

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Perché le imprese ricorrono al factoring?
Il caso dell'Italia**

di Michele Benvenuti e Marco Gallo



Numero 518 - Ottobre 2004

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.

Comitato di redazione:

STEFANO SIVIERO, EMILIA BONACCORSI DI PATTI, FABIO BusetTI, ANDREA LAMORGESE, MONICA PAIELLA, FRANCESCO PATERNÒ, MARCELLO PERICOLI, ALFONSO ROSOLIA, STEFANIA ZOTTERI, RAFFAELA BISCEGLIA (segretaria).

PERCHÉ LE IMPRESE RICORRONO AL FACTORING? IL CASO DELL'ITALIA

di Michele Benvenuti* e Marco Gallo*

Sommario

Il lavoro illustra i principali aspetti del mercato del factoring in Italia e la sua evoluzione a partire dagli anni ottanta. Esamina poi le caratteristiche delle imprese che fanno ricorso a questa forma di finanziamento. Il mercato del factoring in Italia ha dimensioni rilevanti: in termini assoluti è il terzo al mondo, dopo quello britannico e quello statunitense, e il primo in rapporto al prodotto interno lordo. La rilevanza del fenomeno è connessa con la diffusione nel nostro paese della pratica dei pagamenti dilazionati, cui corrisponde un elevato ammontare di credito commerciale, che rappresenta la materia prima del factoring. Alla fine del 2002 i due terzi del turnover complessivo erano intermediati da società di matrice bancaria e un terzo da società di emanazione industriale. In quest'ultimo caso, a differenza di quanto accade in altri paesi, in Italia si riscontra una elevata diffusione del cosiddetto factoring indiretto, ossia la cessione di crediti commerciali vantati da soggetti terzi nei confronti di imprese che fanno parte del gruppo cui appartiene la società di factoring. Le imprese che fanno ricorso al factoring presentano indicatori di maggiore tensione finanziaria rispetto a quelle che non vi fanno ricorso: la probabilità di cedere crediti a una società di factoring è più elevata per quelle più indebitate, meno liquide e con minore *cash flow*. La probabilità di cessione a una società di factoring di origine industriale presenta invece un legame più debole con gli indicatori di tensione finanziaria dell'impresa cedente, plausibilmente a causa della minore rilevanza delle motivazioni finanziarie nella scelta di ricorrere al factoring indiretto.

Abstract

In this paper we examine the main aspects of Italian factoring market and its evolution during last two decades. Moreover, we analyze the characteristics of firms accessing this kind of financing. In Italy factoring market size is the third in the world in absolute terms (amount of turnover), after U.K. and U.S., and the first one in relative terms (turnover to GDP ratio). This diffusion is related to the widespread use of postponed payment in commercial transaction, giving rise to a large amount of trade credit. At the end of 2002, financial factors market share was about two third. The remaining part was referred to industrial factors, that are specialized in "indirect" factoring, i.e. providing external funding to suppliers of the industrial group companies. This is an Italian market peculiarity owed to the opportunity for the debtor to prevent the trade credit to be transferred without his agreement. Firms accessing factoring show a greater financial pressure: the higher the leverage and the lower the cash flow and liquidity indicators, the higher is the probability to factor accounts receivable. The role of financial hypothesis in explaining the factoring choice is weaker for industrial factors customers, for which commercial reasons seem to be prevalent.

Classificazione JEL: G32, G29, E52, K22, L14.

Parole chiave: factoring, fabbisogno finanziario, credito commerciale.

* Banca d'Italia, Sede di Firenze, Nucleo per la ricerca economica.

Indice

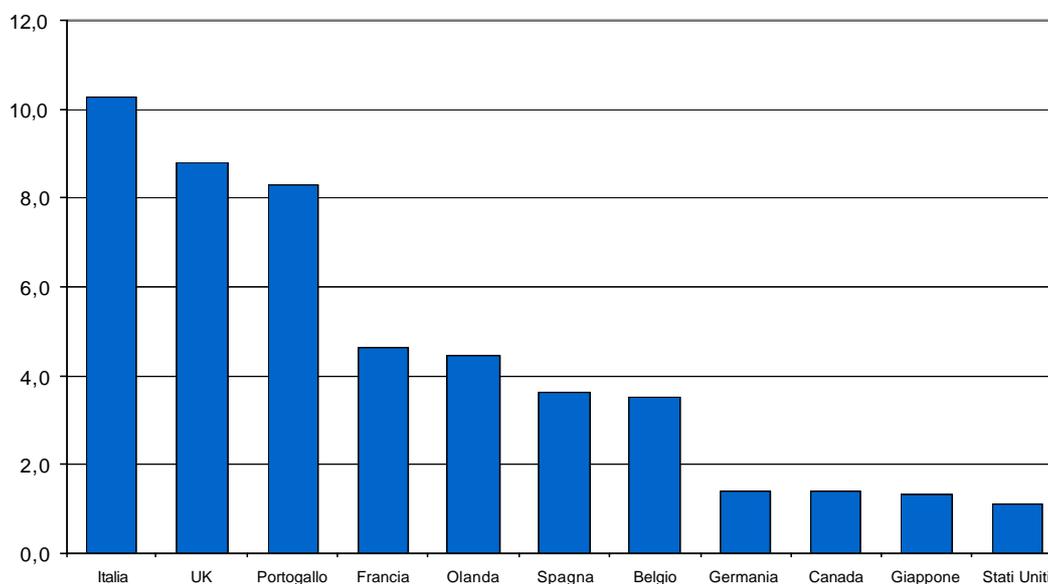
1. Introduzione.....	9
2. Le motivazioni del ricorso al factoring	11
3. Il mercato italiano del factoring	13
4. L'ipotesi del fabbisogno finanziario: una verifica empirica	18
4.1 Le caratteristiche del campione utilizzato	18
4.2 Stima della probabilità di ricorrere al factoring	21
4.3 Il ruolo del credito commerciale e del rischio di insolvenza	25
5. Conclusioni	28
Appendice	30
Tavole	32
Bibliografia.....	48

1. Introduzione¹

Il ricorso al factoring in Italia presenta dimensioni di rilievo: si tratta del terzo mercato mondiale per dimensioni assolute², dopo quello britannico e quello statunitense, e del primo in rapporto al prodotto interno lordo (tavv. 1–2 e fig. 1). Questo fenomeno è legato alla diffusione nel nostro paese della pratica dei pagamenti dilazionati, cui corrisponde un elevato ammontare di credito commerciale³ che rappresenta la materia prima del factoring.

Fig. 1

RAPPORTO TRA TURNOVER E PRODOTTO INTERNO LORDO NEL 2001 (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Factors Chain International (FCI) e Fondo monetario internazionale (FMI).

¹ Desideriamo ringraziare per gli utili suggerimenti Luigi Cannari, Giuseppe Leonardo Carriero, Salvatore Chiri, Daniele Corsini, Riccardo De Bonis, Daniela Muschella, Massimo Omiccioli, Angela Romagnoli, i partecipanti a un seminario interno della Banca d'Italia e alcuni operatori finanziari contattati; Giorgio Albareto per la raccolta dei dati. Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non impegnano in alcun modo l'Istituto di appartenenza. E-mail: michele.benvenuti@bancaditalia.it; marco.gallo@bancaditalia.it.

² Le variabili di scala utilizzate per descrivere il factoring sono due: il turnover, una misura di flusso che rappresenta il volume complessivo dei crediti ceduti nell'arco di tempo considerato (di norma l'anno), e l'outstanding, che definisce lo stock dei crediti ceduti esistente in un determinato istante.

³ Le imprese dei paesi dell'Europa meridionale come Italia, Francia, Spagna e Portogallo presentano un rapporto tra credito commerciale e totale dell'attivo compreso tra il 25 e il 35 per cento, più elevato rispetto a quello di Germania, Giappone e Stati Uniti (tra il 10 e il 20 per cento; cfr. Bardes, 2000).

La concessione di credito commerciale si riflette su almeno tre aspetti della gestione dell'impresa: la struttura organizzativa (per la necessità di valutare e monitorare il merito creditizio della clientela, mettere a punto le procedure di riscossione, di gestione degli insoluti e così via); il fabbisogno finanziario (per il saldo netto tra credito e debito commerciale); la configurazione di rischio (l'assunzione di una componente finanziaria si somma a quella, tipica, di natura operativa).

Una scelta possibile per l'impresa è quella di affidarsi a soggetti esterni i quali (a) si accollano, in tutto o in parte, la gestione dei rapporti commerciali, (b) forniscono una protezione di tipo assicurativo nei confronti degli eventi di default della clientela e (c) anticipano la carta commerciale procurando flussi di cassa all'azienda cedente. Le società di factoring sono intermediari specializzati in grado di fornire l'intera gamma di questi servizi, a differenza di altri intermediari che concentrano la propria attività, di norma, su uno soltanto degli aspetti. Le società di factoring possono essere costituite da imprese di natura commerciale o industriale che decidono di centralizzare la gestione della clientela e dei fornitori (*captive*), oppure nascere nel settore finanziario, all'interno o meno di un gruppo bancario.

Il presente lavoro si propone di approfondire alcuni aspetti legati alle caratteristiche del factoring in Italia. Le linee di analisi sono due: la prima è un esame a livello macro del mercato nel corso dell'ultimo ventennio; la seconda è una verifica empirica, con dati microeconomici, della rilevanza della motivazione finanziaria nella scelta delle imprese di ricorrere al factoring. Specifica attenzione è riservata a tre fenomeni di particolare interesse: il factoring indiretto⁴, peculiarità del contesto italiano; il peso del contesto normativo nelle scelte delle imprese e degli intermediari; il rapporto tra factoring e anticipazioni bancarie, che ne rappresentano un surrogato per gli aspetti finanziari.

Dopo aver sinteticamente descritto le motivazioni teoriche alla base della scelta di utilizzare il factoring (paragrafo 2), il presente lavoro fornisce indicazioni utili a valutare la rilevanza dei diversi fattori ripercorrendo le caratteristiche e l'evoluzione del mercato del

⁴ Per factoring indiretto si intende la cessione a una società di factoring di crediti vantati da soggetti terzi nei confronti di una impresa facente parte dello stesso gruppo che controlla la società di factoring.

factoring in Italia negli ultimi due decenni (paragrafo 3). Successivamente (paragrafo 4) viene sottoposta a verifica l'ipotesi che il ricorso al factoring sia più frequente per le imprese in situazioni di tensione finanziaria. Il paragrafo 5 chiude il lavoro con una sintesi dei principali risultati e le conclusioni.

2. Le motivazioni del ricorso al factoring

Il factoring rappresenta uno degli strumenti di cui l'impresa dispone nell'ambito della politica di gestione del credito commerciale. La letteratura sull'argomento individua due ordini di motivazioni che possono indurre un'impresa a ricorrere al factoring: il primo ne enfatizza il ruolo finanziario, il secondo ne sottolinea gli aspetti organizzativi. Entrambe le motivazioni risentono del contesto giuridico che regola gli schemi contrattuali e l'attività degli intermediari.

Il movente finanziario. – Attraverso lo smobilizzo di una quota del capitale circolante le imprese (in particolare quelle più rischiose, più opache e di minore dimensione) riuscirebbero a finanziare il proprio sviluppo, superando vincoli di liquidità eventualmente connessi con la scarsità di garanzie reali. Sotto questo profilo il factoring rappresenta, per l'impresa che vi ricorre, un possibile sostituto delle usuali anticipazioni bancarie (nelle varie forme tecniche, anticipo di fatture o di effetti salvo buon fine, sconto cambiario, eccetera). Dal lato dell'offerta vi può essere un incentivo per il sistema bancario a indirizzare la clientela verso le società di factoring, poiché in presenza di un contratto di factoring la cessione è opponibile al fallimento dell'impresa cedente (art. 5 della legge 21 febbraio 1991, n. 52)^{5 6}.

Gli aspetti organizzativi. – La gestione del credito commerciale, come osservato da Mian e Smith (1992), è un processo che implica l'assegnazione di cinque funzioni decisionali: (1) valutazione della rischiosità del potenziale debitore; (2) concessione del credito; (3)

⁵ Tale tutela non è assoluta, venendo meno “se il curatore prova che il cessionario conosceva lo stato di insolvenza del cedente quando ha eseguito il pagamento e sempre che il pagamento del cessionario al cedente sia stato eseguito nell'anno anteriore alla sentenza dichiarativa di fallimento e prima della scadenza del credito ceduto” (art. 7). Esiste, inoltre, una tutela nei confronti del fallimento del debitore ceduto (art. 6): il pagamento intervenuto prima della dichiarazione di fallimento non può essere sottoposto ad azione revocatoria, se il cessionario non era a conoscenza dello stato di insolvenza.

finanziamento del credito; (4) riscossione del credito; (5) assunzione del rischio di credito. Un'impresa può decidere di internalizzare queste funzioni o di esternalizzarle a un terzo soggetto, come una società di factoring. Fra i due estremi si collocano soluzioni intermedie in cui una o più singole funzioni decisionali vengono trasferite a istituti specializzati, come le agenzie di valutazione del rischio, le imprese di riscossione dei crediti e le imprese di assicurazione dei crediti commerciali. Le motivazioni alla base delle scelte di politica gestionale dei crediti commerciali sono di diverso tipo: alcune sono legate alla struttura delle vendite e/o alle caratteristiche dei canali distributivi⁷, altre alle caratteristiche dimensionali delle imprese⁸; altre ancora alla specificità degli investimenti e dei prodotti realizzati dall'impresa⁹. Anche in questo caso possono incidere elementi normativi: la possibilità per il debitore di vietare la cessione del credito, in particolare, può favorire la canalizzazione delle operazioni di factoring verso specifici intermediari. Una prassi relativamente diffusa tra le imprese appartenenti a gruppi che controllano proprie società di factoring è infatti la seguente: il debitore commerciale vieta la cessione del credito; se il creditore ha l'esigenza di cedere il credito, il debitore non solleva obiezioni qualora la cessione avvenga nei confronti della società di factoring del gruppo. Di fatto questa prassi agevola lo sviluppo di società di factoring di emanazione di imprese non finanziarie e di gruppi di grande dimensione. La presenza di una società di factoring *captive* consente infatti non soltanto una riduzione dei costi di transazione derivante dalla centralizzazione dei rapporti nei confronti di fornitori e clienti, ma anche una ottimizzazione dei vantaggi commerciali e finanziari derivanti dalla

⁶ In assenza di un contratto di factoring la cessione del credito dà invece origine, di frequente, a controversie in sede fallimentare.

⁷ Il ricorso al factoring potrebbe essere più diffuso nelle industrie caratterizzate dalla presenza di un numero elevato di fornitori per ciascun cliente e quando i clienti sono geograficamente lontani fra loro. In questi casi infatti il factor può ottenere le informazioni riguardanti il merito creditizio di un potenziale cliente ad un costo inferiore a quello che ciascuna impresa dovrebbe sostenere. I vantaggi di costo dipendono altresì dalle caratteristiche dei canali distributivi: un'impresa che dispone di una propria rete di venditori è in grado di ottenere informazioni sul merito creditizio della clientela senza sostenere costi addizionali o comunque a costi ridotti, soprattutto se gli agenti di vendita sono incentivati a raccogliere informazioni e monitorare la solvibilità della clientela.

⁸ L'impatto della dimensione sul ricorso al factoring non è definibile a priori. Le imprese più grandi sono in grado di effettuare gli investimenti necessari per la formazione di personale specializzato su una scala più ampia (e quindi mantenere all'interno le funzioni connesse con la gestione del credito commerciale), ma possono anche costituire società (*captive*) specializzate.

⁹ Quanto più elevata è la specificità dei prodotti rispetto alle esigenze dei clienti, tanto minore sarà la domanda e l'offerta di factoring.

grande dimensione e una minore diffusione verso intermediari finanziari esterni di informazioni sulle relazioni dell'impresa madre.

