

IL RISPARMIO

RIVISTA DELL' ASSOCIAZIONE
FRA LE CASSE DI RISPARMIO ITALIANE

Diretta da
Nicola Mattoscio

Direttore Responsabile
Stefano Marchettini

Comitato Editoriale
Alberto Carmi, Emmanuele Emanuele,
Adriano Giannola, Giuseppe Guzzetti,
Giuseppe Mussari, Mario Nuzzo,
Antonio Patuelli, Pasquale Lucio Scandizzo

2

Anno LII - n. 2 aprile-giugno 2004 - Pubblicazione trimestrale

REDAZIONE:
Piazza Mattei, 10 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.acri.it

CODICE ISSN 0035-5615

*Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.*

SOMMARIO

RAINER MASERA

Ricerca e sviluppo e finanziamenti pubblici e privati

9

SANDRO AMOROSINO

*La vigilanza del Ministero dell'Economia sugli enti e società
strumentali delle fondazioni bancarie*

29

PAOLO CANINO, STEFANO CIMA, MASSIMO FIORUZZI,
GIOVANNA SEGRE E GILBERTO TURATI

*Il potenziale di crescita delle donazioni private in Italia. Uno scenario
quali-quantitativo delle donazioni degli individui/famiglie*

45

ETTORE ANDREANI, NICHOLAS MURPHY

*Il sistema bancario austriaco (1995-2000):
le Casse di Risparmio come polo di aggregazione?*

113

FRANCESCO VALLASCAS

I fattori esplicativi della struttura finanziaria delle PMI: un'analisi empirica

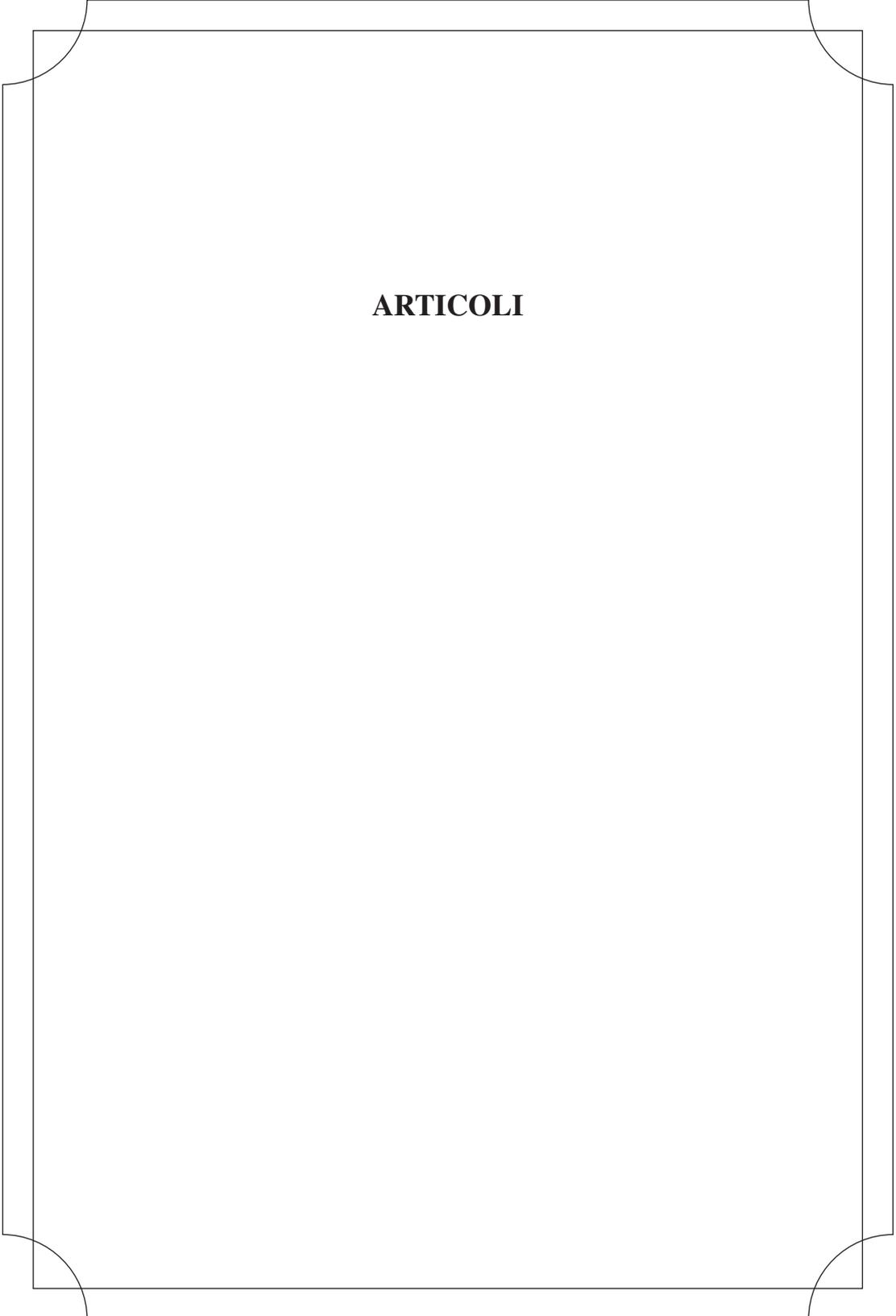
147

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

a cura di

ELISABETTA BOCCIA

199



ARTICOLI

**RICERCA E SVILUPPO E FINANZIAMENTI
PUBBLICI E PRIVATI***

Rainer Masera

*Ex Presidente di San Paolo IMI, attuale Presidente R.F.I.
Rete Ferroviaria Italiana SpA*

* Comunicazione al Convegno “University research business and local development”,
Roma, Luiss, 4 dicembre 2003

The European Council of Barcelona held in March 2002 set the goal of increasing European investments in Research and Development from 1.9% to 3% of the GDP by 2010 while at the same time increasing businesses' contribution to private research from the current figure of 56% to 2/3 of the total. Said strategy based on acknowledgement of the key role scientific and applied research plays in industrial competitiveness, aims to bridge the sizeable gap which currently exists between the EU and the leading countries in the high-tech sectors, i.e. USA and Japan.

1. Le strategie dell'Unione Europea per la R&S^{1,2}

Il Consiglio Europeo di Barcellona del marzo 2002 ha fissato l'obiettivo di incrementare il livello degli investimenti europei in R&S dal 1,9%³ al 3% del PIL entro il 2010, portando contestualmente il contributo della ricerca privata, ossia delle imprese, dall'attuale 56% ai 2/3 del totale.

Tale strategia, partendo dal riconoscimento del ruolo centrale della Ricerca scientifica ed applicata ai fini della competitività industriale, punta a colmare il notevole divario attualmente esistente fra la UE e i Paesi leader nei comparti ad alta tecnologia: gli USA e il Giappone.

Se si raffrontano le spese per R&S nella UE e negli Stati Uniti, si rileva un ritardo crescente dell'Europa, sia in termini assoluti e sia in termini di intensità percentuale rispetto al PIL. In termini assoluti il divario ha raggiunto i 124 miliardi di nel 2000, mentre in termini percentuali l'intensità di R&S della UE si è attestata, come detto, attorno all'1,9% del PIL, mentre in USA è aumentata costantemente, passando dal 2,4% del 1994 al 2,7 del 2000.

La quota prevalente (80%) di tale divario è imputabile ai minori

1) Cfr. Comunicazione della Commissione "Più ricerca per l'Europa" – Obiettivo: 3% del PIL, Bruxelles 11 settembre 2002, COM (2002) 499

2) Cfr. Commission of the European Communities, "Investing in research: an action plan for Europe", Bruxelles, 4 giugno 2003, COM (2003) 226

3) Intensità degli investimenti in R&S nel 2000.

investimenti da parte delle imprese: per questo motivo il Consiglio Europeo di Barcellona ha invitato il settore privato ad incrementare il proprio apporto fino a raggiungere i 2/3 del totale (come si verifica, appunto, negli Stati Uniti). D'altra parte va sottolineato che il governo statunitense destina almeno 1/3 dei finanziamenti stanziati per la R&S, a sostegno delle attività di ricerca delle imprese; nella UE, invece, i finanziamenti pubblici per la ricerca destinati alle imprese sono il 16% del totale.

Nel raffronto col Giappone il ritardo della UE appare ancora più rilevante. Il Giappone infatti investe in R&S il 3% del PIL; inoltre il settore delle imprese contribuisce al 72% delle spese di R&S, contro il 56% della UE e il 67% degli USA.

A fronte delle indicazioni del Consiglio Europeo di Barcellona, la Commissione Europea ha varato un piano d'azione volto a colmare il divario della UE rispetto a USA e Giappone, con l'obiettivo di fare dell'economia europea, entro il 2010, "l'economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo", come auspicato già nel 2000 dal Consiglio Europeo di Lisbona. Tale piano è articolato su una serie di iniziative sinergiche volte a potenziare la competitività dell'Unione attraverso quattro principali azioni:

- creazione di "piattaforme tecnologiche europee";
- miglioramento dell'efficacia del sostegno pubblico alla ricerca e all'innovazione, in particolare nel campo delle risorse umane e della ricerca di base;
- aumento dei finanziamenti pubblici per la R&S;
- miglioramento delle "condizioni quadro" che incidono sullo sviluppo della ricerca e dell'innovazione (tutela brevettale, regolamentazione dei mercati, norme sulla concorrenza, condizioni fiscali, ecc.).

A conferma dell'importanza attribuita a livello comunitario agli investimenti in R&S, recentemente, nell'ambito del "consiglio competitività" tenutosi a Bruxelles a fine novembre sotto la presidenza del Ministro Letizia Moratti, è stata definita la cosiddetta "quick short list", ossia la lista degli investimenti da varare prioritariamente nell'ambito della UE, che comprende anche interventi in 10 aree di ricerca. Gli investimenti preventivati per la ricerca ammontano a 10 miliardi di (da attivare con il cofinanziamento della BEI) e riguar-

deranno progetti transnazionali in settori strategici quali le telecomunicazioni a larga banda, i laser di nuova generazione, la nanoelettronica, le comunicazioni mobili, ecc.. Come ha sottolineato il Ministro Moratti⁴, l'aspetto più rilevante della determinazione del "consiglio competitività" (che sarà presentata all'approvazione del Consiglio dei capi di Stato e di Governo del prossimo 12 dicembre) è che nella "quick short list" gli investimenti in ricerca abbiano trovato posto accanto a quelli per infrastrutture: in tal modo, infatti, è stato affermato il principio di considerare la ricerca "non più come spesa, ma come investimento nello sviluppo dell'Europa".

2. La situazione italiana

La spesa per R&S in Italia è andata progressivamente calando nell'ultimo decennio fino ad assestarsi sull'attuale 1,04% del PIL, con un contributo del settore privato (0,45% del PIL) addirittura inferiore a quello pubblico.

