. GAIOTTI (aprile 1994).
- n. 224 — *Monetary Policy Transmission via Lending Rates in Italy: Any Lessons from Recent Experience?*, di L. BUTTIGLIONE e G. FERRI (maggio 1994).
- n. 225 — *Misure della capacità utilizzata nell'industria con i dati sull'energia elettrica*, di L.F. SIGNORINI (maggio 1994).
- n. 226 — *Confidence Costs and the Institutional Genesis of Central Banks*, di C. GIANNINI (maggio 1994).
- n. 227 — *Un'analisi empirica della relazione tra tassi del mercato interno e dell'euro lira*, di G. FERRI e A. GENERALE (giugno 1994).
- n. 228 — *The Defence of Exchange Rates in the EMS: Instruments and Strategies, 1987-1993*, di P. DEL GIOVANE (luglio 1994).
- n. 229 — *About the Level of Daylight Credit, Speed of Settlement and Reserves in Electronic Payment Systems*, di P. ANGELINI (agosto 1994).
- n. 230 — *Asymmetries and Nonlinearities in Economic Activity*, di F. FORNARI e A. MELE (agosto 1994).
- n. 231 — *L'attività cross-border delle banche italiane: una verifica empirica*, di C. BENTIVOGLI e A. GENERALE (settembre 1994).
- n. 232 — *La curva dei rendimenti dei BOT come misura dei tassi futuri attesi*, di G. GRANDE (settembre 1994).
- n. 233 — *Assicurazione dei depositi, coefficienti patrimoniali e copertura dei rischi bancari*, di F. DRUDI e R. TEDESCHI (settembre 1994).
- n. 234 — *Predicting Consumption of Italian Households by means of Leading Indicators*, di G. PARIGI e G. SCHLITZER (settembre 1994).
- n. 235 — *L'apertura di sportelli bancari dopo la liberalizzazione: andamento e determinanti*, di R. DE BONIS, F. FARABULLINI e F. FORNARI (novembre 1994).
- n. 236 — *Alternative Estimators of the Cox, Ingersoll and Ross Model of the Term Structure of Interest Rates: A Monte Carlo Comparison*, di C. BIANCHI, R. CESARI e L. PANATTONI (novembre 1994).
- n. 237 — *Capital Structure Decisions of a Public Company*, di O. HART (dicembre 1994).
- n. 238 — *La proprietà cooperativa: teoria, storia e il caso delle banche popolari*, di R. DE BONIS, B. MANZONE e S. TRENTO (dicembre 1994).
- n. 239 — *Controllo di gruppo e incentivi degli azionisti di minoranza: una verifica empirica*, di M. BIANCO, P. CASAVOLA e A. FERRANDO (dicembre 1994).

(*) I "Temi" possono essere richiesti a:

*Finito di stampare
nel mese di dicembre 1994
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