I lavori empirici condotti sull'argomento¹⁰, riferiti al mercato statunitense e a quello britannico, hanno analizzato la scelta di ricorrere al factoring sia dal punto di vista finanziario sia da quello organizzativo, mostrando, come la teoria suggerisce, l'importanza delle variabili relative all'impresa in termini di dimensione, età, struttura finanziaria e alle caratteristiche dei prodotti, dei canali distributivi e delle relazioni con la clientela. In particolare, il factoring sembrerebbe attrarre imprese giovani, di piccole dimensioni e caratterizzate da una crescita molto rapida; tale tendenza sarebbe collegata alle dimensioni di scala necessarie per una completa internalizzazione della gestione del credito, da un lato, e all'opacità e alla mancanza di collaterale che tipicamente caratterizza le piccole imprese, dall'altro.

3. Il mercato italiano del factoring

Il primo sviluppo del mercato italiano del factoring risale all'inizio degli anni ottanta¹¹: tra il 1984 e il 1990 la crescita dell'outstanding è stata sostenuta, con un tasso medio pari al 37,2 per cento (fig. 2). Nella prima metà degli anni ottanta l'adozione del factoring è stata favorita dal regime di controlli amministrativi vigente sui prestiti bancari, che ha indotto le aziende di credito a trasferire a società specifiche alcune attività di erogazione; in assenza di un ampio contenuto di servizio, in questa fase lo strumento del factoring ha soddisfatto principalmente le esigenze di natura finanziaria di imprese di dimensioni piccole e medie¹².

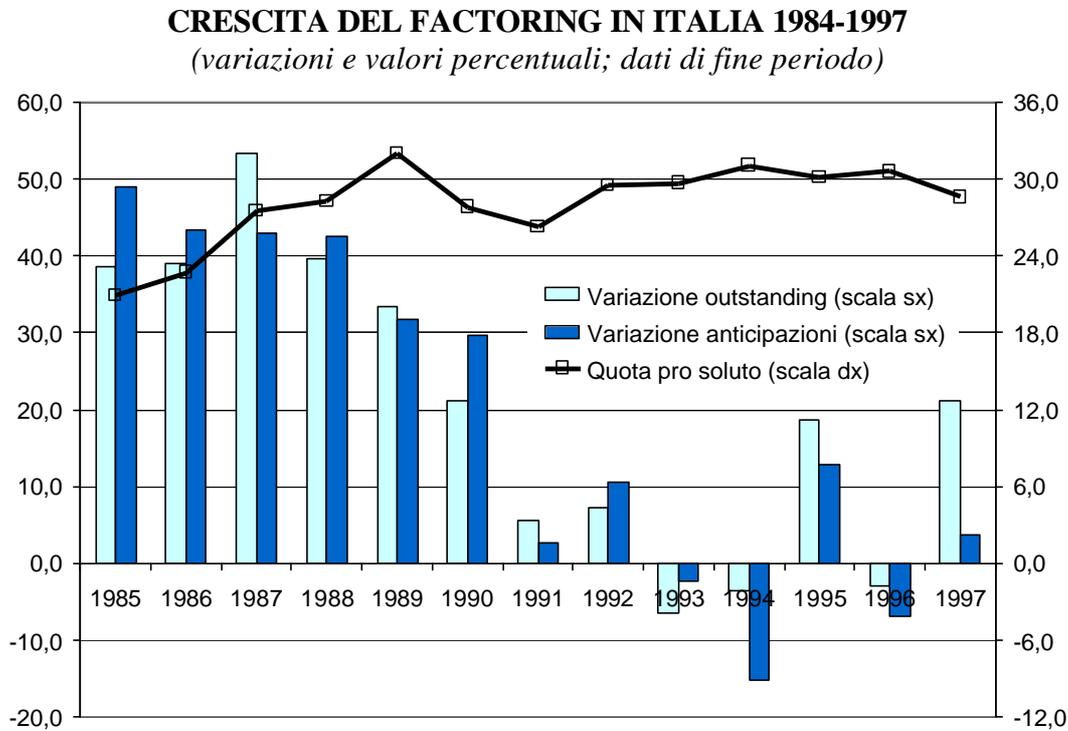
Nella seconda metà degli anni ottanta, in un periodo di intensa ristrutturazione del settore industriale, il factoring ha trovato impulso nella nascita di società *captive*,

¹⁰ Cfr. Mian e Smith (1992), Smith e Schnucker (1994), Summers e Wilson (2000) e Soufani (2001).

¹¹ La disponibilità di informazioni relative al factoring ha subito modifiche nel corso del tempo. Fino al 1993 un'indagine della Banca d'Italia presso un campione di società di factoring consentiva di ottenere dati aggregati sul mercato. A partire dal 1994 una raccolta sistematica di statistiche trimestrali è condotta dalla Banca d'Italia nell'esercizio dell'attività di vigilanza; dal 1997 il dettaglio è cresciuto, comprendendo ampie informazioni sul settore e sull'area geografica della clientela. Si consideri, comunque, che soltanto le società iscritte all'albo di cui all'articolo 107 del Testo unico bancario sono tenute all'invio delle segnalazioni di vigilanza e che pertanto le informazioni sugli operatori di minori dimensioni non sono disponibili. Tuttavia, anche in base alle informazioni raccolte presso alcuni intermediari del settore, il peso di tali società finanziarie sarebbe estremamente contenuto.

riconducibili a grandi gruppi industriali che hanno inteso affidare a una unità specializzata la gestione dei propri rapporti commerciali.

Fig. 2



Fonte: Relazione annuale della Banca d'Italia.

L'elemento peculiare¹³ è rappresentato dal fatto che in prevalenza i crediti ceduti alle *captive* non sono quelli vantati dalle società industriali appartenenti allo stesso gruppo della società di factoring nei confronti dei propri clienti, ma sono quelli dei propri fornitori (cosiddetto factoring indiretto). Gli intermediari finanziari di matrice bancaria, dal canto loro, hanno ampliato da un lato l'offerta dei servizi di factoring, come quello assicurativo (pro soluto) o il cosiddetto *maturity*¹⁴, e dall'altro la clientela potenziale, offrendo i propri prodotti anche alla Pubblica amministrazione.

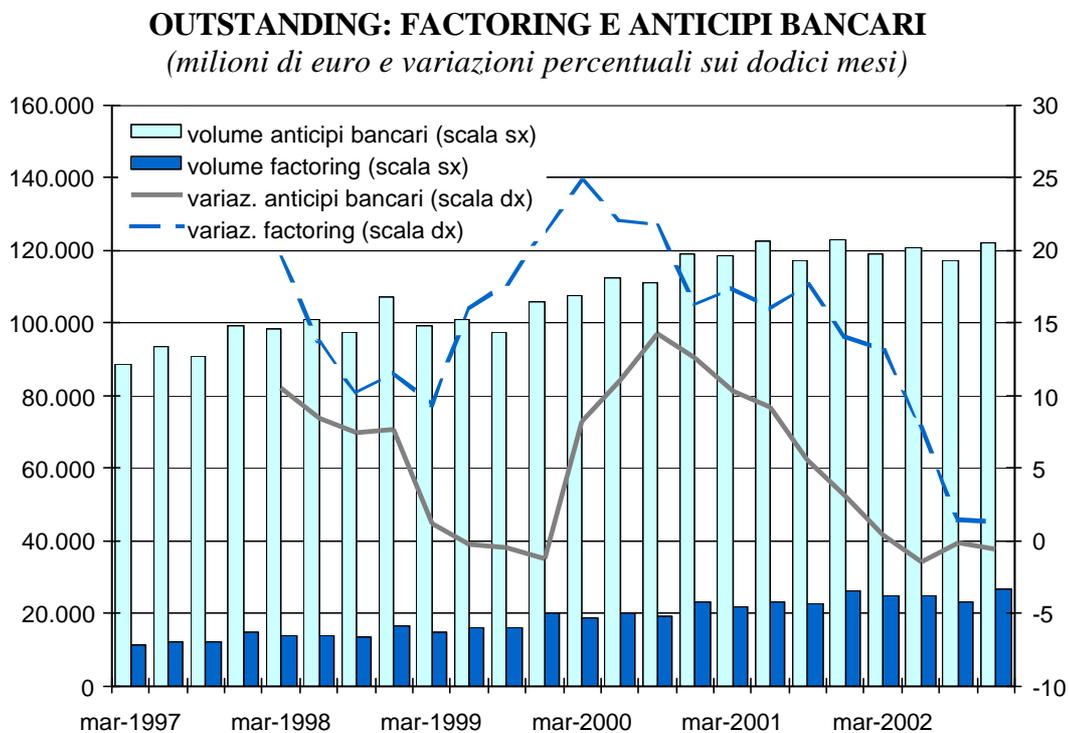
¹² Cfr. Relazione annuale della Banca d'Italia sul 1991.

¹³ World Factoring Yearbook (2002).

¹⁴ Si tratta dell'accredito, pro solvendo o pro soluto, del pagamento del prezzo di acquisto del credito a una data prefissata e certa. Il vantaggio per il cedente consiste nella possibilità di pianificare con maggiore precisione i flussi finanziari.

Nel 1991-92 la crescita del factoring è risultata più modesta (6,4 per cento, in media); nei successivi due anni i volumi sono diminuiti (-5,0 per cento) e la qualità del credito è peggiorata, risentendo della fase ciclica negativa dell'economia¹⁵. Il factoring è tornato a crescere – con l'eccezione del 1996 – nella parte restante del decennio e all'inizio del successivo a un tasso sostenuto (circa il 12 per cento annuo; tav. 3) e superiore a quello del suo tradizionale sostituto, le anticipazioni bancarie (fig. 3). In termini di outstanding, il rapporto tra l'ammontare del factoring e quello delle anticipazioni bancarie è salito dal 13,0 al 22,0 per cento tra il primo trimestre del 1997 e l'ultimo del 2002.

Fig. 3



Fonte: Segnalazioni di vigilanza.

Negli anni più recenti è aumentato il peso della componente assicurativa e di servizio: in termini di outstanding l'incidenza del factoring pro soluto sul totale è passata dal 41,5 per

¹⁵ Su tale andamento ha anche inciso una modifica introdotta dalla legge 21 febbraio 1991, n. 52, nei criteri di rilevazione contabile delle operazioni con contratti anticipati, contabilizzati dalle società di factoring non più integralmente alla stipula, ma in corrispondenza della maturazione delle fatture. Sempre per effetto della legge 21 febbraio 1991, n. 52, a partire dal 1992 è stata ammessa la cessione parziale dei crediti.

cento del 1997 al 53,5 per cento del 2002¹⁶; quella dei crediti anticipati sul totale dei crediti ceduti (che rappresenta il peso della componente finanziaria), salita dal 71,2 per cento del periodo 1984-89 al 76,0 per cento tra il 1990 e il 1994, è scesa nel 2002 al 60,6 per cento.

Le cessioni di tipo pro solvendo, pari nel 2002 al 46,5 per cento dell'*outstanding* totale (tav. 3), sono effettuate per oltre i nove decimi da imprese non finanziarie, con una concentrazione nelle prime tre branche di attività economica (mezzi di trasporto, servizi del commercio, e altri servizi destinabili alla vendita) del 41,2 per cento del totale. I debitori ceduti sono invece rappresentati sia da imprese non finanziarie (66,5 per cento) sia da pubbliche amministrazioni (22,7 per cento).

La tav. 4 evidenzia la diffusione relativa del factoring, misurato come *outstanding*, rispetto alle anticipazioni bancarie nell'ambito di differenti settori e classi dimensionali dei soggetti cedenti: l'indice calcolato è superiore all'unità quando la quota di mercato del factoring è più elevata di quella delle anticipazioni bancarie (inferiore all'unità nel caso opposto). I risultati indicano una maggiore diffusione relativa del factoring in alcuni rami dell'industria (mezzi di trasporto, meccanica ed energia) e dei servizi (comunicazioni e trasporti); alle grandi imprese (quelle con indebitamento bancario superiore a 25 milioni di euro) è imputabile il 57 per cento del volume complessivo del factoring e soltanto il 22 per cento di quello delle anticipazioni bancarie.

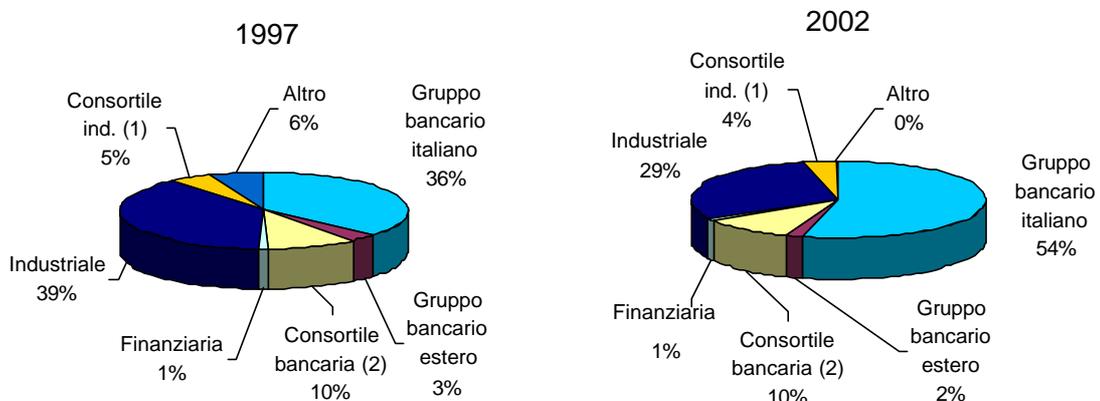
Con riferimento alle società finanziarie iscritte nell'elenco di cui all'art. 107 del Testo unico bancario, nel 1997 il mercato era rappresentato per circa il 49 per cento da factor appartenenti a gruppi bancari italiani o esteri o di proprietà di istituti di credito e per circa il 44 per cento da società di factoring di emanazione industriale (incluse in gruppi o riconducibili a società non finanziarie; fig. 4). Tra il 1997 e il 2002 il numero delle società di factoring è diminuito prevalentemente in seguito alla razionalizzazione dei gruppi bancari (con l'eliminazione di alcune duplicazioni che si erano venute a creare) piuttosto che a seguito di trasformazione di società finanziarie in banche, fenomeno che nel factoring non ha assunto l'importanza rilevata in altri comparti (leasing e credito al consumo). Nello stesso periodo si è assistito a una crescita delle quote di mercato dei factor di matrice bancaria, invertendo la tendenza della prima parte degli anni novanta: nel 2002 il peso di tali soggetti è salito a circa

¹⁶ Considerando il turnover la variazione è più elevata (dal 42,9 al 68,6 per cento).

i due terzi del turnover complessivo; i motivi sono riconducibili da un lato al progressivo disimpegno di alcuni gruppi industriali che hanno posto una maggiore enfasi sul *core business* e dall'altro al formarsi di una maggiore sensibilità da parte del sistema bancario nei confronti dell'offerta di factoring.

Fig. 4

TURNOVER: COMPOSIZIONE PER NATURA PROPRIETARIA DEL FACTOR
(quote percentuali)



Fonte: Segnalazioni di vigilanza. – (1) Di proprietà di imprese industriali senza essere inclusa in un gruppo.
– (2) Di proprietà di intermediari bancari senza essere inclusa in un gruppo.

Alla fine del 2002 il numero di società finanziarie che offrivano servizi di factoring era pari a 45¹⁷, mentre quello delle banche era pari a 15 (con una quota di mercato del 6,0 per cento). Il mercato appare concentrato: i tre maggiori *factor* coprono più della metà del totale; la quota dei primi dieci è pari a circa l'ottanta per cento. Il passivo delle società di factoring, sia di matrice bancaria che industriale, è rappresentato per oltre i quattro quinti da indebitamento nei confronti del sistema bancario, configurando nella sostanza un meccanismo di intermediazione a tre livelli (banche → società di factoring → fornitori → clienti). Il passivo dei factor di emanazione industriale si caratterizza per una maggiore incidenza del

¹⁷ Come già ricordato, si tratta dei soli intermediari iscritti all'albo di cui all'art. 107 del Testo unico bancario.

capitale proprio e per un indebitamento bancario che è incentrato sui prestiti a prorata scadenza anziché sui rapporti di conto corrente.