Corrispondentemente si è andata riducendo la capacità competitiva nazionale nei principali settori a elevato contenuto tecnologico (Informatica, Telecomunicazioni, Difesa, Auto), che richiedono una costante ed elevata intensità di impegno in R&S.

Le ragioni di tale arretramento sono molteplici e riflettono difficoltà strutturali e competitive del "sistema Italia", sia nel campo della ricerca industriale sia in quello della ricerca pubblica.

In un gioco reciproco di cause e effetti avverso, la difficoltà competitiva delle imprese italiane nel mercato globale, con la moneta unica e con l'euro forte⁵, ha ridotto il volume di risorse interne destinate alla ricerca; i vincoli del patto di stabilità e gli andamenti macroeconomici negativi hanno fatto diminuire la disponibilità di risorse pubbliche.

Analizzando più da vicino la situazione dei players nazionali attivi nella R&S risulta, in particolare, quanto segue:

4) Intervista al "Corriere della Sera" del 28 novembre 2003.

5) Cfr. Antonio Fazio, Considerazioni Finali, 31 maggio 2003, "La competitività", pp.15-17. Si confronti altresì la tabella di cui all'Appendice 1 del presente test.

a. il settore privato

Nel settore privato, la riduzione dell'impegno in R&S in Italia ha risentito innanzitutto dell'onda lunga connessa alle difficoltà delle **grandi imprese** (GI), segnatamente nei settori hi-tech, che ha determinato il drastico ridimensionamento e, in qualche caso, la scomparsa di importanti laboratori e competenze. Si pensi ad esempio, alla uscita della Olivetti dal settore informatico, alla rinuncia di Italtel a competere nel settore delle centrali per telecomunicazioni, al ridimensionamento degli importanti laboratori ex Telettra, ora Alcatel Italia, Alenia, ora Alenia Marconi System e Farmitalia, ora Farmacia Upjhon, che hanno dovuto rinunciare ad una parte rilevante del loro campo d'azione, a seguito del ridisegno delle rispettive missioni nell'ambito dei gruppi multinazionali che ne hanno acquisito il controllo. In un periodo più recente, le stesse difficoltà del Gruppo FIAT sono in parte connesse al volume relativamente ridotto di risorse investite in ricerca e sviluppo, rispetto ai principali concorrenti.

Per quanto riguarda le **piccole e medie imprese** (PMI) va detto che esse, spesso costrette ad investire in R&S per l'impossibilità di competere sui mercati con la sola leva dei costi (per la concorrenza dei paesi in via di sviluppo asiatici e dell'est europeo), lo hanno però fatto sempre con cautela e puntando essenzialmente alla innovazione di processo, volta a ripristinare la competitività dei propri costi, più che alla innovazione di prodotto, più rischiosa ma anche tecnologicamente più ambiziosa. Infatti le PMI, molto sensibili al contenimento dei costi e al risultato economico di breve periodo, sono istintivamente poco propense ad avviare investimenti di medio termine in R&S, il cui ritorno economico si presenta affetto da aleatorietà e differito nel tempo; tanto più che tali investimenti appesantiscono la struttura di costi fissi, dato che tuttora in Italia è ancora decisamente carente una offerta di servizi di ricerca fruibile industrialmente, da parte ad esempio di Università o Enti Pubblici di Ricerca, che consenta alle PMI di intraprendere i primi investimenti in innovazione senza dotarsi di un proprio laboratorio.

b. il settore pubblico

Per quanto riguarda poi il settore della ricerca pubblica (Università ed Enti Pubblici di Ricerca), esso si è caratterizzato per un approccio

alla ricerca di tipo accademico, più finalizzato alla pubblicazione scientifica che a mettere le proprie risorse al servizio anche del sistema industriale. Il risultato di tale situazione è che, salvo talune eccezioni, di norma le strutture pubbliche di ricerca non hanno dato luogo a rilevanti ricadute tecnologiche sul sistema industriale. Indicativo, a questo riguardo, è quanto sottolineato da Giorgio Squinzi⁶, vicepresidente di Confindustria per l'innovazione e lo sviluppo tecnologico, il quale lamenta la inadeguata disponibilità nella ricerca pubblica di risorse di alta qualità, disponibili alla collaborazione con le imprese, e auspica nuovi criteri di *governance* che formino università ed enti di ricerca pubblici a pianificare strategicamente l'attività di trasferimento tecnologico alle imprese.

La scarsa propensione della ricerca pubblica ad ampliare la propria attività verso la fornitura di servizi di R&S alle imprese ha determinato la inevitabile riduzione dell'impegno in ricerca di tali Enti, non appena i fondi statali a sostegno delle loro attività sono stati ridimensionati, con la conseguente ulteriore contrazione della spesa nazionale in R&S.

In definitiva, la scomparsa o il ridimensionamento di grandi laboratori privati e la persistente incapacità dei laboratori pubblici di associare le proprie risorse a quelle delle imprese, per poter affrontare sfide tecnologicamente ambiziose, hanno determinato l'indebolimento della capacità nazionale di competere nei settori più avanzati tecnologicamente, per la difficoltà di impegnare su di essi la massa critica di risorse necessaria per eccellere.

3. Le opportunità di business in Italia connesse al piano d'azione sulla Ricerca

L'incremento dell'investimento UE in R&S fino al traguardo del 3% del PIL ipotizza un sensibile incremento dell'apporto della ricerca facente capo alle imprese. Tale obiettivo appare estremamente impe-

6) Cfr. articolo di G.Squinzi "Le imprese rispondono all'appello" pubblicato su "Il Sole-24 Ore" del 2 dicembre 2003.

gnativo, soprattutto in un contesto industriale, quale quello italiano, caratterizzato da una decisa prevalenza di PMI e dalla crisi della grande impresa di cui si è detto.

D'altra parte l'investimento in R&S rappresenta un imprescindibile vincolo di competitività per le grandi imprese italiane, che nei settori hi-tech potranno fronteggiare la concorrenza estera e, in particolare, quella delle imprese statunitensi e giapponesi, solo destinando alla R&S risorse equivalenti a quelle dei competitors. Mentre, per quanto riguarda le PMI, l'impegno in R&S va configurandosi sempre più come un *must* per la sopravvivenza, in quanto si dimostra sempre più impari la competizione con le imprese dei paesi asiatici o dell'est europeo nei settori "maturi" o a basso contenuto tecnologico, per i quali sono decisivi il basso costo del lavoro e la debolezza della valuta.

Le circostanze sopra indicate evidenziano la sussistenza di presupposti "di mercato" affinché l'investimento in R&S delle imprese italiane cresca e diventi, inoltre, sistematico per un numero sempre più ampio di PMI. Tuttavia un suo sviluppo nelle dimensioni auspiccate dal piano d'azione UE o, comunque, una sua significativa ripresa rimangono legati:

- alla capacità di impegnare adeguate risorse sulle tecnologie a più ampie prospettive di sviluppo, assicurando idoneo sostegno alle grandi imprese (in parte rilevante facenti capo a multinazionali estere), in grado di riportare la struttura della ricerca privata alle dimensioni adeguate per una sfida competitiva con i grandi concorrenti esteri;
- alla capacità delle strutture di ricerca pubblica di offrire alle imprese servizi di R&S fruibili, sì che, come si verifica in altri paesi, gli *assets* pubblici di ricerca siano una risorsa a disposizione anche del sistema produttivo, con benefici sulla competitività tecnologica dell'intero sistema paese;
- ad un impegno deciso delle PMI nella innovazione di prodotto;
- alla capacità di promuovere iniziative di Università, Centri di Ricerca (pubblici e privati) e imprese, allo scopo di realizzare la massa critica di risorse necessaria per conseguire risultati competitivi in settori tecnologici di punta.

Quelle indicate rappresentano altrettante sfide per il sistema Italia, il cui successo richiederà anche il concorso decisivo dello Stato, per assicurare adeguate agevolazioni pubbliche agli investimenti in R&S, oltre che quello del sistema finanziario, per sostenere i maggiori impegni di imprese e strutture pubbliche di ricerca.

Tali sfide, peraltro, costituiscono altrettante opportunità di business in cui la Ricerca in qualche modo “si fa industria”, diventando il motore di iniziative industriali.

Infatti l’auspicato e, in qualche modo obbligato, riallineamento degli investimenti di R&S italiani a quelli dei sistemi industriali più evoluti comporterà non solo una maggiore competitività sui mercati delle imprese italiane, ma potrebbe consentire una crescente autonomia economica delle strutture di ricerca pubbliche, che dalla collaborazione con le imprese otterrebbero benefici sia in termini di proventi, in grado di supportare anche ambiziosi programmi di ricerca di base, sia in termini di cultura industriale, da mettere al servizio di iniziative di spin off. Infine le iniziative di networking di risorse di ricerca pubbliche e private consentirebbero alle imprese italiane di affrontare sfide tecnologiche molto più ambiziose di quelle fronteggiabili con le sole proprie forze, incrementandone sensibilmente la capacità competitiva. In proposito vanno seguite con attenzione le recenti iniziative volte alla costituzione di “distretti tecnologici” destinati a rafforzare settori tecnologicamente competitivi, quali il distretto “Torino Wireless” per l’ICT (Information and Communication Technology), il distretto veneto per le nanotecnologie e quello campano per l’ingegneria dei materiali polimerici e compositi.

I distretti tecnologici, promossi dall’azione concertata di Pubblica Amministrazione (locale e centrale), Imprese, Fondazioni ed Istituzioni Finanziarie, nascono con l’obiettivo di creare in numerose aree del Paese poli per la ricerca e l’innovazione, specializzati per settore tecnologico, aventi l’ambizione di diventare *focus point* di eccellenza anche a livello internazionale. In particolare il distretto tecnologico si propone di creare un circolo virtuoso fra strutture di ricerca, imprese e finanziamenti pubblici e privati, capace di sviluppare una ricerca competitiva in grado di determinare forti ricadute di innovazione sul tessuto imprenditoriale del territorio. Si tratta di iniziative in fase di avvio,

la cui efficacia andrà valutata alla luce della operatività concreta. I distretti tecnologici puntano a riprodurre nel campo dell'innovazione tecnologica i vantaggi, della contiguità spaziale e dei rapporti reticolari, già sperimentati con successo nei distretti industriali. La variabile nuova, in questo caso, è costituita dalla prevista cooperazione di imprese e strutture pubbliche di ricerca. Si tratta di una sfida difficile, soprattutto per le strutture pubbliche che sono chiamate a dimostrare concretamente la capacità di fornire servizi di R&S per le imprese. Una risposta positiva a tale sfida potrà costituire un notevole vantaggio competitivo anzitutto per le PMI presenti nell'area geografica del distretto, che potranno investire più agevolmente in R&S, affidando in *outsourcing* una parte delle attività alle strutture di ricerca presenti, senza doversi caricare di costi fissi troppo onerosi; inoltre il distretto tecnologico dovrebbe permettere di varare progetti di ricerca anche molto ambiziosi, consentendo di assiemare la massa critica di risorse necessarie, prerogativa, quest'ultima, finora alla portata unicamente delle grandi imprese.