4. L'ipotesi del fabbisogno finanziario: una verifica empirica

Se il ricorso al factoring è giustificato da considerazioni legate al fabbisogno finanziario, le imprese che vi ricorrono dovrebbero essere caratterizzate da segnali di tensione finanziaria più pronunciati rispetto alle altre. Per sottoporre a verifica questa ipotesi si è fatto ricorso a microdati di impresa ottenuti incrociando le informazioni al 31 dicembre del 2000 della Centrale dei rischi della Banca d'Italia (CR)¹⁸ sull'esposizione finanziaria delle imprese con quelle contabili della base dati Cerved, ponendo una soglia minima di fatturato pari a 1 milione di euro¹⁹. Le caratteristiche del campione utilizzato sono riportate nel paragrafo 4.1; il metodo di stima e i principali risultati sono illustrati nei paragrafi 4.2 e 4.3.

4.1 Le caratteristiche del campione utilizzato

Il numero di imprese che ricorrono a società di factoring presenti contemporaneamente in entrambe le basi dati è risultato pari a 7.947²⁰ (questo aggregato, per brevità, sarà denominato Fact; tav. 5); a queste sono state affiancate 13.864 imprese che nello stesso periodo non hanno effettuato operazioni di factoring (campione di controllo; per brevità Nofact), estratte dall'universo di riferimento mediante un campionamento stratificato basato sull'area geografica, sul settore di attività economica di appartenenza e sul volume di fatturato. Il campione estratto mostra un elevato livello di copertura nonostante l'esclusione delle realtà produttive di minori dimensioni provocato dalla soglia di censimento della CR e dall'esclusione delle società di persone (non comprese negli archivi sui bilanci della

¹⁸ Sulla natura e sulle caratteristiche della Centrale dei rischi, si veda Banca d'Italia (2002).

¹⁹ La soglia di segnalazione presente in CR (pari a 77.469 euro fino al dicembre del 2001 e a 75.000 euro successivamente) potrebbe infatti limitare inferiormente il fatturato delle unità rilevate che ricorrono al factoring. Ipotizzando, ad esempio, una dilazione media di 120 giorni e la cessione di un quarto del fatturato, un'azienda con un volume delle vendite inferiore a 900 mila euro non supererebbe la soglia per la segnalazione in CR.

Cerved): l'*outstanding* totale è di 20,2 miliardi, pari al 72,2 per cento del totale derivante dalle segnalazioni di vigilanza alla stessa data (tav. 6).

La ripartizione in base alla divisione di attività economica di appartenenza del cedente e alla forma di cessione indica una diffusione del factoring maggiore nell'industria in senso stretto e minore nei servizi, nonché una lieve prevalenza della forma pro solvendo. Quest'ultima rappresenta la modalità prevalente di cessione dei crediti commerciali da parte delle imprese più piccole; all'aumentare delle dimensioni il rapporto fra pro solvendo e pro soluto tende a ridursi in misura considerevole (fig. 5); ciò può riflettere da un lato la maggiore diffusione del factoring indiretto tra le imprese più grandi, di norma condotto con la modalità pro soluto, e dall'altro una sensibilità alla gestione del rischio crescente con le dimensioni aziendali.

Dalla tavola 6 emerge che circa un quarto (23,0 per cento)²¹ del factoring è realizzato attraverso società di tipo *captive*, controllate da gruppi di origine industriale. La quota di mercato delle società *captive* supera il 50 per cento nei settori dei mezzi di trasporto e delle "altre industrie manifatturiere", ed è pari al 44,4 per cento nelle attività immobiliari, informatica e ricerca; è invece molto bassa (fra l'8 e il 10 per cento) nei settori del commercio (ingrosso, e auto e moto). La cessione alle società *captive* avviene prevalentemente nella modalità pro soluto: circa i due terzi delle cessioni di crediti a società *captive* si realizzano infatti in tale forma.

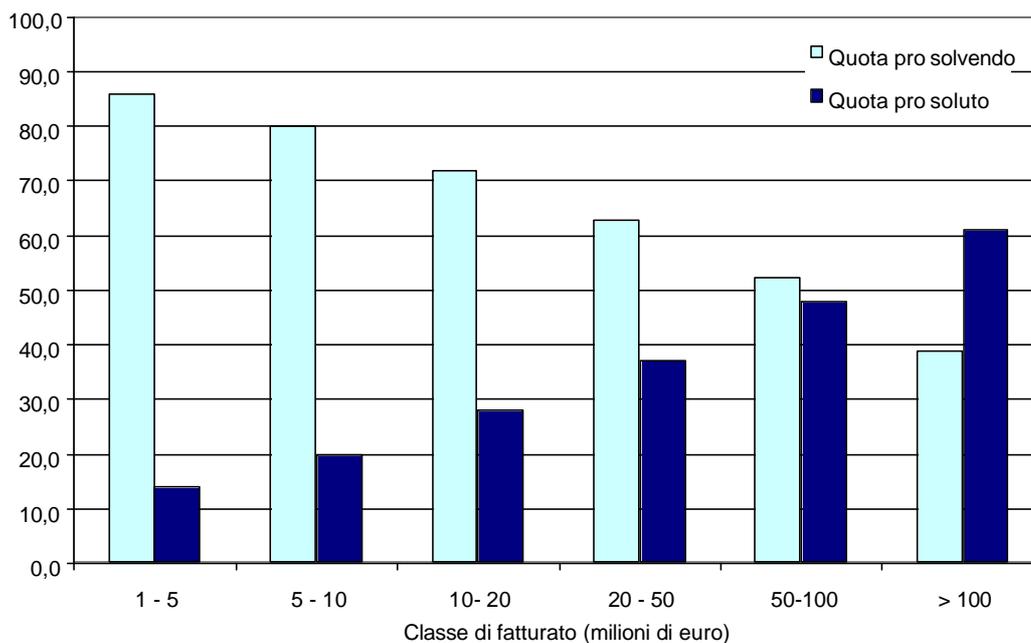
In Italia soltanto un quarto dei crediti ceduti a società *captive* (il 5,7 per cento del totale) proviene da imprese che fanno parte dello stesso gruppo che controlla la società di factoring (tav. 7). Questo risultato sembra essere coerente con un'elevata diffusione nel nostro paese del cosiddetto factoring indiretto, ossia la cessione dei crediti commerciali vantati nei confronti delle imprese del gruppo di appartenenza della *captive*. Dalla ripartizione dimensionale dei cedenti a *captive* emerge infatti che le quote più elevate si concentrano nelle classi di fatturato medio-alte (da 20 a 100 milioni di euro) dove sono maggiormente presenti

²⁰ Si tratta, in linea teorica, dell'universo delle società di capitali segnalate in CR che ricorrono al factoring e che presentano un fatturato superiore a 1 milione di euro.

le imprese fornitrici delle controllanti. Un ulteriore indizio è rappresentato dalla concentrazione delle imprese cedenti a *captive* nei comparti di operatività dei gruppi di controllo di queste ultime (meccanica allargata e servizi di informatica; tav. 6).

Fig. 5

QUOTA DI FACTORING PER TIPO E CLASSE DI FATTURATO
(valori percentuali e milioni di euro)



Fonte: Centrale dei rischi e Cerved.

Per verificare tale ipotesi è stata condotta un'analisi su un sottoinsieme di 3.921 imprese cedute presenti nell'universo CR-Cerved che rappresentano circa i due quinti del factoring facente capo al complesso delle *captive*. Il 40 per cento circa di queste imprese cedute (44 per cento circa in termini di *outstanding*) sono risultate appartenenti al gruppo della *captive* confermando un'ampia diffusione del factoring indiretto (tav. 8).

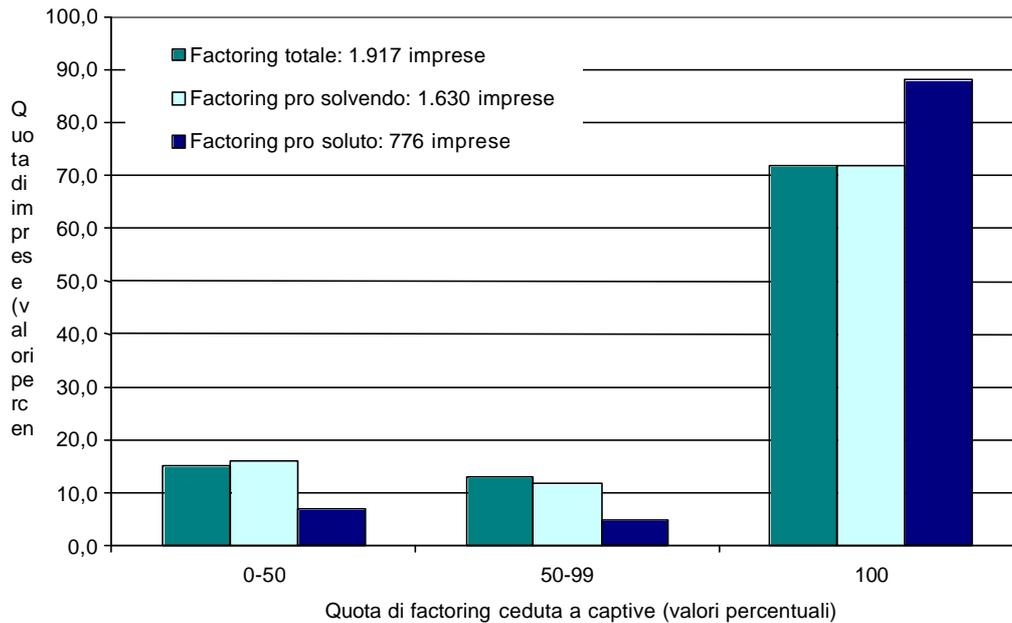
Allo scopo di approfondire la distinzione fra cessioni a factor industriali e finanziari, il campione è stato suddiviso in due sottoinsiemi: il primo composto da quelle imprese che

²¹ Il valore è calcolato in base all'*outstanding* a fine anno e quindi non è perfettamente confrontabile con quello cui si è fatto riferimento nel paragrafo precedente, basato sul turnover. In parte la differenza potrebbe inoltre essere legata alla presenza della soglia di censimento della CR.

hanno ceduto un qualsiasi ammontare di credito commerciale a *captive* (definito Capt per brevità) e il secondo rappresentato invece dalle imprese che non intrattenevano alcun rapporto con tali factor (Nocapt). Rispetto alle Nocapt la ripartizione dell'*outstanding* delle Capt (tav. 9) indica una maggiore concentrazione fra le imprese di maggiori dimensioni nonché volumi medi ceduti superiori in ogni classe dimensionale. Le quote di cessione a *captive*, sia pro solvendo sia pro soluto, raggiungono nelle classi minori valori molto elevati suggerendo un'operatività pressoché esclusiva con tali società. Come mostra la fig. 6, più del 70 per cento delle Capt opera esclusivamente con società *captive*, con un valore massimo dell'88 per cento per quelle che realizzano cessioni pro soluto; la quota ceduta risulta minoritaria soltanto per meno di un quinto delle imprese considerate.

Fig. 6

DISTRIBUZIONE DELLA QUOTA DI FACTORING CEDUTA A CAPTIVE
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi e Cerved. Imprese che ricorrono al factoring con società di matrice industriale (numerosità del campione 1.917 imprese).

4.2 Stima della probabilità di ricorrere al factoring

La valutazione circa la significatività del movente finanziario viene effettuata attraverso la stima di un modello Logit in cui la probabilità di ricorrere a società di factoring è posta in relazione a una serie di variabili esplicative. Questa operazione viene condotta separatamente

per le Capt e le Nocapt, allo scopo di verificare la presenza di motivazioni differenti nella decisione di cedere i propri crediti commerciali.

La tavola 10 fornisce un quadro descrittivo delle principali caratteristiche delle imprese cedenti a un factor rispetto al campione di controllo. Mentre non sembrano esserci differenze di età rilevanti, l'analisi degli indicatori individua nelle imprese che ricorrono al factoring una dimensione nettamente superiore, una maggiore pressione finanziaria e un ritmo di sviluppo del fatturato più elevato. Per l'impresa mediana tali differenze appaiono riconducibili soprattutto alle aziende che operano con factor finanziari, mentre risultano attenuate per quelle che cedono i crediti a società *captive*. Sembrerebbe pertanto che le motivazioni di natura finanziaria siano meno stringenti per le Capt, per le quali prevarrebbero fattori di natura commerciale e di asimmetria nel potere contrattuale rispetto ai loro clienti.

Il modello stimato include tre gruppi di variabili. Il primo è composto da un insieme di indicatori di tensione finanziaria che comprende il leverage, il cash-flow, la liquidità corrente, la quota di credito non autoliquidante²² coperta da garanzie, il grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi²³ e, infine, una dummy che segnala la presenza di sconfinamento su tali linee di credito. Il leverage, il flusso di cassa, la liquidità e la quota di credito garantito sono interpretati nel senso classico cui si fa riferimento in letteratura²⁴, per cui il segno atteso è positivo per la prima e negativo per le altre. I rimanenti indicatori segnalano la presenza di pressione finanziaria relativamente al principale sostituto del factoring quale forma di smobilizzo del credito commerciale; al crescere di tale pressione la

²² Il credito autoliquidante fa riferimento a operazioni di finanziamento caratterizzate da una fonte di rimborso predeterminata. Fra queste figurano: anticipo salvo buon fine, anticipo per crediti ceduti per attività di factoring, anticipo su fatture, anticipo garantito da cessione del credito, prefinanziamento di mutui, sconto di portafoglio commerciale e finanziario indiretto, anticipo all'esportazione.

²³ Ammontare del credito autoliquidante al netto degli anticipi per factoring.

²⁴ La lettura degli indicatori collegati alla tensione finanziaria si presta a una duplice, opposta interpretazione. Tradizionalmente – ed è questa la linea seguita anche nel presente lavoro – un maggior rapporto tra capitale di terzi e mezzi propri è percepito come un fattore di rischio, in base all'argomentazione che un leverage alto implica da un lato una maggiore variabilità del rendimento sul capitale netto, a parità di altre condizioni, e dall'altro difficoltà ad accrescere ulteriormente l'indebitamento e quindi una situazione di potenziale tensione finanziaria. In alternativa, è possibile pensare ai valori osservati del leverage come a situazioni di equilibrio frutto della scelta dell'azienda e dei finanziatori: un leverage basso significa che l'azienda non è ritenuta sufficientemente solida da poter sostenere un indebitamento più elevato e perciò, da questo punto di vista, presenta vincoli finanziari più restrittivi rispetto a quelle con un leverage più elevato; si veda la rassegna riportata in Kaplan-Zingales (1997).

probabilità di ricorrere al factoring dovrebbe quindi aumentare. La bassa correlazione lineare esistente fra coppie di variabili di fabbisogno finanziario (tav. 11) esclude la presenza di un serio problema di collinearità. Nel secondo gruppo è incluso un indicatore di sviluppo (il tasso medio di incremento delle vendite nell'ultimo triennio), nel presupposto che il fabbisogno di factoring sia più elevato per le imprese che realizzano una politica commerciale più aggressiva. Lo smobilizzo del credito commerciale dovrebbe infatti consentire alle imprese, soprattutto quelle con maggiori difficoltà di finanziamento, di concedere dilazioni di pagamento che altrimenti non sarebbero offerte. Il terzo gruppo è costituito da un insieme di variabili di controllo che includono la dimensione dell'impresa, l'età, il numero di intermediari che la finanziano, l'area geografica e il settore di attività economica di appartenenza²⁵. L'inclusione di dummy settoriali ha lo scopo primario di disporre di una *proxy* di tipo organizzativo in mancanza di indicatori rilevabili soltanto attraverso indagini *ad hoc* (caratteristiche del mercato, del prodotto, dei canali distributivi, eccetera).