Le banche "esperte" di distretto sapranno valutare e utilizzare il miglioramento del *credit rating* di imprese che sfruttino appieno le "sinergie di distretto".

4. Finanziamenti pubblici alla R&S

Gli investimenti in R&S, come noto, presentano un grado di rischio molto elevato, legato alle incognite sempre connaturate all'uso di nuove tecnologie, alla variabilità dell'offerta, che nel settore hi-tech è in continua evoluzione, alla incerta reazione della domanda, di cui non sempre è facile prevedere le reazioni nei confronti di prodotti nuovi. Ai fini del contenimento del rischio per le imprese, diventa essenziale la disponibilità di incentivi pubblici che riducano la quota dell'impegno finanziario a carico dei privati. Non a caso, proprio la Commissione Europea, nel citato piano d'azione per portare gli investimenti in R&S al 3% del PIL, da un lato auspica un aumento e miglioramento di efficacia del sostegno pubblico alla ricerca, soprattutto allo scopo di "attrarre investimenti privati"; dall'altro sottolinea la necessità di "riorientare la spesa pubblica verso investimenti maggiormente produttivi, in

particolare a sostegno della ricerca e dell'innovazione”.

I principali strumenti di incentivazione a disposizione delle imprese italiane utilizzano fondi che fanno capo al Ministero dell'Istruzione, Università e Ricerca (MIUR) e al Ministero delle Attività Produttive (MAP). Ulteriori sovvenzioni sono disponibili su Fondi comunitari.

4.a Incentivi nazionali

Il MIUR concede agevolazioni, sotto forma di finanziamenti agevolati e contributi a fondo perduto, a valere sul Fondo Agevolazioni alla Ricerca (FAR); di tali agevolazioni possono beneficiare:

- progetti con prevalente contenuto di Ricerca Industriale;
- progetti di formazione di ricercatori;
- iniziative di spin off, promosse da personale universitario o dipendente da enti Pubblici di Ricerca, incentrate su ricerche particolarmente innovative.

Il MAP concede agevolazioni, sempre sotto forma di finanziamenti agevolati e contributi a fondo perduto, a valere sul Fondo per l'Innovazione Tecnologica (FIT). Tali agevolazioni sono destinate ad incentivare progetti con prevalente contenuto di Sviluppo Precompetitivo, ossia più prossimi alla finalizzazione industriale di quelli agevolati con il FAR.

I due Fondi FAR e FIT sono importanti strumenti a sostegno degli investimenti in R&S delle imprese italiane, cui queste ultime hanno fatto largamente ricorso, nel recente passato, traendone notevoli benefici.

Entrambi gli strumenti attualmente soffrono di una grave carenza di fondi, che ne ha limitato notevolmente l'operatività. In particolare quella del FAR è al momento circoscritta alle sole aree depresse del Mezzogiorno, mentre quella del FIT è limitata al solo strumento dei “bandi”, che destinano agevolazioni esclusivamente ad alcune aree geografiche (bandi territoriali) o ad alcuni settori tecnologici (bandi tematici) e intervengono sui progetti presentati, fino ad esaurimento dei fondi stanziati per lo specifico bando, sulla base di una graduatoria costruita attraverso le risultanze istruttorie. Risulta invece chiuso lo

“sportello” per nuove domande di agevolazione presentate su iniziativa autonoma delle imprese. Nel frattempo l’attività deliberativa di nuovi incentivi è stata rallentata, mentre, prima di giungere alla drastica decisione di interrompere la ricezione di nuove domande, sia il MIUR che il MAP hanno sospeso anche le istruttorie sulle domande già pervenute. La situazione determinatasi è rappresentata con incisività da Giorgio Squinzi⁷ il quale denuncia come “da circa tre anni un’impresa del Centro Nord non riceva alcun supporto per le proprie attività di ricerca” e che, al momento, le richieste di finanziamento in attesa di valutazione da parte dei due Ministeri ammontano a oltre 5 miliardi di .

La finanziaria 2004, a seguito del perdurare di vincoli stringenti sul contenimento della spesa pubblica, non prevede l’auspicato stanziamento di risorse per rifinanziare i due Fondi. Infatti, il principale intervento a favore di innovazione e ricerca, indicato nel “maxi decreto” collegato alla finanziaria, consiste nella detassazione degli investimenti in R&S, mentre al finanziamento dei progetti vengono destinate le risorse reperibili mediante operazioni di cartolarizzazione dei crediti dello Stato relativi a finanziamenti di investimenti in ricerca e innovazione⁸. Sia il MIUR che il MAP sono orientati ad utilizzare tale opportunità attivando la cartolarizzazione dei crediti in essere a fronte dei finanziamenti agevolati concessi; tuttavia le risorse reperibili con tale operazione non sono tali da consentire di ripristinare la piena operatività degli strumenti agevolativi disponibili. Pertanto per il 2004 c’è da attendersi che le scarse risorse reperite saranno indirizzate verso alcuni settori tecnologici, attraverso il meccanismo dei bandi e sulla base di priorità individuate dai due Ministeri, o verso progetti da svolgere in Mezzogiorno; permarrà invece lo scarso sostegno a larga parte delle iniziative di R&S svolte nelle aree industriali del centro-nord, nonostante che tali aree siano quelle in cui viene svolta la quota prevalente della ricerca industriale del Paese.

In tale contesto di risorse insufficienti potrebbe essere opportuno rivisitare il quadro normativo, per rendere il sistema delle agevolazioni

7) Cfr. articolo, già citato, su “Il Sole-24 Ore” del 2 dicembre 2003

8) Ulteriori interventi previsti dal “maxi decreto” a favore di ricerca e innovazione riguardano gli investimenti per il rientro in Italia di ricercatori residenti all’estero e la creazione dell’Istituto Italiano di Tecnologia.

nazionali alla R&S più efficiente e meglio rispondente alle esigenze delle imprese. Si suggeriscono gli interventi indicati di seguito:

- *Idonea integrazione delle norme FAR e FIT*
Attualmente le norme che regolamentano i due Fondi sono diverse (ad esempio, riguardo ai criteri di riconoscimento dei costi, a quelli di determinazione degli incentivi, ai criteri di valutazione dell'affidabilità economico-finanziaria delle imprese richiedenti). Tale circostanza induce confusione nelle imprese.
- *Modulazione delle procedure in funzione delle dimensioni dell'impresa e dell'investimento*
L'assetto normativo vigente prevede un unico approccio procedurale, indipendentemente dal costo dei progetti e dalle dimensioni dell'impresa. Potrebbe essere conveniente differenziare le procedure, semplificandole per progetti di piccolo importo o presentati dalle PMI.
- *Ripristino della "rotatività" dei Fondi FAR e FIT*
Il sensibile incremento della quota di agevolazione sotto forma di contributo a fondo perduto, a scapito del finanziamento agevolato, ha ridimensionato il volano di risorse generato dai rientri dei finanziamenti, i quali in passato sono stati la principale fonte di nuove risorse per l'operatività del FAR e del FIT.
Sembra pertanto opportuno ripristinare la rotatività dei fondi, ridimensionando significativamente la quota di contributo a fondo perduto⁹.
- *Coordinamento degli interventi pubblici sulla ricerca*
In Italia le competenze in materia di ricerca sono distribuite su molti Dicasteri, il che rende oggettivamente difficoltoso il coordinamento dei vari interventi agevolativi. In prospettiva potrebbe

9) Il recente decreto varato dal Ministero dell'Economia d'intesa col MIUR (decreto del 10.10.2003, pubblicato sulla G.U. del 25.11.2003) va in tale direzione, sopprimendo le agevolazioni nella sola forma di contributo a fondo perduto; tuttavia sono ancora previste quote troppo alte di contributo, che possono raggiungere anche il 50% del costo.

essere utile ridisegnare la distribuzione delle competenze, allo scopo di favorire il coordinamento e di rendere più agevole il perseguimento dell'efficienza nelle azioni di incentivazione.

4.b Incentivi comunitari

Il principale strumento comunitario a sostegno degli investimenti in R&S è il ***Sesto Programma Quadro (6PQ) per la ricerca e lo sviluppo tecnologico***, nel cui ambito vengono concesse agevolazioni sotto forma di contributo a fondo perduto. Il 6PQ incentiva molteplici iniziative, solitamente attraverso una procedura a bando. Le principali riguardano i “progetti integrati”, volti ad incrementare la competitività europea e stimolare iniziative di R&S che diano luogo a risultati rispondenti ai bisogni della società, e le “reti di eccellenza”, con l'obiettivo di mettere in comune (in rete appunto) le “capacità di eccellenza” di università, centri di ricerca e imprese, allo scopo di far progredire le conoscenze di settori tecnologici considerati strategici. Ogni rete sarà dedicata ad un settore e svolgerà attività orientate ad obiettivi multidisciplinari e a lungo termine.

In carenza di Fondi nazionali, la fruizione di quelli comunitari diventa vitale. In proposito va sottolineato che per le PMI l'acquisizione delle agevolazioni del 6PQ presenta oggettive difficoltà, sia per l'individuazione della partnership internazionale sia per l'interazione con gli uffici comunitari ubicati a Bruxelles. Sarebbe pertanto auspicabile che, pur preservando lo “spirito” rivolto a favorire iniziative di R&S a carattere europeo, le PMI potessero all'intero ventaglio delle iniziative agevolabili in partnership anche con un solo soggetto comunitario. Inoltre sarebbe utile che la Commissione delegasse la gestione degli incentivi per le PMI ad operatori nazionali qualificati, che potrebbero garantire una adeguata assistenza in loco e un serio monitoraggio ex post della realizzazione dei progetti.

5. I vincoli del “patto di stabilità e sviluppo”

Come si è chiarito in precedenza, la finanziaria 2004 non prevede l'auspicato stanziamento di risorse per rifinanziare i due Fondi di

incentivazione della R&S delle imprese. Il rispetto dei vincoli derivanti da una interpretazione rigida del patto di stabilità, particolarmente stringenti in presenza di una fase ciclica avversa, si è tradotto, per quanto riguarda l'Italia, in un contenimento degli stessi finanziamenti alla ricerca, con gravi effetti sulla capacità prospettica nazionale di conseguire gli obiettivi fissati dal Consiglio di Barcellona.

L'esperienza europea e italiana di questi anni sulla applicazione del Patto si ritiene imponga una riflessione. La proposta di valutare non rilevanti ai fini dei vincoli del "patto" gli investimenti per infrastrutture fisiche e per R&S, soprattutto se sostenuti con il cofinanziamento BEI, dovrebbe essere riconsiderata. Tale proposta, avanzata da tempo, non lede lo spirito del "patto" che, si ricorda, è patto non solo di stabilità ma anche di *sviluppo*, ossia volto a favorire la crescita dell'Europa; allo stesso tempo è in sintonia con gli obiettivi del Piano di azione varato dal Consiglio Europeo di Barcellona.

Sul punto è tornato in un recentissimo intervento, riportato dalla stampa di questi giorni¹⁰, il Presidente della Repubblica per il quale lo scorporo di spese per progetti europei di ricerca appare compatibile sia con lo spirito del Patto di stabilità (che è anche di crescita) sia con il ruolo che il Trattato Istitutivo della UE assegna alla ricerca.

Con il superamento dei limiti sul deficit per i soli progetti cofinanziati dalla BEI, si avrebbe la garanzia di assecondare spese per investimenti, facilmente identificabili ed assolutamente in linea con il programma di sviluppo comunitario, programma che la BEI ha fatto proprio impegnandosi a sostenerlo con una serie di iniziative di cui si dirà in dettaglio al successivo paragrafo.

La maggiore flessibilità nella gestione del Patto, strettamente finalizzata al perseguimento di obiettivi di sviluppo certificati dell'*expertise* della BEI, rappresenterebbe una efficace alternativa a quella, potenzialmente più destabilizzante, derivante dalla possibilità di ammettere variazioni, se non la sospensione *de facto*, delle regole procedurali di applicazione del patto.

10) "La ricerca va esclusa dal Patto", Il Sole-24 Ore, 3 dicembre 2003, pag. 4.

6. Finanziamenti privati alla R&S

L'elevato rischio connaturato agli investimenti in R&S sostenuti dalle imprese ha indotto finora il sistema bancario italiano ad intervenire con giusta prudenza nel finanziamento di tali investimenti.

Stanno però maturando i presupposti per consentire un più ampio sostegno delle Banche ai fabbisogni derivanti dallo svolgimento di progetti di ricerca in ambito industriale. Anzitutto occorre sottolineare il risvolto positivo che Basilea 2 avrà nei rapporti fra banca e impresa. La diffusione dei modelli di rating interno messi a punto dalle banche rappresenta infatti un cambiamento di grande portata¹¹ nel rapporto fra banche ed imprese, che ridefinirà i confini dei rispettivi rapporti di conoscenza. In tale mutato contesto una banca come SANPAOLO IMI, dotata di specifiche competenze in grado di apprezzare anche il grado di rischio degli investimenti in ricerca, potrà supportare finanziariamente i propri clienti anche negli impegni connessi allo svolgimento di attività di R&S.

Inoltre fin d'ora c'è da attendersi il sostegno delle banche alle imprese italiane per l'attivazione di tutte le possibili sinergie con la BEI e con il FEI a supporto delle iniziative di R&S. In proposito va ricordato che dopo il Consiglio europeo di Barcellona di marzo 2002, il Gruppo BEI, già fortemente e attivamente coinvolto nell'implementazione della cosiddetta "strategia di Lisbona" (che nel 2000 aveva identificato l'iniziativa innovazione come una delle grandi priorità dell'Europa), ha varato un nuovo programma "Iniziativa Innovazione 2010", approvato dal Consiglio dei Governatori il 3 giugno di quest'anno, con l'obiettivo di mobilitare, da qui al 2006, 20 miliardi di mezzi finanziari nuovi per progetti nel campo di educazione e formazione, R&D e investimenti direttamente collegati, tecnologia di informazione e comunicazione.

Con strumenti diversificati e complementari (prestiti, capitale di rischio, garanzie) la BEI contribuirà a creare leva finanziaria per investimenti aggiuntivi in R&D e innovazione, pubblici e privati, a

11) Cfr. R. Masera e R. Maino, "Sistema produttivo, piccola impresa e industria bancaria italiana: nuovi assetti competitivi nella prospettiva di Basilea 2", ottobre 2003.

sostegno dell'obiettivo posto dal consiglio Europeo di Barcellona. La citata "iniziativa Innovazione 2010" costituisce una base solida, ma flessibile, sulla quale la BEI e il FEI possono ampliare il loro costante impegno a favore dei progetti infrastrutturali europei (TEN) e dei principali progetti di R&S, con speciale riferimento alle seguenti aree¹²:

- coordinare gli incentivi e ove possibile, cofinanziare i progetti di interesse europeo supportati dal 6PQ, con particolare attenzione nei confronti dei progetti di punta definiti nell'ambito dell'iniziativa Eureka e delle piattaforme tecnologiche europee;
- rafforzare e completare programmi nazionali e regionali rivolti a implementare l'innovazione, segnatamente da parte delle PMI;
- mobilitare risorse di *venture capital*, in combinazione con strumenti creditizi tradizionali e garanzie su fondi propri;
- fornire finanziamenti per strutture di tipo incubatore, particolarmente adatte a sostenere le esigenze di aziende innovative e orientate alla tecnologia e a favorire il trasferimento di conoscenze dalla ricerca universitaria al settore privato;
- dare sostegno all'azione speciale, già prevista dalla Commissione e dal FEI, per sostenere l'investimento in *seed and development capital* da parte di Università con comprovata leadership in campo tecnologico;

si tratta cioè di integrare, e quindi esaltare, le capacità di intervento nazionali e quelle europee per invertire il declino dell'Innovazione e dello Sviluppo Tecnologico in Italia.

Occorre intervenire sui settori a più elevato contenuto tecnologico e sostenere i *distretti industriali*, per favorire l'innovazione, le tecnologie di rete, la delocalizzazione delle fasi produttive a basso valore aggiunto (dai distretti locali alle imprese virtuali globali¹³).

Su tutti questi fronti il Gruppo Sanpaolo Imi è in grado di fornire consulenza operativa ed è pronto a esaminare la partecipazione attiva a schemi di sconfinamento delle diverse iniziative.

12) Cfr. European Investment Bank, Memorandum to Ecofin, Luxemburg, 11 luglio 2003.

13) Cfr Luciano Consolati, Industrial Districts, Inter-American Development bank "Private Sector Development: An Integral Approach", Milano 21 marzo 2003, Graf.2 qui allegato.

Ad esempio, per citare un'iniziativa di cui la stampa si è occupata recentemente, SANPAOLO IMI Private Equità S.p.A. ha promosso la costituzione di un Fondo comune d'investimento mobiliare di tipo chiuso, sottoscritto da "investitori qualificati", fra i quali il Gruppo SANPAOLO IMI e il FEI (ciascuno con una quota del 35%), destinato all'acquisizione di partecipazioni di minoranza anche in strat up ed early stage del Mezzogiorno, attive in settori hi-tech.

Graf. 2 Map and update data of industrial districts in Italy



	DISTRICTS WEIGHT	CLUB WEIGHT
ENTERPRISES	41%	35%
WORKERS	45%	36%
EXPORT	37%	48%

Fonte: Luciano Consolati, Industrial Districts, Inter-American Development Bank “private Sector Development: An Integral Approach”

**LA VIGILANZA DEL MINISTERO DELL'ECONOMIA
SUGLI ENTI E SOCIETÀ
STRUMENTALI DELLE FONDAZIONI BANCARIE***

Sandro Amorosino
*Professore di Legge ed Economia
all'Università di Roma "La Sapienza"*

* Relazione al convegno *Le imprese strumentali delle fondazioni di origine bancaria* organizzato dalla Fondazione Cassa di Risparmio in Bologna, ad Argelato, il 23 aprile 2004

The banking foundation are private corporations with the aim of social utility (like assistance, protection of cultural assets or promotion of scientific research).

They can institute non-profit making corporations or firms in the shape of companies, of which they have the control, to better carry out their main aims.

These corporations or companies are, therefore, the instruments of foundation.

In Italy the banking foundation are under the vigilance of the Ministry of Economy to grant that they carry out effectively their institutional duties, which are of public interest.

The vigilance has turned right to the foundation, but in this way the control can get indirectly also the corporations and the instrumental companies.

1. Nel titolo di queste riflessioni ci sono due polarità - la vigilanza e le attività imprenditoriali strumentali delle fondazioni di origine bancaria - ed una *funzione* che le unisce, quella di vigilare anche su questa parte dell'attività delle fondazioni, che potremmo definire attività *indiretta*, in quanto svolta a mezzo dello *strumento* costituito da enti o società controllati¹.

Naturalmente in questa sede non vengono in rilievo le imprese strumentali gestite direttamente dalle fondazioni, sia pure con contabilità (o patrimonio) separato, perché ad esse si estende pacificamente la funzione di vigilanza com'è oggi configurata (ex D. Lgs. n. 153/1999 e poi "Atto d'indirizzo Amato").

La difficoltà dell'approccio non è dovuta tanto all'analisi della *prima polarità* - la vigilanza - (che la dottrina ha ben definito e la giurisprudenza amministrativa e costituzionale ha poi legittimato: v. appresso), quanto alla difficoltà d'inquadramento della *seconda polarità* - le imprese strumentali.

In primis perché essa ricomprende figure giuridiche diverse (oltre

1) F. Benvenuti, *Appunti di diritto amministrativo*, Padova 1959, p. 80 *Le imprese strumentali delle fondazioni di origine bancaria*

alle imprese gestite direttamente, gli enti e le società controllati dalle fondazioni).

Tralasciando la prima configurazione – la gestione diretta – riguardo alle altre due è sicuramente diverso “aver a che fare” con un consorzio costituito con soggetti pubblici e privati (ad es. per la gestione di un museo) o con una società strumentale com'è – ad esempio – la Prosementi, controllata dalla Fondazione CARISBO².

In secundis perché occorre puntualizzare, come ha fatto Ferro Luzzi³:

- la qualificazione giuridica di impresa strumentale in rapporto a società ed a società strumentale;
- e il rapporto giuridico di controllo tra la fondazione bancaria e l'impresa strumentale gestita dall'ente o dalla società.

La terza fase del ragionamento – ovviamente la più complessa – è quella di porre in correlazione le due *funzioni* – non si usa a caso questa locuzione – quella sicuramente pubblicistica di vigilanza sulle fondazioni e quella (che descrittivamente si può indicare come funzione privata, ma d'interesse pubblico), svolta dagli enti e dalle società strumentali, per il conseguimento delle finalità istituzionali proprie della fondazione (che sono d'interesse sociale/collettivo).

L'interrogativo nodale di questa terza fase è la definizione di quali forme ed entro quali limiti possa estendersi la funzione di vigilanza all'attività delle società e degli enti strumentali.

In prima approssimazione si può anticipare che l'attività di vigilanza non può investire direttamente l'organizzazione e l'attività degli enti e delle società esercenti imprese strumentali, ma deve esser rivolta, almeno in prima battuta, alla fondazione controllante, la quale - proprio perché ne ha il controllo, ed in ragione della strumentalità dell'attività dell'ente e della società al conseguimento dei suoi fini istituzionali - per così dire “risponde” di essi nei confronti dell'autorità ministeriale di vigilanza.

2) su cui v. E. Felice “*La Società produttori sementi*”, Bologna 2004, di grande interesse anche per la storia dei rapporti prima con l'ente Cassa di Risparmio ed ora con la Fondazione

3) P. Ferro Luzzi, *Società, impresa e impresa strumentale*, relazione al medesimo Convegno *Le imprese strumentali delle fondazioni di origine bancaria*

Il problema è, allora: attraverso il “filtro” o lo “schermo” della fondazione quanto può spingersi la vigilanza nel controllare – sotto alcuni profili essenziali – l’attività svolta dagli enti e dalle società strumentali?