In sintesi, il modello stimato è il seguente:

$Pr(\text{Factoring}) = F(\text{indicatori di tensione finanziaria; sviluppo; variabili di controllo})$.

Nella tavola 12 sono riportate le stime dei parametri del modello con i relativi standard error. Complessivamente i risultati forniscono evidenza in favore dell'ipotesi di fabbisogno finanziario: le imprese più indebitate, meno liquide e con minore cash flow ricorrono al factoring con maggiore probabilità. L'ipotesi è confermata poi dall'effetto positivo del grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi bancari e della presenza di sconfinamenti. Non trova supporto invece l'ipotesi per cui la disponibilità di minori garanzie aumenti la probabilità di ricorrere al factoring.

I risultati riguardanti i sottogruppi delle Capt e Nocapt confermano l'ipotesi di una diversa importanza dei fattori di natura finanziaria nella scelta di fattorizzare i propri crediti. Per le imprese che operano con *captive* industriali i coefficienti del leverage, del cash flow, della liquidità, del grado di utilizzo del credito accordato e della dummy sconfinamento sono

²⁵ Benché la stratificazione del campione di controllo sia stata effettuata a partire dalle divisioni di attività economica (codice Ateco a due cifre), a causa della scarsa numerosità del campione in alcuni comparti è stato operato un accorpamento che ha portato il numero di dummy settoriali da 28 a 18.

più piccoli in valore assoluto rispetto a quelli delle imprese che non operano con *captive* industriali; inoltre il coefficiente della dummy sconfinamento non è significativo.

Passando all'esame dell'indicatore di sviluppo, i risultati non confermano l'ipotesi di un maggiore ricorso al factoring da parte delle imprese più dinamiche. Per le imprese che operano con factor finanziari la variabile risulta significativa soltanto a un livello del 10 per cento.

Riguardo al terzo gruppo di indicatori, a differenza degli studi condotti su altri paesi (Smith e Schnucker (1994), e Summers e Wilson (2000)), la probabilità di ricorrere al factoring aumenta al crescere delle dimensioni aziendali. Inoltre le imprese più giovani e quelle che operano con più intermediari presentano una maggiore probabilità di cedere i propri crediti commerciali a un factor. Tali relazioni sono significative per entrambi i sottogruppi delle Capt e delle Nocapt. I parametri delle dummy settoriali, non presenti nella tavola, sono risultati statisticamente significativi nella gran parte dei casi suggerendo l'importanza degli aspetti organizzativi, di canale e di prodotto catturati soltanto indirettamente dalle dummy. La probabilità di ricorrere al factoring aumenta in misura significativa per le imprese che producono metalli, mezzi di trasporto e macchine elettriche e per quelle che offrono servizi immobiliari, di informatica e ricerca; diminuisce invece per le imprese del commercio. Nell'ambito degli altri comparti emergono alcune differenze verosimilmente legate alla presenza o meno di *captive*: la dummy settoriale è infatti negativa per le Capt e positiva per le Nocapt nella moda (in entrambi i casi i p-value sono molto bassi); risulta inoltre significativamente positiva soltanto per le Capt che producono apparecchiature meccaniche e per le Nocapt del settore Istruzione, sanità e altro.

Nella tavola 13 sono riportate le stime della probabilità di ricorrere al factoring per diversi livelli di tensione finanziaria²⁶: in caso di assenza di sconfinamenti sulle linee di credito per anticipi, la probabilità per l'impresa mediana è pari al 9,2 per cento (1,8 per le

²⁶ I valori sono stati ottenuti ponendo l'indicatore $\beta_x X_i$, calcolato per l'insieme X delle variabili di tensione finanziaria, al primo, secondo e terzo quartile e lasciando l'indicatore $\beta_y Y_i$, calcolato per l'insieme Y delle variabili rimanenti, al valore mediano.

capt e 7,3 per le nocapt)²⁷. Tale probabilità sale dal 7,1 all'11,4 per cento ipotizzando il passaggio dal primo al terzo quartile del livello di pressione finanziaria, con un incremento molto più elevato per le imprese che operano con società di factoring non industriali. La presenza di sconfinamenti aumenta la probabilità di fattorizzare i crediti in misura crescente rispetto al livello di tensione finanziaria delle imprese: la differenza, pari a 1,6 punti percentuali per l'impresa del primo quartile, sale a 2,3 per quella del terzo quartile.

4.3 *Il ruolo del credito commerciale e del rischio di insolvenza*

Per motivi legati alla disponibilità dei dati, le stime finora presentate non includono fra le variabili esplicative indicatori legati al credito commerciale; a parità di altre condizioni, un maggiore volume e/o una durata delle dilazioni più prolungata dovrebbero riflettersi in una più elevata propensione a fare factoring. Le stime sono state quindi replicate, anche allo scopo di effettuare un test di robustezza dei risultati ottenuti in precedenza, su un sottoinsieme del campione (in seguito, campione ridotto), costituito dalle imprese che accolgono nel proprio bilancio la voce dei crediti verso i clienti²⁸.

Nel passaggio dal campione complessivo al campione ridotto la numerosità diminuisce in misura elevata (da 7.947 a 5.413 imprese); l'*outstanding* cala soltanto di 1,2 miliardi, passando a 19,1 miliardi di euro (69,0 per cento di quello rilevato dalle segnalazioni di vigilanza); la riduzione della numerosità campionaria è infatti concentrata nelle classi dimensionali minori. Come illustrato nella tavola 14, le imprese che ricorrono al factoring cedono complessivamente una quota del portafoglio crediti²⁹ pari al 41,0 per cento, di cui il

²⁷ Le dummy di area e di settore sono state poste pari a zero. Trattandosi di dummy centrate, i valori delle probabilità rappresentano medie territoriali e settoriali.

²⁸ L'art. 2435 bis del codice civile stabilisce che le società con predeterminati requisiti dimensionali in termini di attivo patrimoniale, fatturato e dipendenti possano redigere il bilancio in forma abbreviata evitando di annotare alcune voci specifiche fra cui i debiti e i crediti commerciali. Non essendo disponibile nella base dati Cerved un'indicazione specifica sulla forma del bilancio presentato, sono state selezionate le imprese che avevano indicato un ammontare dei crediti commerciali non nullo alla fine del 2000.

²⁹ Il totale dei crediti commerciali è stato ottenuto sommando alla voce di bilancio il valore nominale delle cessioni per factoring avvenute nella forma pro soluto e segnalate in Centrale dei rischi, presupponendo la presenza nella voce di bilancio sia dei crediti commerciali ceduti pro solvendo a un factor sia degli anticipi bancari.

22,4 per cento per operazioni di factoring e il 18,6 per anticipi bancari³⁰. L'indicatore è nettamente superiore a quello del campione di controllo, pari al 21,5 per cento³¹. La necessità di smobilizzare un'elevata quota di crediti, in particolare tramite il factoring, trova la sua prima motivazione nel più ampio ricorso da parte delle Fact alle vendite con dilazione. L'ammontare di crediti commerciali è pari al 27,1 per cento del totale delle attività, circa sei punti percentuali superiore al campione di controllo. Una seconda motivazione è legata ai tempi delle dilazioni: la differenza fra i giorni concessi alla clientela e quelli ottenuti dai fornitori è positiva per le imprese che ricorrono al factoring (soprattutto quelle che operano con factor industriali) e negativa per le Nofact.

I risultati delle stime sul campione ridotto, riportati nella tavola 15, presentano i segni attesi per le due variabili legate al credito commerciale (un più elevato ammontare e/o una più lunga durata della dilazione concessa alla clientela rispetto a quella ottenuta dai fornitori si riflettono in un maggiore fabbisogno finanziario che, a sua volta, influenza positivamente la probabilità di ricorrere al factoring). Confermano, inoltre, la minore importanza dei fattori di natura finanziaria nella scelta di ricorrere al factoring da parte delle imprese che operano con factor industriali rispetto alle restanti imprese: i coefficienti del leverage, del grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi e della dummy sconfinamento sono inferiori in valore assoluto e presentano una minore significatività per le imprese che ricorrono a società di factoring di tipo *captive* rispetto alle restanti imprese.

Un'ultima considerazione attiene alla relazione fra il livello di tensione finanziaria e il rischio di solvibilità. Si è detto in precedenza che la disciplina giuridica del factoring nell'ambito delle procedure concorsuali può rappresentare un incentivo per il sistema bancario a indirizzare la clientela più rischiosa verso tale forma di finanziamento. La maggiore tensione finanziaria che caratterizza le imprese che ricorrono al factoring potrebbe quindi essere il semplice riflesso di una loro maggiore rischiosità.

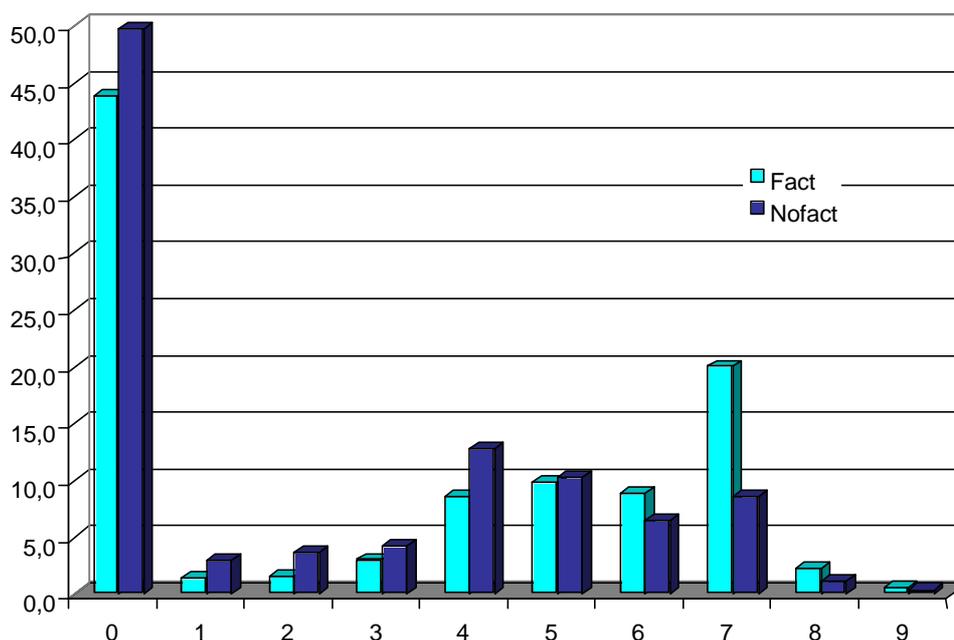
³⁰ La quota ceduta attraverso gli anticipi bancari è stimata attraverso il relativo importo segnalato dalle banche in Centrale dei rischi; il valore risulta tuttavia approssimato per difetto essendo al netto degli interessi pagati agli intermediari.

³¹ Riportando i valori stimati all'universo di riferimento CR-Cerved delle società di capitale italiane con fatturato superiore a un milione di euro, la quota di crediti commerciali complessivamente smobilizzata attraverso gli anticipi bancari è pari al 21,0 per cento mentre quella ceduta per factoring al 6,6 per cento.

Per effettuare questa verifica si è fatto ricorso allo *score* attribuito dalla Centrale dei bilanci (Cebil) alle imprese censite. Esaminando – per le sole imprese del campione appartenenti a questo archivio (40,6 per cento del totale) – la distribuzione nei due gruppi Fact e Nofact, si evidenzia effettivamente una maggiore rischiosità media tra le imprese che ricorrono al factoring (fig. 7).

Fig. 7

DISTRIBUZIONE DELLO SCORE DELLA CENTRALE DEI BILANCI (1)
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei bilanci. – (1) Secondo le informazioni fornite dalla Centrale dei bilanci gli *score* sono così definiti: 0 – rischio nullo, 1 – sicurezza elevata, 2 – sicurezza, 3 – ampia solvibilità, 4 – solvibilità, 5 – vulnerabilità, 6 – vulnerabilità elevata, 7 – rischio, 8 – rischio elevato, 9 – rischio molto elevato.

Le stime condotte in precedenza sul campione complessivo sono state nuovamente replicate limitatamente a tale sottoinsieme, inserendo fra le variabili esplicative lo *score* della Cebil³². I risultati, riportati nella tavola 16, evidenziano che i coefficienti degli indicatori di tensione finanziaria tendono a ridursi lievemente in valore assoluto, ma restano significativi; il coefficiente dello *score* ha il segno atteso ed è significativo, confermando l'ipotesi che un più elevato rischio di solvibilità innalza la probabilità di ricorrere al

³² La bassa correlazione, non superiore a (+/-) 0,25, fra lo *score* e il gruppo di variabili di tensione finanziaria esclude problemi di collinearità.

factoring. Limitando l'analisi alle imprese più rischiose, individuate in quelle con uno *score* compreso fra 5 e 9, la significatività delle variabili di tensione finanziaria tende a ridursi ulteriormente.

In sostanza, i risultati appaiono compatibili con l'interpretazione secondo la quale in presenza di imprese con un basso livello di rischio prevalgono le motivazioni finanziarie nella scelta di ricorrere al factoring mentre nei casi di imprese più rischiose il factoring potrebbe essere favorito dalla disciplina giuridica dell'operazione.

5. Conclusioni

In questo lavoro si è illustrata l'evoluzione del mercato del factoring in Italia, mettendo in luce come il ricorso a tale forma di gestione dei crediti commerciali sia cambiato nel corso del tempo sotto il profilo qualitativo, con una crescita dell'importanza dei contenuti assicurativi e di servizio. Si è inoltre mostrato che in Italia la struttura dell'offerta si caratterizza per la prevalenza delle società finanziarie, che rappresentano circa il 95 per cento del mercato complessivo, due terzi dei quali è controllato da società appartenenti a gruppi bancari, mentre la restante parte è rappresentata da società *captive* di origine industriale. Diversamente da quanto accade in altri paesi, dove tali società gestiscono e finanziano i crediti commerciali della controllante, in Italia esse finanziano in larga misura il flusso di crediti concessi a quest'ultima dai suoi fornitori. La possibilità per il debitore di canalizzare la cessione del credito in favore della propria società di factoring consente di indirizzare i fornitori verso l'alimentazione di un circuito creditizio peculiare. Le ragioni economiche di questo fenomeno risiedono nella possibilità di minimizzare i costi di transazione centralizzando i rapporti non soltanto nei confronti dei clienti ma anche dei fornitori, nonché di realizzare vantaggi commerciali e finanziari derivanti dalla grande dimensione e di limitare la diffusione delle informazioni sulle relazioni finanziarie e commerciali dell'impresa madre.

L'analisi condotta attraverso microdati ha evidenziato come la probabilità di rivolgersi a una società di factoring sia positivamente correlata con indicatori di tensione finanziaria, soprattutto quando la cessione del portafoglio commerciale avviene nei confronti di società di factoring che non rientrano nella sfera di controllo di gruppi industriali; per le aziende che

operano con società *captive* di gruppi industriali, il movente finanziario diviene relativamente più debole.

Le imprese che ricorrono al factoring presentano una maggiore incidenza dei crediti commerciali sull'attivo e una più lunga durata delle dilazioni di pagamento concesse ai clienti. Nel complesso smobilizzano una frazione più elevata del proprio portafoglio commerciale rispetto a quelle che non vi ricorrono; la quota smobilizzata presso intermediari bancari tramite anticipi non differisce invece significativamente tra i due gruppi di imprese. Le ragioni per cui le imprese utilizzano il factoring piuttosto che incrementare la quota di anticipi bancari possono essere riconducibili a fattori sia di domanda, sia di offerta. Dal lato della domanda assume importanza il contenuto di servizio del factoring. Dal lato dell'offerta appaiono rilevanti considerazioni in ordine al contenimento del rischio da parte del sistema bancario, che nei casi di clientela con maggiori problemi di solvibilità può trovare conveniente dirottare il finanziamento verso società di factoring del gruppo di appartenenza, sfruttando i vantaggi offerti dalla disciplina giuridica che impedisce l'azione revocatoria sui crediti ceduti nell'ipotesi di fallimento del cedente.