Vediamo rapidamente i tre “movimenti” della “partitura”.

Alla *prima polarità* – la vigilanza – possono esser dedicate poche notazioni, di sintesi della situazione di diritto positivo e di aggiornamento.

Rinviando a precedenti scritti⁴ mi limito a ricordare:

- 1) la vigilanza sulle fondazioni bancarie è stata conformata sull’archetipo della vigilanza bancaria e l’“esportazione” di un modello così pervasivo⁵ è palesemente *asimmetrica* e forzata data la diversità di *natura* (enti privati *no profit*, le fondazioni, e società con fini di lucro, le società bancarie) e dei campi d’attività *assiali* delle fondazioni e delle banche; d’altra parte le fondazioni detengono ancora partecipazioni rilevanti nelle banche e sono attrici del “grande gioco” nel settore.

Ancora nel 2001 la Corte Costituzionale affermava, con la sentenza n. 341⁶, che la vigilanza esercitata dall’allora Ministero del Tesoro sulle fondazioni era giustificata dalla loro perdurante natura di enti creditizi. Nel 2003, con le notissime sentenze n. 300 e 301⁷, la Corte ha individuato un *diverso presupposto legittimante* della penetrante vigilanza sulle fondazioni bancarie: la rilevanza sociale delle loro finalità istitu-

4) S. Amorosino, *I poteri pubblici di vigilanza sulle fondazioni bancarie*, in “*Le fondazioni bancarie*”, a cura di S. Amorosino e F. Capriglione, Padova 1999

5) M. Porzio, *Le c.d. «fondazioni bancarie»: mostri o modello* in Dir. Banca e Merc. Fin. 2001, p. 13

6) su cui v. i commenti critici di M. Clarich e A. Pisaneschi, *Fondazioni bancarie e regioni* in Giorn. Dir. Amm. 2002, 140 ss. e M. Cosulich, *De immortalitate (argentinae) animae, ovvero della (intramontabile?) natura creditizia delle fondazioni di origine bancaria*, in Regioni 2002, p. 561 ss.

7) sulle quali v., per tutti, i commenti di G. Napolitano, *Le fondazioni di origine bancaria nell’«ordinamento civile»: alla ricerca del corretto equilibrio tra disciplina pubblica e autonomia privata* in Corr. Giur. n. 12/2003, p. 1576; M. Cosulich *La natura giuridica delle fondazioni di origine bancaria nel quadro del nuovo Titolo V della Costituzione (note a margine delle sentenze n. 300 e n. 301 del 2003)* in amministrazioneincammino@luiss.it 2003 e G. Consoli, *I profili di illegittimità costituzionale della «nuova riforma» delle fondazioni bancarie*, in Mondo Banc. maggio-giugno 2003, p. 53

zionali e l'interesse pubblico a controllare ch'esse siano effettivamente, correttamente ed efficacemente perseguite dalle fondazioni. E' questo un risvolto delle due sentenze su cui si è poco meditato, forse comprensibilmente abbagliati dalla riaffermazione della natura privatistica degli enti fondazioni e dal riconoscimento della loro collocazione nel campo della sussidiarietà economica orizzontale⁸. E', invece, un risvolto se non preoccupante certo condizionante perché – evidentemente per controbilanciare in termini di *politica del diritto* tale riconoscimento – la Corte ha sottolineato ripetutamente la legittimità dei poteri di vigilanza⁹; analogamente anche il TAR Lazio, nel rimettere alla Corte Costituzionale le questioni poi decise con le sentenze n. 300 e n. 301, non aveva posto in discussione i poteri di vigilanza¹⁰, “investendo” “solamente” il regolamento n. 217/2002. In sintesi: le fondazioni sono fuori dall'ordinamento creditizio ma sono soggetti privati d'interesse pubblico (per quanto tale espressione sia puramente descrittiva).

II) la finalità d'apice della vigilanza è, anche qui, in generale, la sana e prudente gestione; in particolare - oltre al rispetto della legge e dello statuto - la vigilanza è volta a verificare la redditività del patrimonio e la tutela degli interessi sociali contemplati negli statuti.

Rispetto alla tematica delle imprese strumentali vengono in rilievo – ovviamente - sia la redditività del patrimonio sia l'effettivo perseguimento, a mezzo dell'ente o della società strumentale, delle finalità statutarie delle fondazioni: l'intervento nei settori rilevanti ed ammessi;

III) in quest'ambito – anticipando quanto si dirà più avanti – viene innanzitutto in rilievo l'obbligo di organizzare l'attività delle fondazioni per *programmi pluriennali*, un “vincolo” che – intuitivamente – si riflette sull'organizzazione dei rapporti della fondazione con gli enti e le

8) su cui v. P. De Carli, *Sussidiarietà e governo dell'economia*, Giuffrè 2002, *passim*

9) sul punto sia consentito il rinvio a S. Amorosino *Intervento all'incontro di studio Natura giuridica e ruolo delle fondazioni bancarie*, organizzato il 19 dicembre 2003 da M. Porzio e M. Rispoli Farina, all'Università di Napoli, Atti in corso di pubblicazione

10) sull'ordinanza di rimessione v. il commento di S. Amorosino, *Le fondazioni di origine bancaria tra dirigismo amministrativo, controllo politico ed autonomia privata*, in Foro Amm. TAR, 2003, p. 1684 ss

società esercenti imprese strumentali, da essa controllati. Il metodo della programmazione pluriennale, che accomuna le organizzazioni private e quelle pubbliche¹¹, implica che, conseguentemente, all'ente o società strumentale debbono esser assegnati degli obiettivi pluriennali, economici e di risultati sostanziali, il cui conseguimento, o mancato conseguimento, gli organi della fondazione - d'indirizzo, di controllo e di gestione - debbono verificare, adottando – all'esito della verifica – a seconda dei casi, misure confermatrice e/o di sostegno, oppure correttive.

Si configura quindi un potere di direzione e coordinamento, che per assonanza ricorda in qualche modo quello della società capogruppo. Ho accennato agli organi delle fondazioni. Quali sono gli organi che fanno da “*interfaccia*” o referenti – in base agli statuti – degli enti o delle società strumentali? La costituzione di enti o società strumentali o l'assunzione in essi di partecipazioni di controllo (ma anche la decisione circa l'esercizio diretto di attività strumentali) è riservata agli organi d'indirizzo (cfr. l'Atto di indirizzo Amato, 5 agosto 1999, par. 2), mentre l'indirizzo operativo ed il controllo sull'attività dell'ente o della società strumentale spettano, secondo le rispettive competenze, all'organo di gestione e a quello di controllo;

IV) nella funzione di vigilanza è compresa anche una potestà *pre-cettiva* (più estesa di quella formalmente regolamentare), che si sostanzia nel dettare indirizzi e regole di comportamento alle fondazioni *anche per quanto riguarda l'organizzazione e l'attività delle imprese strumentali*; una potestà che si può concretizzare negli atti d'indirizzo, i quali non saranno regolamenti, ma sono certamente atti *precettivi*¹²;

V) in termini operativi anche la vigilanza che ha (*mediatamente*) per oggetto le attività degli enti e delle società strumentali si articola,

11) M. S. Giannini, voce *Pianificazione* dell'Enc. Dir., Vol. XXXIII, Milano 1983

12) la categoria dogmatica degli atti precettivi è di M. S. Giannini, *Introduzione al diritto costituzionale*, Roma 1983 ed è stata applicata alle vigilanze sui tre mercati finanziari, nel senso lato dell'espressione: S. Amorosino *Capitolo I del Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino e C. Rabitti Bedogni, Milano 2004

come di norma, in informativa, ispettiva e correttiva. Si tratta di istituti arcinoti, sui quali non vi è molto da aggiungere.

2. Veniamo alla *seconda polarità*, che è scomponibile in due profili:
- l'analisi distintiva dei concetti di impresa strumentale, di società e di società strumentale;
 - l'analisi del rapporto di strumentalità tra l'esercizio dell'impresa da parte di enti e società ed il perseguimento degli scopi istituzionali della fondazione controllante.

Sul primo profilo rinvio alla già richiamata analisi di Ferro Luzzi.

Il secondo profilo – il rapporto di strumentalità – può esser analizzato da due prospettive diverse, ma *complementari*, quella del diritto commerciale e quella del diritto amministrativo.

3.1. Schematizzando al massimo la prospettiva commercialistica è incentrata:

- I) sulla qualificabilità della fondazione bancaria come holding imprenditoriale *non profit*¹³;
- II) sulla vincolatività anche delle partecipazioni di controllo agli scopi istituzionali delle fondazioni (vincolatività che vale per l'intero patrimonio¹⁴);
- III) sulla perseguibilità degli scopi istituzionali, in particolare dello sviluppo economico, attraverso l'esercizio ed il controllo di imprese strumentali, che possono esser anche lucrative (ancora Oppo);
- IV) sulle condizioni di legittimità – nell'ambito del *genus* "impresa" – della *species* impresa strumentale, individuate¹⁵, come *condizione sufficiente*, nella economicità e come *condizione necessaria*, nel perseguimento degli scopi di utilità sociale canonizzati (*ex lege*) per tutte le fondazioni, e specificati nello statuto per ciascuna fondazione;
- V) sull'ulteriore, specifica, connotazione dell'impresa strumentale – esercita nelle diverse forme – costituita dal fatto che produce beni e servizi che o non sono disponibili o sono difficilmente disponi-

13) G. Oppo, *Le fondazioni (ex) bancarie: una strana vicenda legislativa in Le «fondazioni» bancarie...* cit. p. 8 ss.

14) v. G. Alpa, *Il patrimonio delle fondazioni bancarie*, in *Le «fondazioni» bancarie...* cit. p. 57

15) da P. Ferro Luzzi, *Società, impresa...* cit.

bili sul mercato, sia per quanto riguarda l'offerta da parte di privati, sia per quanto riguarda l'offerta da parte di amministrazioni pubbliche.

Sotto questo profilo si può parlare di *imprenditorialità civile*¹⁶, caratterizzata:

- a) dalla *sussidiarietà* rispetto allo “stato delle cose” del mercato¹⁷;
- b) ed, anche, dalla *reciprocità* nei confronti di altre figure soggettive *non profit*, da intendersi nel senso che – a differenza delle imprese commerciali (alle quali è consustanziale *concorrere* con le imprese del medesimo settore) – le società strumentali debbono *collaborare, fare rete* con altri soggetti pubblici o privati che operano nel medesimo campo d'attività¹⁸;

VI) sul fatto che tutto ciò giustifica la non lucratività dell'impresa, la quale deve esser comunque gestita con criteri di economicità e tutelando i terzi creditori (e ciò consente alle fondazioni, in deroga al generale divieto, di sovvenire con aumenti di capitale o dei fondi conferiti alle perdite di gestione di queste società ed enti).

Per fare un esempio si pensi alla gestione di un museo locale da parte di un consorzio “controllato” da una fondazione¹⁹, il quale consente di fornire un servizio che potrebbe non esser reso direttamente né dai pubblici poteri (per carenza di risorse) né da privati (per carenza di redditività).

Il valore sociale/culturale della fruibilità, e quindi della valorizzazione, dei beni artistici in esso contenuti consente di riconoscere il consorzio come ente effettivamente strumentale al perseguimento degli scopi istituzionali della fondazione bancaria di riferimento.

Sotto questo profilo è stato ben evidenziato²⁰ che siamo sul versan-

16) cfr. A. Castiello d'Antonio, *Gli enti e le società esercenti attività strumentali* in AA.VV., *La riforma legislativa sulla natura e sull'attività delle fondazioni bancarie*, a cura di G. Restuccia, Milano 2003, p. 139 ss.

17) secondo l'intuizione di G. Ghetti, *Le partecipazioni delle fondazioni bancarie ed altri soggetti* in *Le «fondazioni» bancarie...*cit, p. 147 ss

18) secondo una visione che in Italia è stata suggerita da A. Predieri, da ultimo in *Il mercato corretto. La certa osmosi, gli incerti paradigmi*, 2001 (inedito), nel quale le reti di soggetti operanti nel campo dell'economia sociale sono ricondotte al principio costituzionale di partecipazione all'organizzazione economica e sociale della Repubblica

19) In tema vedi a S. Amorosino, *Il concorso dei privati nella gestione dei beni culturali ed ambientali* in AA. VV., *Manuale dei beni culturali*, a cura di N. Assini e P. Francalacci, Padova 2000

20) da M. Tieghi, *Le fondazioni bancarie. Riforma e controriforma*, Milano 2002, p. 75

te degli investimenti del patrimonio aziendale e che non si tratta tanto di gestire l'attivo quanto il passivo, nel senso che l'impiego del patrimonio, sempre secondo il criterio di economicità, è volto a sostenere in modo durevole ed adeguato le attività, anche svolte mediante imprese strumentali, ordinate al perseguimento degli scopi statutari;

3.2. Dall'angolazione di analisi amministrativistica al centro dell'attenzione, più che le peculiari caratteristiche dell'ente o della società controllata è – ovviamente – la loro strumentalità all'ente fondazione. L'impressione è che lo stesso concetto di ente o società strumentale sia di innegabile origine e derivazione pubblicistica e sia “disceso per li rami”, in forza dell'*imprinting* di cultura dirigistica dei *ministeriales* estensori del decreto n. 153/1999, i quali per decenni hanno avuto a che fare con ministeri vigilanti ed enti pubblici strumentali. Nel “decreto” è stata affermata la natura di enti privati delle fondazioni, ma esse sono state avviluppate in un *dirigistico* reticolo di indirizzi e precetti amministrativi, soprattutto di vigilanza²¹.

Agli estensori del decreto è venuto, per così dire, naturale utilizzare l'espressione enti e società *strumentali* delle fondazioni bancarie, quasi che le fondazioni siano degli enti pubblici *ausiliati*.

Che questa ricostruzione, quasi psicanalitica, della pulsione dirigistica degli estensori materiali del Decreto n. 153/1999 non sia fantasmiosa lo dimostra un rapidissimo richiamo alla nozione amministrativistica dell'ente strumentale, il quale ha un vero e proprio obbligo di adempiere i programmi che gli vengono prefissati dall'ente ausiliato²²; dunque tutta l'attività dell'ente strumentale è funzionale²³ ai compiti dell'ente ausiliato ed al perseguimento degli interessi per esso canonizzati; addirittura l'ente strumentale è visto come “*un esecutore tecnicamente attrezzato di decisioni dell'ente ausiliato*”²⁴.

21) v. G. P. Rossi, *Privato formale e pubblico sostanziale nelle fondazioni bancarie*, relazione al Convegno *Problemi attuali delle fondazioni bancarie*, organizzato dall'Università di Sassari, 7-8 maggio 2004

22) così V. Ottaviano, *Considerazioni sugli enti pubblici strumentali*, Padova 1959, p. 35

23) di strumentalità funzionale parla Casetta, *Manuale di diritto amministrativo*, 5ª ed., Milano 2003, p. 81

24) M. S. Giannini, *Diritto Amministrativo*, 3ª ed., Milano 1993, vol. I, p. 211

Ed è significativo che Alberto Predieri²⁵ abbia sostenuto che quelle tra le fondazioni ex bancarie che sono emanazione di enti locali avrebbero esse stesse natura di enti strumentali degli enti locali (e sarebbe quindi, incostituzionale, per violazione dell'art. 5 Cost., la prevista dismissione coattiva delle partecipazioni bancarie, in quanto lesiva del patrimonio "locale").

Naturalmente il richiamo alla dottrina amministrativistica ha unicamente il significato di spiegare il ricorso alla locuzione "strumentale" e sarebbe del tutto fuori luogo "esportare" la concezione dell'ente strumentale al di fuori del contesto, anche storico, in cui è sorta, ed "importarla" nella disciplina delle fondazioni.

Non si tratta, tuttavia, di un'inutile *excursus* accademico perché il richiamo aiuta ad entrare in sintonia con un profilo essenziale: la strumentalità dell'ente o della società alla fondazione non si esaurisce nel rapporto privatistico di controllo, e – in forza del controllo – di direzione e coordinamento, ma è rilevante anche sul versante pubblicistico, essendo le fondazioni bancarie, e – in via mediata – tutte le loro controllate, assoggettate ad un regime di diritto privato speciale, il quale – nel suo complesso – è fondato (e giustificato) sull'interesse pubblico all'effettivo ed efficace perseguimento dei fini d'interesse sociale generale che costituiscono la *mission* delle fondazioni stesse.

Semplificando si può dire:

- che una piena ed efficace strumentalità delle società e degli enti controllati concorre alla piena *funzionalità* delle fondazioni (nel senso del conseguimento dei loro obiettivi istituzionali);
- e che – essendo l'organizzazione e l'attività delle fondazioni bancarie conformabile, entro certi limiti, dall'autorità di vigilanza, affinché realizzino "al meglio" i programmi d'intervento autonomamente stabiliti – anche l'organizzazione e l'attività degli enti e società strumentali divengono mediatamente rilevanti, e quindi oggetto di vigilanza.

Tirando le fila si può dire che il fondamento giuridico dell'estensio-

25) *Fondazioni bancarie, dismissione coattiva della partecipazione di controllo nelle società bancarie e compiti di sviluppo economico degli enti locali in Le «fondazioni» bancarie....cit.*, p. 133 ss.

ne della vigilanza anche nei confronti degli enti e delle società strumentali sta nell'integrale *finalizzazione* della loro organizzazione ed attività al perseguimento degli scopi istituzionali delle fondazioni.

E la prima "vigilanza" su di esse spetta proprio alle fondazioni.

Si è usata, volutamente, la locuzione "vigilanza" (che connota una funzione tipicamente pubblicistica) per qualificare giuridicamente il peculiare rapporto di sovraordinazione degli enti *privati* fondazioni bancarie rispetto agli enti ed alle società strumentali, che sono parimenti soggetti di diritto privato.

La si è preferita, in questa sede, alle locuzioni che nel codice civile novellato sostanziano il ruolo della capogruppo (direzione e coordinamento), ma non per il motivo formale che la fondazione non è una società.

Sarebbe una motivazione erronea, dato che, comunque, le fondazioni sono sicuramente holdings di partecipazioni, e - per rimanere al nostro tema - di partecipazioni di controllo.

La ragione della preferenza è un'altra: la fondazione - come azionista di controllo (o, nel caso di consorzi, di partecipante di riferimento) - oltre a rispondere dell'andamento delle società ed enti strumentali nei confronti degli azionisti di minoranza e dei creditori, ne risponde nei confronti di un più vasto ambito di portatori d'interessi, di *stakeholders*, identificabili in generale nelle collettività territoriali di riferimento e, specificamente, nei destinatari degli interventi delle società o enti strumentali nei *vari settori* rilevanti ed ammessi. Se è vero che mediante le imprese strumentali - gestite direttamente o a mezzo di enti e società controllati - le fondazioni si avvicinano al modello *dinamico* della *operating foundation*, piuttosto che a quello, più *statico*, della *granting foundation*, è anche vero che esse stesse autonomamente si autovincolano, approvando i rispettivi programmi pluriennali, a focalizzare le attività su specifici, predeterminati progetti ed a destinare prioritariamente ad essi le *utilitates*, patrimoniali e non, derivanti dall'attività propria e delle loro controllate. Ne consegue che gli operatori degli specifici settori "predestinati" e quelli tra i cittadini che sarebbero beneficiari diretti degli interventi vantano - non *uti singuli* ma come gruppo sociale - una *aspettativa specifica* alla operatività efficace ed efficiente della fondazione e delle sue controllate.

Negli ordinamenti angloamericani il controllo della effettiva prestazione delle attività programmate e “dovute” è *diffuso*, in quanto è affidato all'azione, in sede giurisdizionale (*class action*)²⁶, di chi lamenta la mancata fornitura di una prestazione “promessa”.

Negli ordinamenti continentali, costruiti con i mattoni del diritto amministrativo autoritativo²⁷, la vigilanza è (ancora) affidata a pubblici poteri, ministeriali o di autorità tecniche.

Da quanto s'è detto sembra profilarsi un meccanismo di vigilanza *a due stadi* ed *a vasi comunicanti*: la vigilanza del ministero sulle fondazioni bancarie e la “vigilanza” delle fondazioni sugli enti e società strumentali controllati.

S'è usata l'espressione vasi comunicanti perché attraverso la *valvola* dell'attività di “sorveglianza” della fondazione sulle sue controllate vengono acquisiti i *flussi* informativi (contenuti nei *reports* sull'andamento delle controllate stesse), che vengono analizzati dalla controllante e inoltrati al ministero vigilante.

Negli Atti d'indirizzo non esiste un'articolata disciplina in materia di imprese strumentali, e dunque i modi di svolgimento della vigilanza su di esse vanno desunti dalle ricostruzioni delineate in sede dottrinale.

In sequenza logica e cronologica, le attività rilevanti ai fini di vigilanza:

- hanno un inizio prima della costituzione della società o ente strumentale ed “investono” innanzitutto la stessa opportunità/necessità della scelta di procedere alla costituzione o all'assunzione della partecipazione di controllo. L'atto di indirizzo Amato, par. 5, trattando in generale dell'affidamento della gestione patrimoniale a soggetti esterni, ma non trattando *ex professo* di enti o società strumentali, ricorda che la scelta deve rispondere all'esclusivo interesse delle fondazioni (il che è, invero, lapalissiano);
- investono poi la struttura organizzativa e la compagine sociale: dunque lo statuto, la scelta dei partners (a seconda dei casi, imprenditoriali o no profit) nonché la *governance* dell'ente o della società (e quindi i patti sociali e parasociali che la determinano);
- si occupano, subito dopo, dei programmi imprenditoriali dell'ente

26) v. A. Zoppini, *Le fondazioni. Dalla tipicità alle tipologie*, Napoli 1995, p. 197 ss.)