In conclusione, in materia di factoring l'Italia riflette la peculiarità che la caratterizza nel campo del credito commerciale. Le dimensioni del mercato sono particolarmente ampie e riflettono le esigenze della domanda di smobilizzo proveniente dalle imprese. Per una quota non piccola il mercato ospita inoltre un'altra particolarità, quella di società *captive* che catturano il flusso di crediti concessi alla casa madre dai suoi fornitori, una caratteristica indicativa del tipo di relazioni che possono instaurarsi in un sistema polarizzato fra poche imprese di grandi dimensioni e un ampio tessuto di fornitori di più piccola dimensione.

Appendice - La regolamentazione del factoring in Italia

Il contratto di factoring differisce dalla cessione ordinaria del credito (articoli 1260-1267 del codice civile) poiché si riferisce al trasferimento in blocco di un insieme di posizioni creditorie³³. Il factoring è stato considerato un contratto atipico fino alla sua regolamentazione, avvenuta con la legge 21 febbraio 1991, n. 52³⁴, con la quale è stato definito un regime speciale della cessione di crediti che ricorre qualora (a) il cedente sia un imprenditore, (b) il credito ceduto – esclusivamente di natura pecuniaria – sia stato originato da una transazione commerciale e (c) il cessionario sia una banca oppure un intermediario finanziario la cui ragione sociale preveda esplicitamente lo svolgimento dell'attività di factoring. Nell'intento di favorire la diffusione del factoring il regime speciale presenta una serie di differenze rispetto a quello ordinario in tema di: possibilità di cedere i crediti futuri, opponibilità a terzi, documentazione relativa al credito ceduto, applicazione della normativa fallimentare³⁵. Più di recente, una norma dell'aprile del 2000 ha esplicitamente esteso il ricorso al factoring anche ai crediti vantati nei confronti della Pubblica amministrazione.

La dimensione giuridica dell'attività di factoring in Italia si caratterizza per la diffusione delle clausole che determinano il divieto di cessione del credito. Un ulteriore aspetto riguarda il riconoscimento (accettazione) da parte del debitore ceduto: tale pratica, seppure non necessaria per l'efficacia del contratto ma per la sua opponibilità al debitore – come previsto per la cessione ordinaria – è piuttosto diffusa negli schemi contrattuali così da consentire al factor di spostare maggiormente la valutazione del merito creditizio dal cedente al ceduto, con vantaggi nel caso di debitore ceduto di buona qualità come gli enti pubblici e le aziende USL. Frequentemente le società di factoring intervengono sugli elementi contrattuali della transazione commerciale che genera il credito, così da limitare rischi come quello legato alla contestazione della fornitura. L'elemento di garanzia, riproposto nella letteratura,

³³ Il contenuto giuridico del factoring differisce, inoltre, da quello delle varie forme di anticipazione bancaria (sconto di cambiali, salvo buon fine di ricevute bancarie, anticipi su fatture) le quali non prevedono la cessione dell'obbligazione scaturita dal rapporto commerciale tra venditore e acquirente ma soltanto l'attribuzione di un incarico di riscossione all'azienda di credito associato alla concessione di un finanziamento.

³⁴ Successivamente, la legge 14 luglio 1993, n. 260, ha autorizzato la ratifica della Convenzione di Ottawa del 1988 relativa alla definizione delle operazioni di factoring internazionale.

rappresentato dalla possibilità di rivalsa sui beni oggetto dello scambio costituirebbe nella pratica del factoring in Italia una eventualità di natura meramente teorica.

La disciplina dell'esercizio dell'attività di factoring, già contenuta nella legge 21 febbraio 1991, n. 52, ha trovato sistemazione nella legge bancaria del 1993 (decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385). L'articolo 106 prevede l'istituzione di un elenco generale, tenuto dall'Ufficio italiano dei cambi, nel quale sono iscritti tutti gli intermediari finanziari operanti nei confronti del pubblico, tra cui le società di factoring. Per questi intermediari sono fissati dei requisiti, relativi alla forma legale, all'oggetto sociale, all'ammontare di capitale versato, all'esperienza e all'onorabilità dei soci e degli amministratori. Lo svolgimento non rivolto al pubblico di tali attività finanziarie richiede l'iscrizione in una sezione speciale dell'elenco generale (articolo 113) e il soddisfacimento dei soli requisiti di onorabilità³⁶.

Gli intermediari di maggiori dimensioni, identificati da parametri quantitativi relativi al volume di attività finanziarie e ai mezzi patrimoniali, sono iscritti in un Elenco speciale tenuto dalla Banca d'Italia (articolo 107³⁷). Lo scopo è quello di sottoporre tali intermediari a una vigilanza prudenziale, in considerazione del contributo al rischio sistemico dovuto alle loro dimensioni. La vigilanza si esplica, tra l'altro, nell'emanazione di una normativa in tema di adeguatezza organizzativa, contenimento della concentrazione dei rischi e limitazioni all'assunzione di rischi connessi all'operatività in cambi e derivati non di copertura, nelle visite ispettive presso gli intermediari e nella richiesta di informazioni periodiche.

³⁵ Cfr. Cannata (1991) e Manetti (1992).

³⁶ Per le società di factoring, l'esercizio dell'attività non nei confronti del pubblico si ha quando sia il cedente che il debitore ceduto fanno parte del medesimo gruppo di appartenenza dell'intermediario finanziario.

³⁷ Le soglie per l'inserimento nell'albo di cui all'art. 107 sono state riviste con decreto ministeriale del 13 maggio 1996; ne è scaturita la cancellazione dall'elenco speciale di alcune società di factoring.

Tavole

Tav. 1

FACTORING: TURNOVER PER PAESE (milioni di euro e valori percentuali)

	1997	2001	Crescita media 1997-2001	Quota fact. interno (1)(2)	Quote sul mercato mondiale (2)			Num. di società (2)	Dimensione media (2)(3)
					Factoring interno	Factoring internaz.	Totale		
Europa	264.945	474.175	15,7	92,1	65,0	77,7	65,8	427	1.110
Belgio	4.372	9.000	19,8	83,3	1,1	3,1	1,2	5	1.800
Finlandia	4.648	7.445	12,5	97,0	1,1	0,5	1,0	4	1.861
Francia	36.373	67.800	16,8	94,1	9,5	8,3	9,4	20	3.390
Germania	17.875	29.373	13,2	78,0	3,4	13,4	4,1	16	1.836
Irlanda	3.635	7.813	21,1	98,7	1,1	0,2	1,1	9	868
Italia	67.975	125.000	16,5	96,0	17,9	10,4	17,4	45	2.778
Olanda	17.486	18.800	1,8	70,2	2,0	11,6	2,6	7	2.686
Portogallo	4.234	10.200	24,6	96,6	1,5	0,7	1,4	9	1.133
Spagna	7.501	23.600	33,2	97,0	3,4	1,4	3,3	20	1.180
Svezia	8.099	5.250	-10,3	98,1	0,8	0,2	0,7	10	525
Turchia	3.048	4.100	7,7	73,2	0,4	2,3	0,6	98	42
Regno Unito	78.228	139.840	15,6	94,6	19,7	15,7	19,4	96	1.457
America	74.932	155.066	19,9	96,3	22,2	11,9	21,5	392	396
Brasile	1.859	11.020	56,0	99,8	1,6	0,0	1,5	25	441
Messico	1.923	6.890	37,6	97,1	1,0	0,4	1,0	10	689
U.S.A.	65.389	129.000	18,5	96,9	18,6	8,3	17,9	262	492
Africa	5.147	5.801	3,0	97,6	0,8	0,3	0,8	14	414
Sudafrica	4.979	5.580	2,9	98,6	0,8	0,2	0,8	10	558
Asia	67.516	76.832	3,3	93,8	10,7	9,9	10,7	104	739
Giappone	34.968	61.566	15,2	98,7	9,0	1,7	8,5	20	3.078
Corea del Sud	23.468	85	-75,5	23,5	0,0	0,1	0,0	1	85
Australasia	3.304	8.320	26,0	98,6	1,2	0,2	1,2	28	297
Australia	3.129	7.910	26,1	98,6	1,2	0,2	1,1	20	396
Totale mondiale	415.846	720.194	14,7	93,3	100,0	100,0	100,0	965	746

Fonte: elaborazioni su dati Factors Chain International.

(1) Rapporto tra factoring interno e totale. – (2) Riferito all'anno 2001. – (3) Rapporto tra turnover e numero delle società di factoring.

FACTORING: TURNOVER PER FORMA TECNICA
(milioni di euro e valori percentuali)

	1997	1998	1999	2000	2001	Tasso medio di crescita 1997-2001
Totale factoring interno aderenti FCI	163.114	173.521	225.273	274.628	291.740	15,6
- sconto di fatture	31.516	32.459	40.263	55.787	67.759	21,1
- factoring pro solvendo	33.485	40.514	52.116	58.605	60.925	16,1
- factoring pro soluto	88.657	90.566	116.491	144.208	152.738	14,6
- riscossioni	9.456	9.981	16.402	16.028	10.318	2,2
Totale factoring internazionale aderenti FCI	13.046	13.420	19.347	23.353	25.127	17,8
- factoring all'export	7.807	8.317	12.915	15.906	17.274	22,0
- factoring all'import	5.239	5.103	6.432	7.447	7.853	10,6
Totale aderenti FCI	176.160	186.941	244.620	297.981	316.866	15,8
Factoring interno mondiale	389.037	424.030	539.616	596.729	671.905	14,6
Factoring internazionale mondiale	26.809	26.672	33.392	44.843	48.289	15,8
Totale mondiale	415.846	450.702	573.008	641.572	720.194	14,7
Quota FCI sul factoring interno	41,9	40,9	41,7	46,0	43,4	-
Quota FCI sul factoring internazionale	48,7	50,3	57,9	52,1	52,0	-
Quota FCI sul totale factoring	42,4	41,5	42,7	46,4	44,0	-

Fonte: elaborazioni su dati Factors Chain International.

OUTSTANDING IN ITALIA, PER SETTORE ISTITUZIONALE (1)(2)
(dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)

	Factoring pro solvendo			Factoring pro soluto			Factoring totale		
	1997	2002	Tasso medio di crescita	1997	2002	Tasso medio di crescita	1997	2002	Tasso medio di crescita
Nord Est	5.573	6.538	3,2	3.431	7.010	15,4	9.004	13.548	8,5
Nord Ovest	1.736	2.682	9,1	900	2.305	20,7	2.636	4.987	13,6
Centro	1.997	3.217	10,0	1.692	4.105	19,4	3.689	7.322	14,7
Sud	819	1.520	13,2	714	1.882	21,4	1.533	3.402	17,3
Isole	341	476	6,9	194	523	21,9	535	999	13,3
Non residenti	107	498	36,0	561	1.375	19,6	668	1.873	22,9
Amm. pubbliche	29	70	19,3	934	2.707	23,7	963	2.777	23,6
Società finanziarie	360	440	4,1	85	122	7,4	445	562	4,8
Società non finanziarie	9.906	13.657	6,6	5.853	12.639	16,6	15.759	26.296	10,8
Famiglie e altri	172	266	9,1	58	358	43,7	230	624	22,0
Non residenti	107	498	36,0	561	1.375	19,6	668	1.873	22,9
Factoring totale	10.574	14.931	7,1	7.493	17.201	18,1	18.067	32.132	12,2

Fonte: Segnalazioni di vigilanza.

(1) Al valore nominale. – (2) La classificazione è riferita al debitore cedente per il pro solvendo e al debitore ceduto per il pro soluto.

**OUTSTANDING: QUOTA DI MERCATO DELLE ANTICIPAZIONI
BANCARIE E DEL FACTORING (1)(2)**
(valori percentuali)

	Quota di mercato		Indice (3)
	anticipazioni	factoring	
Prodotti agricoli, silvicoltura, pesca	1,06	0,26	0,25
Industria in senso stretto	62,92	59,09	0,94
Altri prodotti industriali	4,88	1,20	0,25
Carta, stampa, editoria	3,24	1,83	0,56
Macchine agricole e industriali	8,41	6,26	0,74
Macchine per ufficio e simili	1,08	3,08	2,86
Materiali e forniture elettriche	4,73	11,38	2,40
Mezzi di trasporto	1,82	12,92	7,09
Minerali e metalli	3,11	3,34	1,07
Minerali e prodotti non metallici	4,17	0,68	0,16
Prodotti alimentari e del tabacco	4,37	3,34	0,76
Prodotti chimici	3,94	2,33	0,59
Prodotti energetici	0,48	1,49	3,11
Prodotti in gomma e plastica	3,67	2,39	0,65
Prodotti in metallo escluse macchine e mezzi trasporto	8,85	5,63	0,64
Prodotti tessili, calzature, abbigliamento	10,17	3,22	0,32
Costruzioni	5,77	6,30	1,09
Servizi	30,25	34,35	1,14
Alberghi e pubblici esercizi	0,27	0,43	1,62
Altri servizi destinabili alla vendita	5,05	13,16	2,61
Servizi connessi ai trasporti	0,71	0,99	1,38
Servizio del commercio, recuperi, riparazioni	22,47	15,94	0,71
Servizi delle comunicazioni	0,17	1,47	8,86
Trasporti interni	1,43	1,85	1,29
Trasporti marittimi ed aerei	0,15	0,51	3,30
Totale	100,00	100,00	1,00
Da 75.000 a 125.000 euro	2,52	0,51	0,20
Da 125.000 a 250.000 euro	5,03	1,09	0,22
Da 250.000 a 500.000 euro	7,52	2,09	0,28
Da 500.000 a 2.500.000 euro	25,58	10,74	0,42
Da 2.500.000 a 5.000.000 euro	12,51	6,51	0,52
Da 5.000.000 a 25.000.000 euro	25,27	22,05	0,87
Da 25.000.000 a 100.000.000 euro	12,44	25,15	2,02
Oltre 100.000.000 euro	9,13	31,86	3,49
Totale	100,00	100,00	1,00

Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Media dei dati mensili del 2002. – (2) La classificazione è relativa al cedente. – (3) Rapporto tra quota di mercato del factoring e quota di mercato delle anticipazioni bancarie.

COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE PER SETTORE DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)
(unità e valori percentuali)

	FACT		NOFACT	
	Numero di imprese	Peso %	Numero di imprese	Peso %
Agricoltura e pesca	36	0,5	180	1,3
Industria in senso stretto	4.292	54,0	5.978	43,1
Alimentari	333	4,2	518	3,7
Altre manifatture	195	2,5	454	3,3
Carta	248	3,1	368	2,7
Chimici	153	1,9	265	1,9
Coke e petrolio	14	0,2	33	0,2
Conciarie	89	1,1	278	2,0
Elettricità, gas e acqua	5	0,1	66	0,5
Estrazione minerali	13	0,2	72	0,5
Gomma e plastiche	273	3,4	361	2,6
Legno	58	0,7	128	0,9
Macchine elettriche	587	7,4	446	3,2
Macchine e apparecchi meccanici	485	6,1	866	6,2
Metalli	940	11,8	999	7,2
Mezzi di trasporto	258	3,2	160	1,2
Minerali non metalliferi	87	1,1	316	2,3
Tessili e abbigliamento	554	7,0	648	4,7
Costruzioni	806	10,1	1.285	9,3
Servizi	2.487	31,3	6.034	43,5
Alberghi e ristoranti	34	0,4	273	2,0
Attività immobiliari, informatica, ricerca	560	7,0	765	5,5
Commercio auto e moto	226	2,8	698	5,0
Commercio al dettaglio	87	1,1	808	5,8
Commercio all'ingrosso	1.209	15,2	2.785	20,1
Intermediazione monetaria e finanziaria	2	0,0	42	0,3
Trasporti e comunicazioni	369	4,6	663	4,8
Istruzione, sanità e altri servizi pubblici, sociali e personali	316	4,0	381	2,7
Non identificati	10	0,1	6	0,0
Totale	7.947	100,0	13.864	100,0

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved.