27) G. Guarino, *L'organizzazione pubblica*, Milano 1977, *passim*

o società (neo costituiti, o dei quali s'è assunto il controllo), che debbono esser *coordinati* con il programma generale della fondazione, divenendone una parte funzionalmente autonoma, ma in essi pienamente *incastonabile*;

- si occupano – correlativamente – della valutazione della congruità del programma economico-finanziario della società o dell'ente strumentale;
- determinano, in particolare, quali sono i margini di autonomia degli amministratori degli enti e delle società strumentali designati dalla fondazione controllante (e dunque predeterminano i tipi di atti che debbono avere il previo assenso della controllante: ad esempio modifiche di statuto, aumenti di capitale, ingresso di altri partners);
- predispongono, in caso di una pluralità di partecipazioni, un'apposita struttura di controllo, interna alla fondazione, che riferisce direttamente agli organi di essa.

E' da rilevare che la gran parte di questi profili attengono alla *dimensione organizzatoria* più che a quella dell'attività propriamente detta, ma ciò non deve meravigliare poiché "*l'organizzazione non indica soltanto i centri di provenienza e di imputazione dell'attivitàma il modo stesso di svolgimento di questa attività*²⁸".

Di più: l'organizzazione, in senso lato, comporta anche la posizione di *regole organizzatorie dei rapporti* (per rimanere ad un esempio fatto: tra fondazione designante ed amministratori da essa designati nelle società strumentali).

Ne consegue che l'intera attività organizzativa che deve esser resa trasparente e formalizzata, per poter esser conosciuta e valutata dall'autorità di vigilanza.

Ne consegue, ancora, che attraverso tali flussi informativi l'autorità di vigilanza acquisisce la conoscenza delle scelte e delle regole organizzative ed è quindi in grado di esprimersi *ex ante* sulla loro astratta idoneità; successivamente, nel corso dell'attività, dispone di un parametro per valutare i concreti comportamenti sia della fondazio-

28) v. M. Nigro (con la collaborazione di E. Cardì), *Lineamenti generali* nel Volume III, *L'azione dei pubblici poteri*, del *Manuale di diritto pubblico*, a cura di G. Amato e A. Barbera, 5ª ed., Bologna 1997, p. 21

ne che della società strumentale (ad esempio: se quest'ultima ha ommesso di fornire i prescritti *reports* periodici sui risultati della sua operatività, o se – simmetricamente – la fondazione non abbia esercitato un penetrante e continuo controllo non sui singoli atti, ma su tutta l'attività del consorzio o della società strumentale).

E poiché è la fondazione a compiere le scelte organizzative fondamentali e a dettare le regole dei rapporti organizzatori ciò spiega perché, nei confronti dell'autorità di vigilanza, sia essa il centro d'imputazione giuridico di tutte le eventuali disfunzioni.

Ne discende – come s'è anticipato – che la responsabile prima ed ultima nei confronti dell'autorità di vigilanza viene ad essere la fondazione, alla quale sono indirizzate le eventuali indicazioni correttive, o conformative, di vigilanza.

Spetta poi alla fondazione attuarle in concreto nei confronti di una società strumentale che sia malfunzionante (sotto il profilo della diseconomicità della gestione o della inadeguatezza della sua attività rispetto agli obiettivi sostanziali assegnatili).

E' palese l'analogia con quanto accade nei rapporti tra Banca d'Italia e capogruppo bancaria²⁹ e tra questa e le controllate.

E' noto³⁰ che la capogruppo ha il dovere di impartire alle controllate le disposizioni necessarie per conformarne i comportamenti alle istruzioni ricevute dalla Banca d'Italia, preventive o correttive che siano, e che, dunque, ha nei confronti della Banca d'Italia una sorta di responsabilità di risultato.

Credo che in modo analogo possa esser costruito il rapporto tra ministero vigilante, fondazioni bancarie e società ed enti strumentali.

In tal modo la funzione di vigilanza si può estendere mediamente anche all'attività degli enti e delle società strumentali, senza tuttavia forzare la disciplina normativa, che non ha previsto alcuna forma di

29) Sulla quale, anche alla luce del d. lgs. 6 febbraio 2004 n. 36, che ha adeguato alcune disposizioni del T.U.B. e del T.U.F. al nuovo diritto societario, v. M. Cera, *Capogruppo bancaria e nuovo diritto societario*, relazione al convegno Paradigma "TUF e TUB. Le nuove regole per banche, mercati finanziari e raccolta del risparmio", Milano 18-19 marzo 2004; più in generale v. AA.VV. *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, a cura di F. Capriglione, Padova 2003.

30) S. Amorosino, *La funzione amministrativa di vigilanza sulle banche in L'ordinamento amministrativo del credito*, Roma 1995, p. 138

assoggettamento dell'autonomia degli enti e società strumentali all'ingerenza ministeriale.

Se in generale è da condividere l'affermazione di Rescigno³¹, giusta la quale le fondazioni come persone giuridiche private debbono sì essere coerenti con l'impegno assunto nei confronti della collettività, ma sono portatrici di interessi propri e non degli enti locali, ciò deve valere ancor di più per gli enti e le società strumentali, che debbono rispondere esclusivamente alle fondazioni controllanti.

31) v. P. Rescigno, *Conclusioni* nel volume AA.VV. *Riforma costituzionale e nuova disciplina delle fondazioni di origine bancaria*, a cura di C. Bottari, Rimini 2003, p. 90

**IL POTENZIALE DI CRESCITA
DELLE DONAZIONI PRIVATE IN ITALIA.
UNO SCENARIO QUALI-QUANTITATIVO
DELLE DONAZIONI DEGLI INDIVIDUI/FAMIGLIE**

di Paolo Canino, Stefano Cima, Massimo Fioruzzi,
Giovanna Segre e Gilberto Turati

Questo articolo si basa sul rapporto di ricerca realizzato dall'Irs per il Summit della Solidarietà con il patrocinio del Ministero del Welfare. Il rapporto è stato finanziato da: Compagnia di S.Paolo, Fondazione CARIPLO, Fondazione Banca del Monte di Lombardia, Pfizer Italia S.r.l., ACRI. Hanno fatto parte del gruppo di lavoro, coordinato da Stefano Cima, Paolo Canino (Irs), Gilberto Turati e Giovanna Segre (Università di Torino) e Massimo Fioruzzi (Summit della Solidarietà). Si ringrazia Consodata Spa, e in particolare Mattia Camellini e Nicoletta De Franceschi, per averci concesso la possibilità di condurre una serie di elaborazioni sul database relativo all'indagine Lifestyle. Un utile contributo per l'interpretazione delle previsioni Istat sulla dinamica demografica è venuto da Stefano Molina della Fondazione Giovanni Agnelli. Desideriamo infine ringraziare i notai e i gestori di patrimoni finanziari che hanno risposto al nostro questionario.

The primary objective of research was to quantify the phenomenon of donations by individuals, enterprises and organisations in the service sector in Italy, both in reference to “income” donations (understood as the annual flow of contributions given to non-profit institutions) and asset donations (especially hereditary bequests). Analysis, seen in a temporal context, took into consideration the current situation as well future prospects and the possible pathways for growth. The innovative aspect of this research is highlighted by the fact that Italian economic literature produced over the past few years (utilised models, the relative implications and empirical controls) has shown that there is a significant lack of information with regard to the nature of the sources of gathered data and the quantity of available information.

Executive summary

L'obiettivo principale della ricerca di cui questa parte costituisce il primo modulo, riferito ai cittadini e alle famiglie, è quantificare il fenomeno delle donazioni di persone fisiche, imprese e istituzioni alle organizzazioni del terzo settore che operano nel nostro paese, sia in riferimento alla donazioni “reddituale” (intese come flusso annuale di contributi erogati alle istituzioni nonprofit) sia a quelle di tipo patrimoniale (in particolare, i lasciti ereditari). L'analisi, sotto il profilo dell'orizzonte temporale, ha riguardato tanto la situazione attuale, quanto le prospettive future ed i possibili sentieri di crescita.

La novità di questa ricerca è esaltata dal fatto che la verifica della letteratura economica italiana ed internazionale prodotta negli anni più recenti (modelli utilizzati, relative implicazioni e verifiche empiriche) ha mostrato, nel caso italiano, importanti carenze informative. Queste riguardano sia la natura delle fonti di raccolta dei dati, sia la quantità di informazioni disponibili. Fuori dal nostro paese le fonti utilizzate sono molto più frequentemente di tipo istituzionale ed hanno una duplice natura. Da un lato, le informazioni su donazioni e volontariato sono raccolte nell'ambito delle indagini sulla spesa delle famiglie, seppure in alcuni casi tale prassi non sia continuativa ma sporadica. Dall'altro, costituiscono esse stesse l'oggetto principale delle indagini. Più in generale, è evidente che tale disponibilità di

dati ha consentito un maggiore avanzamento delle teorie economiche volte a studiare queste tematiche.

Le donazioni reddituali

Lo studio dei dati disponibili ha comunque consentito di approfondire la conoscenza della figura del donatore medio italiano analizzando le relazioni esistenti fra *la decisione di elargire contributi liberali ad istituzioni del terzo settore* ed alcune delle caratteristiche di tipo socio-economico e demografico che identificano i diversi individui, ma anche il rapporto fra *l'ammontare di donazioni* da questi effettuate annualmente e l'insieme delle caratteristiche individuali appena ricordato. Infine, utilizzando un modello di simulazione volto a determinare il sentiero di crescita delle principali grandezze economiche (Pil, reddito medio, tasso di occupazione) e le previsioni sull'andamento delle principali variabili demografiche dell'Istituto Nazionale di Statistica¹, abbiamo potuto elaborare alcune previsioni relative *all'evoluzione futura del flusso annuale di donazioni* dei privati cittadini alle istituzioni nonprofit nei prossimi 20 e 50 anni. Nel nostro scenario non abbiamo introdotto un cambiamento strutturale nella generosità degli italiani ma misuriamo solo gli effetti dei cambiamenti reddituali e demografici della popolazione sulle donazioni.

Il risultato principale emerso dallo studio della prima delle tematiche analizzate, in linea con gli esiti descritti dalla letteratura economica, ha evidenziato che *la probabilità che un individuo appartenga alla categoria dei donatori abituali tende a crescere quando quest'ultimo è di sesso femminile e possiede un elevato livello di istruzione; essa è, inoltre, tanto più elevata quanto maggiori sono il reddito e l'età dell'individuo*. Tale indicazione risulta confermata anche in riferi-

1) Tali previsioni tengono conto anche del fenomeno dell'immigrazione, che per il futuro andamento demografico della popolazione italiana risulterà, con ogni probabilità, una variabile particolarmente rilevante. Tuttavia, la quantificazione del flusso migratorio potrebbe risultare sottostimata e i nostri risultati (che su questa sono basati) non del tutto verosimili.

mento all'importo delle donazione mediamente effettuate: infatti, gli individui di sesso femminile, più colti, più ricchi e più avanti con l'età risultano anche quelli caratterizzati da una probabilità più elevata di effettuare donazioni di un importo più elevato.