(1) Dati riferiti al cedente.

OUTSTANDING PER SETTORE DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)
(milioni di euro)

	Factoring totale		Factoring pro solvendo		Factoring pro soluto	
		di cui: export		di cui: a captive		di cui: a captive
Agricoltura e pesca	37	1	35	11	2	0
Industria in senso stretto	11.343	680	5.147	832	6.196	2.437
Alimentari	885	10	536	100	349	5
Altre manifatture	537	23	190	22	347	274
Carta	480	41	363	50	117	28
Chimici	428	7	183	25	245	15
Coke e petrolio	172	0	146	6	26	1
Conciarie	171	35	110	1	62	0
Elettricità, gas e acqua	8	0	2	0	6	0
Estrazione minerali	6	0	5	0	1	0
Gomma e plastiche	329	16	201	33	128	50
Legno	45	0	33	2	12	1
Macchine elettriche	2.331	49	866	118	1.465	454
Macchine e apparecchi meccanici	1.099	194	605	81	494	175
Metalli	1.829	38	736	205	1.093	345
Mezzi di trasporto	2.185	200	667	130	1.518	1.059
Minerali non metalliferi	160	10	104	2	57	3
Tessili e abbigliamento	678	57	401	57	277	27
Costruzioni	927	14	883	254	43	15
Servizi	6.878	35	3.480	431	3.398	638
Alberghi e ristoranti	65	0	64	2	0	0
Attività immobiliari, informatica, ricerca	1.038	2	572	121	467	339
Commercio auto e moto	1.600	0	618	6	982	129
Commercio al dettaglio	72	0	48	3	24	0
Commercio all'ingrosso	3.203	30	1.668	202	1.535	105
Intermediazione monetaria e finanziaria	3	0	3	0	0	0
Trasporti e comunicazioni	897	3	508	96	389	64
Istruzione, sanità e altri servizi pubblici, sociali e personali	963	23	855	28	108	9
Non identificati	70	0	52	2	19	2
Totale	20.218	753	10.452	1.558	9.766	3.101

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved.

(1) Dati riferiti al 31 dicembre 2000, relativi alle 7.947 imprese cedenti che ricorrono al factoring.

OUTSTANDING PER CLASSE DIMENSIONALE (1)
(unità, milioni di euro e valori percentuali)

	Classe di fatturato del cedente						Totale
	1-5	5-10	10-20	20-50	50-100	>100	
Nr. imprese del campione	3.484	1.553	1.150	905	386	469	7.947
Factoring totale	1.340	1.231	1.681	2.546	2.224	11.197	20.218
Factoring pro solvendo	1.152	984	1.209	1.598	1.161	4.348	10.452
Factoring pro soluto	188	247	472	948	1.062	6.849	9.766
Ammontare medio ceduto	0,39	0,79	1,46	2,81	5,76	23,87	2,54
Quota totale ceduta a captive	19,6	22,9	20,8	26,9	28,5	21,8	23,0
di cui: a captive del gruppo (2)	0,2	0,2	0,2	1,5	3,4	9,2	5,7
Quota pro solvendo ceduta a captive	16,0	18,4	15,5	15,1	15,6	13,4	14,9
di cui: a captive del gruppo (2)	0,2	0,2	0,3	1,8	2,4	2,7	1,7
Quota pro soluto ceduta a captive	41,9	40,9	34,4	46,8	42,6	27,2	31,8
di cui: a captive del gruppo (2)	0,0	0,0	0,0	1,2	4,5	13,3	9,9

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved.

(1) Dati riferiti al 31 dicembre 2000. – (2) Crediti ceduti alla società di factoring facente parte del gruppo industriale dell'impresa cedente.

FACTORING CON SOCIETÀ CAPTIVE: COMPOSIZIONE
(valori percentuali)

	Ceduti appartenenti al gruppo della <i>captive</i>		Ceduti non appartenenti al gruppo della <i>captive</i>	
	Numero	Outstanding	Numero	Outstanding
Cedenti appartenenti al gruppo della <i>captive</i>	0,7	3,3	7,8	22,7
Cedenti non appartenenti al gruppo della <i>captive</i>	40,1	43,9	51,5	30,1

Fonte: elaborazione su dati Centrale dei rischi e Cerved. Campione di 3.921 imprese che hanno rapporti con società di factoring di tipo captive.

CAPT: OUTSTANDING PER CLASSE DI FATTURATO (1)
(unità, milioni di euro e valori percentuali)

	Classe di fatturato del cedente						Totale
	1-5	5-10	10-20	20-50	50-100	>100	
Nr. imprese del campione	743	381	257	262	109	165	1.917
Factoring totale	307	316	431	879	895	4.933	7.749
Ammontare medio ceduto	0,41	0,83	1,68	3,36	8,21	29,9	4,04
Quota totale ceduta a captive	85,8	83,8	80,5	77,0	69,2	48,5	58,8
Quota pro solvendo ceduta a captive	81,7	80,1	76,0	59,5	49,8	33,4	48,5
Quota pro soluto ceduta a captive	97,1	91,3	86,4	91,5	81,9	56,4	65,7
Quota totale ceduta a captive del gruppo	0,9	0,6	0,9	4,4	8,3	20,4	14,5
Quota pro solvendo ceduta a captive del gruppo	1,2	0,9	1,6	6,9	7,8	6,7	5,6
Quota pro soluto ceduta a captive del gruppo	0,0	0,0	0,0	2,3	8,7	27,6	20,6

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved.

(1) Dati riferiti al 31 dicembre 2000.

INDICATORI PATRIMONIALI E FINANZIARI: STATISTICHE DESCRITTIVE
(milioni di euro, valori percentuali e unitari)

	Fact			Nofact
	Capt	Nocapt		
			Media (1)	
Età	14,7	13,5	13,8	13,7
Fatturato	75,5	34,8	44,6	8,4
Crescita annuale delle vendite degli ultimi 3 esercizi (2)	17,2	14,7	15,7	12,2
Leverage (3)	75,5	73,5	74,2	66,7
Numero di finanziatori (esclusi i factor)	7,7	7,1	7,2	4,0
Grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi	56,6	54,7	55,3	48,2
Quota garantita di credito non autoliquidante	28,2	19,4	22,5	26,1
Indice di liquidità corrente	111,1	91,3	98,3	115,4
Cash flow / Totale attivo	8,3	9,6	9,1	9,8
Nr. imprese del campione	1.917	6.030	7.947	13.864
			Mediana	
Età	12,0	11,0	11,0	11,0
Fatturato	7,3	5,8	6,2	2,7
Crescita annuale delle vendite degli ultimi 3 esercizi (2)	11,1	11,6	11,4	9,5
Leverage (3)	89,0	91,0	90,5	86,9
Numero di finanziatori (esclusi i factor)	6,0	6,0	6,0	3,0
Grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi	48,7	58,6	56,2	29,2
Quota garantita di credito non autoliquidante	2,4	2,7	2,6	0,0
Indice di liquidità corrente	104,9	102,7	103,1	108,6
Cash flow / Totale attivo	5,2	4,2	4,4	5,4
Nr. imprese del campione	1.917	6.030	7.947	13.864
			Skewness	
Età	2,5	2,2	2,3	2,3
Fatturato	35,0	39,6	50,0	45,3
Crescita annuale delle vendite degli ultimi 3 esercizi (2)	36,9	76,2	87,3	38,4
Leverage (3)	-0,9	8,2	6,5	-0,3
Numero di finanziatori (esclusi i factor)	3,8	2,4	3,1	2,5
Grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi	1,2	48,7	52,8	78,4
Quota garantita di credito non autoliquidante	43,8	77,6	89,1	81,5
Indice di liquidità corrente	17,9	30,7	27,1	90,5
Cash flow / Totale attivo	-0,6	-24,7	-23,9	-5,7
Nr. imprese del campione	1.917	6.030	7.947	13.864

Fonte: Centrale dei rischi.

(1) La media dei rapporti è ottenuta pesando i valori in base all'incidenza sul totale del denominatore; la media degli altri indicatori è ottenuta come media semplice. – (2) Media geometrica. – (3) Il leverage è calcolato riportando i mezzi di terzi al totale delle fonti.

CORRELAZIONE FRA GLI INDICI DI TENSIONE FINANZIARIA

	Leverage	Liquidità corrente	Cash Flow / Totale Attivo	Grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi	Quota garantita di credito non autoliquidante
Leverage	1,00	-0,51	-0,45	0,23	-0,05
Liquidità corrente	-0,51	1,00	0,25	-0,25	-0,02
Cash Flow / Totale Attivo	-0,45	0,25	1,00	-0,21	0,01
Grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi	0,23	-0,25	-0,21	1,00	0,06
Quota garantita di credito non autoliquidante	-0,05	-0,02	0,01	0,06	1,00

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved. Dati riferiti al 31 dicembre 2000.

PROBABILITÀ DI RICORRERE AL FACTORING: STIMA LOGIT (1)
(valori percentuali e unitari)

	FACT		CAPT		NOCAPT	
	Coeff.	S. Error	Coeff.	S. Error	Coeff.	S. Error
Intercetta	-6,3307***	0,2238	-8,5508***	0,3665	-6,3665***	0,2437
Leverage	0,0151***	0,0014	0,0127***	0,0023	0,0156***	0,0016
Cash flow / Attivo (2)	-0,0159***	0,0029	-0,0158***	0,0049	-0,0177***	0,0032
Liquidità corrente (2)	-0,0026***	0,0005	-0,0020***	0,0008	-0,0029***	0,0005
Grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi (3)	0,0055***	0,0005	0,0018**	0,0009	0,0068***	0,0006
Dummy sconfinamento	0,2134***	0,0657	0,1212	0,1222	0,2132***	0,0690
Quota garantita di credito non autoliquidante	0,0004	0,0004	-0,0012	0,0007	0,0007	0,0004
Crescita annuale delle vendite degli ultimi 3 esercizi	0,0002	0,0001	-0,0002	0,0003	0,0003*	0,0002
Log (Fatturato)	0,4862***	0,0179	0,5875***	0,0285	0,4477***	0,0194
Età	-0,0094***	0,0016	-0,0087***	0,0027	-0,0098***	0,0018
Numero di finanziatori (esclusi i factor) (2)	0,1070***	0,0055	0,0928***	0,0083	0,1128***	0,0059
Nr. osservazioni Y = 1		7.947		1.917		6.030
Nr. osservazioni Y = 0		13.864		13.864		13.864
Pseudo R ²		30,1		31,0		27,8
Gamma		56,3		65,9		55,4
Rapporto di verosimiglianza (p-value)		<0,0001		<0,0001		<0,0001
Percentuale di casi concordanti		78,0		82,6		77,5
Percentuale di casi discordanti		21,8		17,0		22,3

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved.

(1) Il modello stimato include anche 18 dummy settoriali e 4 dummy relative all'area geografica di appartenenza non riportate. I valori mancanti di alcune variabili (età, 2.816 osservazioni; numero di finanziatori, 326; liquidità corrente, 3; tasso di crescita del fatturato, 593; quota garantita di credito non autoliquidante, 60) sono stati ottenuti assegnando il valore medio relativo alla stessa variabile per imprese appartenenti ai medesimi settore di attività economica (codice ateco a 2 cifre), area geografica e categoria dimensionale. – (2) I valori inferiori al primo e superiori al penultimo percentile sono stati sostituiti con quelli, rispettivamente, del 1° e del 99° percentile. – (3) I valori superiori al penultimo percentile sono stati ricalcolati seguendo la procedura di assegnazione dei dati mancanti.

PROBABILITÀ DI RICORRERE AL FACTORING
(valori percentuali)

	Dummy sconfinamento = 0			Dummy sconfinamento = 1		
	I quartile	II quartile	III quartile	I quartile	II quartile	III quartile
Fact	7,1	9,2	11,4	8,7	11,2	13,7
Capt	1,4	1,8	2,1	1,6	2,0	2,4
Nocapt	5,4	7,3	9,3	6,6	8,9	11,3

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved.

CAMPIONE RIDOTTO: SMOBILIZZO DEL CREDITO COMMERCIALE
(valori percentuali e unitari)

	Fact			Nofact
	Capt	Nocapt		
		Media (1)		
Anticipi bancari / Crediti verso clienti (lordi)	15,1	20,9	18,6	21,5
Factoring / Crediti verso clienti (lordi)	22,2	22,6	22,4	0,0
Crediti verso clienti (lordi) / Totale attività (2)	29,7	25,7	27,1	21,3
Crediti verso clienti (netti) / Totale attività (2)	25,7	23,2	24,1	21,3
Giorni credito clienti (lordi) (2)	86,8	91,9	89,8	88,3
Giorni credito fornitori	76,3	88,2	83,4	104,1
Giorni credito clienti (netti) (2)	74,9	82,9	79,6	88,3
Nr. imprese del campione	1.402	4.011	5.413	6.992
		Mediana		
Anticipi bancari / Crediti verso clienti (lordi)	12,7	23,0	19,8	10,7
Factoring / Crediti verso clienti (lordi)	22,0	17,2	18,3	0,0
Crediti verso clienti (lordi) / Totale attività (2)	46,6	42,9	43,7	35,9
Crediti verso clienti (netti) / Totale attività (2)	41,5	40,1	40,6	35,9
Giorni credito clienti (lordi) (2)	145,5	127,2	131,7	101,6
Giorni credito fornitori	133,1	121,1	123,7	111,0
Giorni credito clienti (netti) (2)	133,1	120,8	124,0	101,6
Nr. imprese del campione	1.402	4.011	5.413	6.992
		Skewness		
Anticipi bancari / Crediti verso clienti (lordi)	28,3	42,4	47,5	49,3
Factoring / Crediti verso clienti (lordi)	37,0	50,9	45,9	0,0
Crediti verso clienti (lordi) / Totale attività (2)	0,6	0,7	0,7	0,3
Crediti verso clienti (netti) / Totale attività (2)	0,2	0,3	0,2	0,3
Giorni credito clienti (lordi) (2)	10,1	11,2	11,3	9,1
Giorni credito fornitori	13,3	45,7	52,3	27,9
Giorni credito clienti (netti) (2)	12,1	11,8	12,1	9,1
Nr. imprese del campione	1.402	4.011	5.413	6.992

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved. Dati riferiti al 31 dicembre 2000.

(1) La media dei rapporti è ottenuta pesando i valori in base all'incidenza sul totale del denominatore; la media degli altri indicatori è ottenuta come media semplice. – (2) I valori lordi sono ottenuti dai crediti commerciali iscritti nel bilancio al lordo delle cessioni per factoring nella forma pro soluto; quelli netti sono ottenuti considerando la sola voce di bilancio.

**PROBABILITÀ DI RICORRERE AL FACTORING:
STIMA LOGIT CON I CREDITI COMMERCIALI (1)**
(valori percentuali e unitari)

	FACT		CAPT		NOCAPT	
	Coeff.	S. Error	Coeff.	S. Error	Coeff.	S. Error
Intercetta	-5,9310***	0,2915	-8,3354***	0,4862	-5,9698***	0,3160
Leverage	0,0115***	0,0019	0,0070**	0,0031	0,0125***	0,0021
Cash flow / Attivo (2)	-0,0154***	0,0038	-0,0241***	0,0064	-0,0149***	0,0042
Liquidità corrente (2)	-0,0045***	0,0007	-0,0048***	0,0011	-0,0045***	0,0007
Grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi (3)	0,0055***	0,0007	0,0018	0,0012	0,0067***	0,0008
Dummy sconfinamento	0,2278**	0,0945	0,0981	0,1654	0,2366**	0,0986
Quota garantita di credito non autoliquidante	0,0012**	0,0005	0,0001	0,0009	0,0014**	0,0006
Crescita annuale delle vendite degli ultimi 3 esercizi	0,0003	0,0002	-0,0005	0,0004	0,0004*	0,0002
Crediti comm. (lordi) / Totale attivo (4)	0,0109***	0,0013	0,0187***	0,0023	0,0087***	0,0014
Gg. credito clienti – gg. credito fornitori (4)	0,0041***	0,0004	0,0042***	0,0007	0,0040***	0,0005
Log (Fatturato)	0,4492***	0,0218	0,5507***	0,0345	0,4153***	0,0235
Età	-0,0081***	0,0019	-0,0077**	0,0031	-0,0088***	0,0021
Numero di finanziatori (esclusi i factor) (2)	0,1057***	0,0062	0,0981***	0,0093	0,1097***	0,0067
Nr. osservazioni Y = 1		5.413		1.402		4.011
Nr. osservazioni Y = 0		6.992		6.992		6.992
Pseudo R ²		34,7		38,3		32,1
Gamma		59,9		70,0		58,5
Rapporto di verosimiglianza (p-value)		<0,0001		<0,0001		<0,0001
Percentuale di casi concordanti		79,8		84,8		79,1
Percentuale di casi discordanti		20,0		15,0		20,7

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved.

(1) Il modello stimato include anche 18 dummy settoriali e 4 dummy relative all'area geografica di appartenenza non riportate. I valori mancanti di alcune variabili (età, 1.705 osservazioni; numero di finanziatori, 150; tasso di crescita del fatturato, 281; quota garantita di credito non autoliquidante, 28) sono stati ottenuti assegnando il valore medio relativo alla stessa variabile per imprese appartenenti ai medesimi settore di attività economica (codice ateco a 2 cifre), area geografica e categoria dimensionale. – (2) I valori inferiori al primo e superiori al penultimo percentile sono stati sostituiti con quelli, rispettivamente, del 1° e del 99° percentile. – (3) I valori superiori al penultimo percentile sono stati ricalcolati seguendo la procedura di assegnazione dei dati mancanti. – (4) I valori inferiori al primo e superiori all'ultimo ventile sono stati sostituiti con quelli, rispettivamente, del 5° e del 95° percentile.

**PROBABILITÀ DI RICORRERE AL FACTORING:
STIMA LOGIT CON LO SCORE (1)**
(valori percentuali e unitari)

	Score = 0 - 9		Score = 5 - 9	
	Coeff.	S. Error	Coeff.	S. Error
Intercetta	-5,8797***	0,3633	-7,8359***	0,7804
Leverage	0,0142***	0,0021	0,0077*	0,0046
Cash flow / Attivo (2)	-0,0110**	0,0044	0,0158*	0,0095
Liquidità corrente (2)	-0,0013*	0,0007	-0,0008	0,0016
Grado di utilizzo del credito accordato sugli anticipi (3)	0,0070***	0,0008	0,0086***	0,0014
Dummy sconfinamento	0,2302**	0,1130	0,1306	0,1706
Quota garantita di credito non autoliquidante	0,0005	0,0006	0,0002	0,0010
Score Cebil	0,0233***	0,0088	0,3692***	0,0518
Crescita annuale delle vendite degli ultimi 3 esercizi	-0,0000	0,0003	-0,0007	0,0006
Log (Fatturato)	0,4176***	0,0276	0,4456***	0,0527
Età	-0,0085***	0,0021	-0,0070**	0,0040
Numero di finanziatori (esclusi i factor) (2)	0,1012***	0,0064	0,0889***	0,0109
Nr. osservazioni Y = 1	4.501		1.873	
Nr. osservazioni Y = 0	4.360		1.166	
Pseudo R ²	28,1		25,2	
Gamma	53,6		51,2	
Rapporto di verosimiglianza (p-value)	<0,0001		<0,0001	
Percentuale di casi concordanti	76,6		75,4	
Percentuale di casi discordanti	23,2		24,3	

Fonte: Centrale dei rischi, Cerved e Centrale dei bilanci.

(1) Il modello stimato include anche 18 dummy settoriali e 4 dummy relative all'area geografica di appartenenza non riportate. I valori mancanti di alcune variabili (età, tasso di crescita del fatturato, quota garantita di credito non autoliquidante) sono stati ottenuti assegnando il valore medio relativo alla stessa variabile per imprese appartenenti ai medesimi settore di attività economica (codice ateco a 2 cifre), area geografica e categoria dimensionale. – (2) I valori inferiori al primo e superiori al penultimo percentile sono stati sostituiti con quelli, rispettivamente, del 1° e del 99° percentile. – (3) I valori superiori al penultimo percentile sono stati ricalcolati seguendo la procedura di assegnazione dei dati mancanti.

Bibliografia

- Banca d'Italia (1992), *Relazione annuale sul 1991*, Roma.
- Banca d'Italia (2002), *Relazione annuale sul 2001*, Roma.
- Banca d'Italia (2002), *La Centrale dei rischi nella gestione del credito: esperienze e prospettive*, Roma.
- Bardes, B. (2000), "Délais de Paiement et Solde du Crédit Interentreprises de 1989 à 1998", *Bulletin de la Banque de France*, n. 74, Février.
- Bester, H. (1987), "The Role of Collateral in Credit Markets with Imperfect Information", *European Economic Review*, Vol. 31, No. 4, pp. 887-899.
- Cannari, L., S. Chiri e M. Omiccioli (2002), "Condizioni di credito commerciale e differenziazione della clientela", Banca d'Italia - Temi di discussione, No. 495.
- Cannata, G. (1991), "Nuova cessione dei crediti d'impresa e prospettive di factoring", *Il Risparmio*, Vol. 39, No. 2, pp. 393-402.00
- Caprara, Ugo (1990), "L'economia del credito commerciale o di fornitura e il factoring bancario", *Banche e banchieri*, Vol. 17, No. 3, pp. 159-167.
- Carretta, A. (1996), "Il mercato del factoring e la centralizzazione dei rischi di credito", *Bancaria*, No. 10, pp. 68-73.
- Chan, Y. e G. Kanatas (1985), "Asymmetric Valuations and the Role of Collateral in Loan Agreements", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, No. 1, pp. 84-95.
- Diamond, D.W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol. 51, No. 3, pp. 393-414.
- Factors Chain International (2002), *Annual review 2002*.
- Ferretti, R. e P. Vezzani (1992), "Cost Efficiency and Profitability in Leasing and Factoring – The Italian Case", University College of North Wales, *Research Papers in Banking and Finance*, No. 2.
- Finaldi Russo, P. e L. Leva (2002), "Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie?", Banca d'Italia - Temi di discussione, No. 496.
- Fiordelisi, F. (2000), "Efficienza economica ed equilibri gestionali delle società di factoring italiane", *Banca Impresa Società*, Vol. 19, No. 2, pp. 235-252.
- Jaffee, D.M. e F. Modigliani (1969), "A Theory and Test of Credit Rationing", *The American Economic Review*, Vol. 59, No. 5, pp. 850-872.
- Kaplan, S.M. e L. Zingales (1997), "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints?", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 1, pp. 169-215.
- Manetti, S. (1992), "Aspetti evolutivi del factoring", *Banche e Banchieri*, Vol. 17, No. 2, pp. 691-708.

- Marotta, G. (1992), "L'allocazione del credito commerciale tra le imprese italiane", *Politica Economica*, Vol. 8, No. 3, pp. 245-275.
- Marotta, G. (1997), "Il credito commerciale in Italia: una nota su alcuni aspetti strutturali e sulle implicazioni distributive di politica monetaria", *L'Industria*, Vol. 18, No. 1, pp. 193-210.
- Marotta, G. (2001), "Is Trade Credit More Expensive than Bank Loans? Evidence from Italian Firm-Level Data", *Working paper*, Università di Modena e Reggio Emilia.
- Mian, S.H. e C.W. Smith (1992), "Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 1, pp. 169-200.
- Myers, S. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-175.
- Ng, Chee K., J. Kiholm Smith e R.L. Smith (1999), "Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade", *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 3, pp. 1109-1129.
- Omiccioli, M. (2002), "Il credito commerciale: problemi e teorie", Banca d'Italia - Temi di discussione, No. 494.
- Papadimitriou, D.B., R.K. Phillips e L.R. Wray (1998), "Community-Based Factoring Companies and Small Business Lending", *Working Paper*.
- Petersen, M.A. e R.G. Rajan (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 1, pp. 3-37.
- Petersen, M.A. e R.G. Rajan (1997), "Trade Credit: Theories and Evidence", *The Review of Financial Studies*, Vol. 10, No. 3, pp. 661-691.
- Ruozzi, R. (1994), *Tendenze evolutive del leasing e del factoring nel mercato unico europeo*, Egea, Milano.
- Sabbatini, P. (1988), "Il finanziamento della clientela marginale: il caso del factoring", *Banca Impresa Società*, Vol. 7, No. 1, pp. 137-154.
- Schwartz, R.A. (1974), "An Economic Model of Trade Credit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9, No. 4, pp. 643-657.
- Schwartz, R.A. e D.K. Whitcomb (1979), "The Trade Credit Decision", in J.L. Bicksler, *Handbook of Financial Economics*, North-Holland Publishing Company, Chapter 12.
- Smith, J.K. e C. Schnucker (1994), "An Empirical Examination of Organizational Structure: The Economics of the Factoring Decisions", *Journal of Corporate Finance*, Part. 1, pp. 119-138.
- Sopranzetti, B.J. (1998), "The Economics of Factoring Accounts Receivable", *Journal of Economics and Business*, Vol. 50, pp. 339-359.
- Sopranzetti, B.J. (1999), "Selling Accounts Receivable and the Underinvestment Problem", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 39, pp. 291-301.

- Soufani, K. (2001), "Factoring as a Financing Option: Evidence from the UK", *Working paper*.
- Stiglitz, J.E. e A. Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410.
- Stiglitz, J.E. (1985), "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, No. 2, pp. 133-152.
- Summers, B. e N. Wilson (2000), "Trade Credit Management and the Decision to Use Factoring: An Empirical Study", *Journal of Business & Accounting*, Vol. 27, No. 1-2, pp. 37-68.
- World Factoring Yearbook (2002), BCR Publishing.
- Zorzoli, S. (1993), "Evoluzione strutturale e dinamiche gestionali nel settore del factoring", *Rivista italiana del leasing*, Vol. IX, No. 1, pp. 23-42.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI “TEMI DI DISCUSSIONE” (*)

- N. 492 – *Centralization of wage bargaining and the unemployment rate: revisiting the hump? shape hypothesis*, di L. FORNI (aprile 2004).
- N. 493 – *Endogenous monetary policy with unobserved potential output*, di A. CUKIERMAN e F. LIPPI (aprile 2004).
- N. 494 – *Il credito commerciale: problemi e teorie*, di M. OMICCIOLI (giugno 2004).
- N. 495 – *Condizioni di credito commerciale e differenziazione della clientela*, di L. CANNARI, S. CHIRI e M. OMICCIOLI (giugno 2004).
- N. 496 – *Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie?*, di P. FINALDI RUSSO e L. LEVA (giugno 2004).
- N. 497 – *Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale*, di A. CARMIGNANI (giugno 2004).
- N. 498 – *Does trade credit substitute for bank credit?*, di G. DE BLASIO (giugno 2004).
- N. 499 – *Monetary policy and the transition to rational expectations*, di G. FERRERO (giugno 2004).
- N. 500 – *Turning-point indicators from business surveys: real-time detection for the euro area and its major member countries*, di A. BAFFIGI e A. BASSANETTI (giugno 2004).
- N. 501 – *La ricchezza delle famiglie italiane e americane*, di I. FAIELLA e A. NERI (giugno 2004).
- N. 502 – *Optimal duplication of effort in advocacy systems*, di G. PALUMBO (giugno 2004).
- N. 503 – *Il pilastro privato del sistema previdenziale. Il caso del Regno Unito*, di F. SPADAFORA (giugno 2004).
- N. 504 – *Firm size distribution and employment protection legislation in Italy*, di F. SCHIVARDI e R. TORRINI (giugno 2004).
- N. 505 – *Social mobility and endogenous cycles in redistribution*, di F. ZOLLINO (luglio 2004).
- N. 506 – *Estimating expectations of shocks using option prices*, di A. DI CESARE (luglio 2004).
- N. 507 – *Estimating state price densities by Hermite polynomials: theory and application to the Italian derivatives market*, di P. GUASONI (luglio 2004).
- N. 508 – *The interaction between face-to-face and electronic delivery: the case of the Italian banking industry*, di E. BONACCORSI DI PATTI, G. GOBBI e P. E. MISTRULLI (luglio 2004).
- N. 509 – *Bad loans and entry into local credit markets*, by M. BOFONDI e G. GOBBI (luglio 2004).
- N. 510 – *Does wealth affect consumption? Evidence for Italy*, di M. PAIELLA (luglio 2004).
- N. 511 – *Information variables for monetary policy in a small structural model of the euro area*, di F. LIPPI e S. NERI (luglio 2004).
- N. 512 – *Monetary union with voluntary participation*, di W. FUCHS e F. LIPPI (luglio 2004).
- N. 513 – *Monetary policy and stock prices: theory and evidence*, di S. NERI (luglio 2004).
- N. 514 – *Financial structure and the transmission of monetary shocks: preliminary evidence for the Czech Republic, Hungary and Poland*, di A. ANZUINI e A. LEVY (luglio 2004).
- N. 515 – *The pricing behaviour of Italian firms: new survey evidence on price stickiness*, di S. FABIANI, A. GATTULLI e R. SABBATINI (luglio 2004).
- N. 516 – *Business cycle non-linearities and productivity shocks*, di P. PISELLI (luglio 2004).
- N. 517 – *The modelling of operational risk: experience with the analysis of the data collected by the Basel Committee*, di M. MOSCADELLI (luglio 2004).

(*) I “Temi” possono essere richiesti a:

Banca d’Italia – Servizio Studi – Divisione Biblioteca e pubblicazioni – Via Nazionale, 91 – 00184 Roma (fax 0039 06 47922059). Essi sono disponibili sul sito Internet www.bancaditalia.it.

PUBBLICAZIONE ESTERNA DI LAVORI APPARSI NEI "TEMI"

1999

- L. GUISO e G. PARIGI, *Investment and demand uncertainty*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 114 (1), pp. 185-228, **TD No. 289 (novembre 1996)**.
- A. F. POZZOLO, *Gli effetti della liberalizzazione valutaria sulle transazioni finanziarie dell'Italia con l'estero*, Rivista di Politica Economica, Vol. 89 (3), pp. 45-76, **TD No. 296 (febbraio 1997)**.
- A. CUKIERMAN e F. LIPPI, *Central bank independence, centralization of wage bargaining, inflation and unemployment: theory and evidence*, European Economic Review, Vol. 43 (7), pp. 1395-1434, **TD No. 332 (aprile 1998)**.
- P. CASELLI e R. RINALDI, *La politica fiscale nei paesi dell'Unione europea negli anni novanta*, Studi e note di economia, (1), pp. 71-109, **TD No. 334 (luglio 1998)**.
- A. BRANDOLINI, *The distribution of personal income in post-war Italy: Source description, data quality, and the time pattern of income inequality*, Giornale degli economisti e Annali di economia, Vol. 58 (2), pp. 183-239, **TD No. 350 (aprile 1999)**.
- L. GUISO, A. K. KASHYAP, F. PANETTA e D. TERLIZZESE, *Will a common European monetary policy have asymmetric effects?*, Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, Vol. 23 (4), pp. 56-75, **TD No. 384 (ottobre 2000)**.

2000

- P. ANGELINI, *Are banks risk-averse? Timing of the operations in the interbank market*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 32 (1), pp. 54-73, **TD No. 266 (aprile 1996)**.
- F. DRUDI e R. GIORDANO, *Default Risk and optimal debt management*, Journal of Banking and Finance, Vol. 24 (6), pp. 861-892, **TD No. 278 (settembre 1996)**.
- F. DRUDI e R. GIORDANO, *Wage indexation, employment and inflation*, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 102 (4), pp. 645-668, **TD No. 292 (dicembre 1996)**.
- F. DRUDI e A. PRATI, *Signaling fiscal regime sustainability*, European Economic Review, Vol. 44 (10), pp. 1897-1930, **TD No. 335 (settembre 1998)**.
- F. FORNARI e R. VIOLI, *The probability density function of interest rates implied in the price of options*, in: R. Violi, (ed.), *Mercati dei derivati, controllo monetario e stabilità finanziaria*, Il Mulino, Bologna, **TD No. 339 (ottobre 1998)**.
- D. J. MARCHETTI e G. PARIGI, *Energy consumption, survey data and the prediction of industrial production in Italy*, Journal of Forecasting, Vol. 19 (5), pp. 419-440, **TD No. 342 (dicembre 1998)**.
- A. BAFFIGI, M. PAGNINI e F. QUINTILIANI, *Localismo bancario e distretti industriali: assetto dei mercati del credito e finanziamento degli investimenti*, in: L.F. Signorini (ed.), *Lo sviluppo locale: un'indagine della Banca d'Italia sui distretti industriali*, Donzelli, **TD No. 347 (marzo 1999)**.
- A. SCALIA e V. VACCA, *Does market transparency matter? A case study*, in: *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, Basel, Bank for International Settlements, **TD No. 359 (ottobre 1999)**.
- F. SCHIVARDI, *Rigidità nel mercato del lavoro, disoccupazione e crescita*, Giornale degli economisti e Annali di economia, Vol. 59 (1), pp. 117-143, **TD No. 364 (dicembre 1999)**.
- G. BODO, R. GOLINELLI e G. PARIGI, *Forecasting industrial production in the euro area*, Empirical Economics, Vol. 25 (4), pp. 541-561, **TD No. 370 (marzo 2000)**.
- F. ALTISSIMO, D. J. MARCHETTI e G. P. ONETO, *The Italian business cycle: Coincident and leading indicators and some stylized facts*, Giornale degli economisti e Annali di economia, Vol. 60 (2), pp. 147-220, **TD No. 377 (ottobre 2000)**.
- C. MICHELACCI e P. ZAFFARONI, *(Fractional) Beta convergence*, Journal of Monetary Economics, Vol. 45, pp. 129-153, **TD No. 383 (ottobre 2000)**.

- R. DE BONIS e A. FERRANDO, *The Italian banking structure in the nineties: testing the multimarket contact hypothesis*, Economic Notes, Vol. 29 (2), pp. 215-241, **TD No. 387 (ottobre 2000)**.
- 2001
- M. CARUSO, *Stock prices and money velocity: A multi-country analysis*, Empirical Economics, Vol. 26 (4), pp. 651-72, **TD No. 264 (febbraio 1996)**.
- P. CIPOLLONE e D. J. MARCHETTI, *Bottlenecks and limits to growth: A multisectoral analysis of Italian industry*, Journal of Policy Modeling, Vol. 23 (6), pp. 601-620, **TD No. 314 (agosto 1997)**.
- P. Caselli, *Fiscal consolidations under fixed exchange rates*, European Economic Review, Vol. 45 (3), pp. 425-450, **TD No. 336 (ottobre 1998)**.
- F. ALTISSIMO e G. L. VIOLANTE, *Nonlinear VAR: Some theory and an application to US GNP and unemployment*, Journal of Applied Econometrics, Vol. 16 (4), pp. 461-486, **TD No. 338 (ottobre 1998)**.
- F. NUCCI e A. F. POZZOLO, *Investment and the exchange rate*, European Economic Review, Vol. 45 (2), pp. 259-283, **TD No. 344 (dicembre 1998)**.
- L. GAMBACORTA, *On the institutional design of the European monetary union: Conservatism, stability pact and economic shocks*, Economic Notes, Vol. 30 (1), pp. 109-143, **TD No. 356 (giugno 1999)**.
- P. FINALDI RUSSO e P. ROSSI, *Credit constraints in Italian industrial districts*, Applied Economics, Vol. 33 (11), pp. 1469-1477, **TD No. 360 (dicembre 1999)**.
- A. CUKIERMAN e F. LIPPI, *Labor markets and monetary union: A strategic analysis*, Economic Journal, Vol. 111 (473), pp. 541-565, **TD No. 365 (febbraio 2000)**.
- G. PARIGI e S. SIVIERO, *An investment-function-based measure of capacity utilisation, potential output and utilised capacity in the Bank of Italy's quarterly model*, Economic Modelling, Vol. 18 (4), pp. 525-550, **TD No. 367 (febbraio 2000)**.
- F. BALASSONE e D. MONACELLI, *Emu fiscal rules: Is there a gap?*, in: M. Bordignon and D. Da Empoli (eds.), *Politica fiscale, flessibilità dei mercati e crescita*, Milano, Franco Angeli, **TD No. 375 (luglio 2000)**.
- A. B. ATKINSON e A. BRANDOLINI, *Promise and pitfalls in the use of "secondary" data-sets: Income inequality in OECD countries*, Journal of Economic Literature, Vol. 39 (3), pp. 771-799, **TD No. 379 (ottobre 2000)**.
- D. FOCARELLI e A. F. POZZOLO, *The determinants of cross-border bank shareholdings: An analysis with bank-level data from OECD countries*, Journal of Banking and Finance, Vol. 25 (12), pp. 2305-2337, **TD No. 381 (ottobre 2000)**.
- M. SBRACIA e A. ZAGHINI, *Expectations and information in second generation currency crises models*, Economic Modelling, Vol. 18 (2), pp. 203-222, **TD No. 391 (dicembre 2000)**.
- F. FORNARI e A. MELE, *Recovering the probability density function of asset prices using GARCH as diffusion approximations*, Journal of Empirical Finance, Vol. 8 (1), pp. 83-110, **TD No. 396 (febbraio 2001)**.
- P. CIPOLLONE, *La convergenza dei salari manifatturieri in Europa*, Politica economica, Vol. 17 (1), pp. 97-125, **TD No. 398 (febbraio 2001)**.
- E. BONACCORSI DI PATTI e G. GOBBI, *The changing structure of local credit markets: Are small businesses special?*, Journal of Banking and Finance, Vol. 25 (12), pp. 2209-2237, **TD No. 404 (giugno 2001)**.
- G. MESSINA, *Decentramento fiscale e perequazione regionale. Efficienza e redistribuzione nel nuovo sistema di finanziamento delle regioni a statuto ordinario*, Studi economici, Vol. 56 (73), pp. 131-148, **TD No. 416 (agosto 2001)**.

2002

- R. CESARI e F. PANETTA, *Style, fees and performance of Italian equity funds*, Journal of Banking and Finance, Vol. 26 (1), **TD No. 325 (gennaio 1998)**.
- L. GAMBACORTA, *Asymmetric bank lending channels and ECB monetary policy*, Economic Modelling, Vol. 20 (1), pp. 25-46, **TD No. 340 (ottobre 1998)**.
- C. GIANNINI, *"Enemy of none but a common friend of all"? An international perspective on the lender-of-last-resort function*, Essay in International Finance, Vol. 214, Princeton, N. J., Princeton University Press, **TD No. 341 (dicembre 1998)**.
- A. ZAGHINI, *Fiscal adjustments and economic performing: A comparative study*, Applied Economics, Vol. 33 (5), pp. 613-624, **TD No. 355 (giugno 1999)**.
- F. ALTISSIMO, S. SIVIERO e D. TERLIZZESE, *How deep are the deep parameters?*, Annales d'Economie et de Statistique, (67/68), pp. 207-226, **TD No. 354 (giugno 1999)**.
- F. FORNARI, C. MONTICELLI, M. PERICOLI e M. TIVEGNA, *The impact of news on the exchange rate of the lira and long-term interest rates*, Economic Modelling, Vol. 19 (4), pp. 611-639, **TD No. 358 (ottobre 1999)**.
- D. FOCARELLI, F. PANETTA e C. SALLEO, *Why do banks merge?*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 34 (4), pp. 1047-1066, **TD No. 361 (dicembre 1999)**.
- D. J. MARCHETTI, *Markup and the business cycle: Evidence from Italian manufacturing branches*, Open Economies Review, Vol. 13 (1), pp. 87-103, **TD No. 362 (dicembre 1999)**.
- F. Busetti, *Testing for stochastic trends in series with structural breaks*, Journal of Forecasting, Vol. 21 (2), pp. 81-105, **TD No. 385 (dicembre 2000)**.
- F. LIPPI, *Revisiting the Case for a Populist Central Banker*, European Economic Review, Vol. 46 (3), pp. 601-612, **TD No. 386 (dicembre 2000)**.
- F. PANETTA, *The stability of the relation between the stock market and macroeconomic forces*, Economic Notes, Vol. 31 (3), **TD No. 393 (febbraio 2001)**.
- G. GRANDE e L. VENTURA, *Labor income and risky assets under market incompleteness: Evidence from Italian data*, Journal of Banking and Finance, Vol. 26 (2-3), pp. 597-620, **TD No. 399 (marzo 2001)**.
- A. BRANDOLINI, P. CIPOLLONE e P. SESTITO, *Earnings dispersion, low pay and household poverty in Italy, 1977-1998*, in D. Cohen, T. Piketty and G. Saint-Paul (eds.), *The Economics of Rising Inequalities*, pp. 225-264, Oxford, Oxford University Press, **TD No. 427 (novembre 2001)**.
- L. CANNARI e G. D'ALESSIO, *La distribuzione del reddito e della ricchezza nelle regioni italiane*, Rivista Economica del Mezzogiorno (Trimestrale della SVIMEZ), Vol. XVI (4), pp. 809-847, Il Mulino, **TD No. 482 (giugno 2003)**.

2003

- F. SCHIVARDI, *Reallocation and learning over the business cycle*, European Economic Review, , Vol. 47 (1), pp. 95-111, **TD No. 345 (dicembre 1998)**.
- P. CASELLI, P. PAGANO e F. SCHIVARDI, *Uncertainty and slowdown of capital accumulation in Europe*, Applied Economics, Vol. 35 (1), pp. 79-89, **TD No. 372 (marzo 2000)**.
- P. ANGELINI e N. CETORELLI, *The effect of regulatory reform on competition in the banking industry*, Federal Reserve Bank of Chicago, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 35, pp. 663-684, **TD No. 380 (ottobre 2000)**.
- P. PAGANO e G. FERRAGUTO, *Endogenous growth with intertemporally dependent preferences*, Contribution to Macroeconomics, Vol. 3 (1), pp. 1-38, **TD No. 382 (ottobre 2000)**.
- P. PAGANO e F. SCHIVARDI, *Firm size distribution and growth*, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 105 (2), pp. 255-274, **TD No. 394 (febbraio 2001)**.

- M. PERICOLI e M. SBRACIA, *A Primer on Financial Contagion*, Journal of Economic Surveys, Vol. 17 (4), pp. 571-608, **TD No. 407 (giugno 2001)**.
- M. SBRACIA e A. ZAGHINI, *The role of the banking system in the international transmission of shocks*, World Economy, Vol. 26 (5), pp. 727-754, **TD No. 409 (giugno 2001)**.
- E. GAIOTTI e A. GENERALE, *Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms*, Giornale degli Economisti e Annali di Economia, Vol. 61 (1), pp. 29-59, **TD No. 429 (dicembre 2001)**.
- L. GAMBACORTA, *The Italian banking system and monetary policy transmission: evidence from bank level data*, in: I. Angeloni, A. Kashyap and B. Mojon (eds.), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge, Cambridge University Press, **TD No. 430 (dicembre 2001)**.
- M. EHRMANN, L. GAMBACORTA, J. MARTÍNEZ PAGÉS, P. SEVESTRE e A. WORMS, *Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area*, in: I. Angeloni, A. Kashyap and B. Mojon (eds.), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge, Cambridge University Press, **TD No. 432 (dicembre 2001)**.
- F. SPADAFORA, *Financial crises, moral hazard and the speciality of the international market: further evidence from the pricing of syndicated bank loans to emerging markets*, Emerging Markets Review, Vol. 4 (2), pp. 167-198, **TD No. 438 (marzo 2002)**.
- D. FOCARELLI e F. PANETTA, *Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposits*, American Economic Review, Vol. 93 (4), pp. 1152-1172, **TD No. 448 (luglio 2002)**.
- E. VIVIANO, *Un'analisi critica delle definizioni di disoccupazione e partecipazione in Italia*, Politica Economica, Vol. 19 (1), pp. 161-190, **TD No. 450 (luglio 2002)**.
- F. Busetti e A. M. ROBERT TAYLOR, *Testing against stochastic trend and seasonality in the presence of unattended breaks and unit roots*, Journal of Econometrics, Vol. 117 (1), pp. 21-53, **TD No. 470 (febbraio 2003)**.

2004

- F. LIPPI, *Strategic monetary policy with non-atomistic wage-setters*, Review of Economic Studies, Vol. 70 (4), pp. 909-919, **TD No. 374 (June 2000)**.
- P. CHIADES e L. GAMBACORTA, *The Bernanke and Blinder model in an open economy: The Italian case*, German Economic Review, Vol. 5 (1), pp. 1-34, **TD No. 388 (dicembre 2000)**.
- M. PAIELLA, *Heterogeneity in financial market participation: appraising its implications for the C-CAPM*, Review of Finance, Vol. 8, pp. 1-36, **TD No. 473 (giugno 2003)**.
- E. BONACCORSI DI PATTI e G. DELL'ARICCIA, *Bank competition and firm creation*, Journal of Money Credit and Banking, Vol. 36 (2), pp. 225-251, **TD No. 481 (giugno 2003)**.
- R. GOLINELLI e G. PARIGI, *Consumer sentiment and economic activity: a cross country comparison*, Journal of Business Cycle Measurement and Analysis, Vol. 1 (2), pp. 147-172, **TD No. 484 (settembre 2003)**.

FORTHCOMING

- A. F. POZZOLO, *Research and development regional spillovers, and the localisation of economic activities*, The Manchester School, **TD No. 331 (March 1998)**.
- L. DEDOLA e F. LIPPI, *The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the industry Data of Five OECD Countries*, European Economic Review, **TD No. 389 (dicembre 2000)**.
- M. BUGAMELLI e P. PAGANO, *Barriers to Investment in ICT*, Applied Economics, **TD No. 420 (ottobre 2001)**.
- D. J. MARCHETTI e F. NUCCI, *Price Stickiness and the Contractionary Effects of Technology Shocks*, European Economic Review, **TD No. 392 (febbraio 2001)**.

- G. CORSETTI, M. PERICOLI e M. SBRACIA, *Correlation analysis of financial contagion: what one should know before running a test*, Journal of International Money and Finance, **TD No. 408 (giugno 2001)**.
- D. FOCARELLI, *Bootstrap bias-correction procedure in estimating long-run relationships from dynamic panels, with an application to money demand in the euro area*, Economic Modelling, **TD No. 440 (marzo 2002)**.
- A. BAFFIGI, R. GOLINELLI e G. PARIGI, *Bridge models to forecast the euro area GDP*, International Journal of Forecasting, **TD No. 456 (dicembre 2002)**.
- D. AMEL, C. BARNES, F. PANETTA e C. SALLES, *Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence*, Journal of Banking and Finance, **TD No. 464 (dicembre 2002)**.
- F. CINGANO e F. SCHIVARDI, *Identifying the sources of local productivity growth*, Journal of the European Economic Association, **TD NO. 474 (giugno 2003)**.
- E. BARUCCI, C. IMPENNA e R. RENÒ, *Monetary integration, markets and regulation*, Research in Banking and Finance, **TD NO. 475 (giugno 2003)**.
- G. ARDIZZI, *Cost efficiency in the retail payment networks: first evidence from the Italian credit card system*, Rivista di Politica Economica, **TD NO. 480 (giugno 2003)**.
- L. GAMBACORTA e P. E. MISTRULLI, *Does bank capital affect lending behavior?*, Journal of Financial Intermediation, **TD NO. 486 (settembre 2003)**.