Più in generale, abbiamo osservato che le donazioni reddituali sono in genere di piccolo (quando non piccolissimo) importo e coprono ragionevolmente una frazione minuscola del reddito annuo; e ciò induce a ritenere che l'effetto reddito (cioè quello che tende a far aumentare le donazioni a fronte di maggiore reddito disponibile derivante da un eventuale vantaggio fiscale in termini di deducibilità delle donazioni) dovrebbe essere molto contenuto anche in futuro.

Dal nostro studio è emerso, inoltre, che esiste un rapporto di complementarità tra le donazioni di tempo e le donazioni di denaro: l'importo dei contributi monetari cresce se l'individuo contemporaneamente "dona" parte del suo tempo in attività di volontariato. Un analogo effetto positivo sull'ammontare dei contributi elargiti è risultato nel caso in cui l'individuo abbia fatto uso, in qualche modo, dei servizi offerti dalle istituzioni nonprofit; le "donazioni", in qualche modo, si possono leggere come un "corrispettivo" per i servizi forniti molto spesso gratuitamente dalle organizzazioni del Terzo Settore. Per quanto riguarda le previsioni, i calcoli effettuati hanno evidenziato un aumento dell'ammontare complessivo delle donazioni per il periodo 2000-2020 in termini assoluti, e anche, almeno fino al 2015, in percentuale rispetto al Pil. Le motivazioni di tale dinamica risiedono principalmente nell'andamento demografico che, nel nostro Paese, conduce a un minor numero di lavoratori attivi e un contemporaneo incremento degli individui in età anziana, derivante dal deciso aumento della vita attesa. *L'andamento crescente dell'ammontare complessivo delle donazioni è spiegato, soprattutto, dal fatto che il modello prevede un aumento dei percettori di un reddito tra i soggetti con età superiore ai 65 anni, risultati più inclini a donare. Analogamente, il modello di simulazione prevede un aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro, a cui è associato, di nuovo, un effetto positivo in termini di donazioni.*

Occorre però precisare due possibili elementi di sovrastima delle previsioni. In primo luogo, parte della spiegazione dell'aumento delle donazioni complessive è collegata al fatto che le classi di red-

dito di riferimento, stimate dal modello, sono state mantenute costanti per tutto il periodo di simulazione. In questo modo i risultati hanno subito l'influenza dell'aumento dei redditi legato alla crescita della produttività, cui è corrisposto un aumento della frequenza delle classi di reddito più elevate (legate a livelli di donazione via via maggiori). Un'ulteriore fonte di potenziale sovrastima è derivata dall'approssimazione dei redditi tramite il Pil, in cui sono compresi anche gli interessi, le rendite e gli utili, non distinguendo inoltre tra redditi netti e redditi lordi. *L'andamento del flusso di donazioni, è risultato crescente anche nel periodo 2020-2050; con un numero sempre maggiore di individui, pronti a donare di importi sempre maggiori.*

Le donazioni patrimoniali

Traendo spunto da un lavoro svolto da due ricercatori del Social Welfare Institute del Boston College², abbiamo poi costruito un modello capace di valutare l'importanza delle donazioni patrimoniali³, in particolare di quelle *mortis causa* (il cui valore si deve aggiungere ai flussi di donazioni reddituali ai fini del computo complessivo). Constatata la mancanza assoluta, nel nostro paese, di rilevazioni specifiche e stime di qualsiasi genere, le elaborazioni, le proiezioni e gli scenari disegnati non sempre hanno potuto trovare pieno fonamen-

2) Il modello americano del Boston College è incentrato sul rapporto tra la ricchezza e la propensione degli americani a lasciare in eredità una parte del patrimonio accumulato durante la propria vita a scopi benefici. In particolare, esso si propone di quantificare l'ammontare di tali lasciti complessivamente accumulato, quindi non anno su anno, con un duplice orizzonte temporale pari a 20 e 55 anni. A tal fine viene prima stimato il valore della ricchezza iniziale complessivamente a disposizione delle famiglie americane. Successivamente, attraverso l'applicazione di un tasso di crescita costituito da una componente comune legata all'andamento complessivo dell'economia e da una individuale determinata dalle abitudini di risparmio, viene calcolato il valore dei patrimoni accumulati fino al momento della morte dagli individui studiati (ad essi vengono applicati tassi di mortalità distinti per sesso, età e razza). A questo punto, sulla base delle numerose ricerche condotte dagli stessi autori su tale argomento, viene stabilita la distribuzione dei patrimoni "finali" degli individui e vengono calcolati i trasferimenti di ricchezza alle istituzioni nonprofit.

3) Distinguibili in donazioni in natura e finanziarie.

to su parametri ufficiali e su verifiche empiriche, ma anche e in misura non del tutto residuale, su ipotesi di lavoro solo parzialmente verificate attraverso l'impiego di un questionario inviato a notai e gestori di grandi patrimoni. Considerando tali difficoltà, proponiamo quindi una certa cautela nella lettura dei risultati, ma sottolineiamo, allo stesso tempo, che essi costituiscono in ogni caso una prima stima di un fenomeno rilevante finora trascurato dalla ricerca economico scientifica del settore.

Prima di esporre i risultati, sottolineiamo che diverse, e notevoli, sono risultate le differenze fra i due paesi, a partire dal livello di ricchezza iniziale considerato. Nello studio americano si fa riferimento ad un livello pari circa a 32 mila miliardi di dollari valido per il 1998. Per il nostro modello abbiamo utilizzato la stima pubblicata dalla Banca d'Italia nell'Indagine sui Bilanci delle Famiglie Italiane che costituisce la principale base dati per condurre le proiezioni, e che valuta il livello complessivo della ricchezza italiana in circa 3.700 miliardi di euro, pari quindi al 12% del valore americano.

Inoltre, *negli Stati Uniti il risparmio (di ricchezza) è decrescente al crescere dell'età e diviene negativo una volta superati i 50 anni nel caso della grande maggioranza degli individui* (che possiedono una ricchezza complessiva inferiore ad un milione di dollari). In Italia, invece, tale relazione risulta procedere in direzione opposta ed il livello medio di capacità di risparmio è molto superiore. Un dato comune fra i due paesi è rappresentato, invece, dal fatto che fra gli individui più ricchi il rapporto fra risparmio e ricchezza è generalmente più basso per ciascuna delle classi di età ovvero che *l'orientamento al risparmio è decrescente con l'aumentare della ricchezza a disposizione*. È diversa, tuttavia, anche la soglia risultata più adatta a descrivere una variazione significativa nelle abitudini di risparmio (e di consumo): essa è più elevata, nel nostro paese, e si può quantificare in 5 milioni di euro.

Un altro dato di distinzione è poi costituito dal regime fiscale relativo alle imposte di successione che in Italia sono state recentemente abrogate, mentre negli Stati Uniti sono ancora presenti e, attraverso il meccanismo della non imposizione applicata ai lasciti ad istituzioni nonprofit, costituiscono un forte incentivo a favore delle donazioni patrimoniali. E tale differenza strutturale, potenzialmente, potreb-

be costituire un grosso ostacolo alla piena realizzazione del trend di crescita delle donazioni patrimoniali, confermato dalla maggioranza dei soggetti rispondenti alla nostra indagine.

Tenendo conto di tutte queste differenze abbiamo elaborato un modello teorico adatto alle specificità del nostro paese, e i risultati delle stime basate su di esso hanno evidenziato *un progressivo avvicinamento dell'ammontare della ricchezza trasferita in Italia in proporzione a quello statunitense*. Infatti, il rapporto fra la ricchezza complessiva nei due paesi (ponendo il dato italiano al numeratore) si attesta al 10% circa nel 2000, e tale si mantiene - all'incirca - nella stima intermedia (al 2020); quando abbiamo considerato l'orizzonte temporale più lontano, però, abbiamo ottenuto un rilevante aumento di tale percentuale (fino ad un valore di poco inferiore al 30%).

Il diverso profilo per età dei tassi di risparmio ipotizzato nei due paesi (crescente in Italia e decrescente negli Stati Uniti - almeno per la maggioranza degli individui) è risultato la causa di tale fenomeno di convergenza, in quanto, soprattutto considerando l'orizzonte temporale più lungo, con l'aumento dell'età media e le differenze riscontrate nei comportamenti di risparmio il tasso di crescita della ricchezza complessiva è risultato crescente in Italia e decrescente negli USA. I risultati ottenuti applicando ai dati italiani una struttura dei tassi di risparmio equivalente a quella americana, confermano tale analisi. In quel caso, infatti, il rapporto fra i trasferimenti di ricchezza nei due paesi si mantiene su un livello stabile.

Nonostante tale avvicinamento nel valore dei trasferimenti di ricchezza complessivi, rimane particolarmente rilevante (in termini percentuali rispetto alla ricchezza trasferita) il divario fra i lasciti alle istituzioni americane e quelli al terzo settore italiano. Infatti, nel primo caso i 1.800 miliardi di dollari della stima intermedia, e gli oltre seimila della proiezione finale, rappresentano quasi il 15% della ricchezza complessivamente trasferita. Le donazioni patrimoniali italiane, invece, in percentuale sui trasferimenti di ricchezza, non superano il 2,3% (a tutto il 2020) e si fermano all'1,5% nell'orizzonte temporale più lontano. Tuttavia, esse risulterebbero comunque una risorsa particolarmente rilevante per il terzo settore con un totale pari a circa 25 miliardi di euro cumulativi nel periodo compreso tra il 2000 ed il 2020, ed a circa 161 miliardi di euro nel periodo 2000-2050.

Conclusioni

Riassumiamo, infine, i risultati complessivi evidenziati dalla nostra ricerca, grazie alla quale siamo giunti ad una quantificazione del potenziale di crescita delle donazioni (reddituale e patrimoniale) al terzo settore nel nostro paese. L'evoluzione del flusso annuo di tali variabili evidenzia una forte crescita di entrambe le tipologie e, per ovvia conseguenza, del totale complessivo. Infatti, mentre nel 2000 la somma di lasciti e donazioni è pari a circa 1,3 miliardi di euro, nel 2020 tale flusso annuo supera gli 8 miliardi, e nel 2050 sfiora i 14,5 miliardi di euro.

In particolare, risulta evidente una forte crescita di entrambe le tipologie di contributo fino al 2020, mentre da qui in poi, sono le donazioni "reddituale" a mostrarsi più dinamiche, andando ad aumentare anche l'incidenza sul totale che passa dal 55% iniziale a quasi il 70% nel 2050.

I principali fattori che favoriscono l'evoluzione positiva di tali variabili sono le dinamiche economiche (crescita del reddito e della ricchezza degli individui) e demografiche (invecchiamento della popolazione) previste. E ci sembra opportuno ricordare, consigliando cautela nella lettura di questi risultati, che tali previsioni sono soggette (come del resto tutte le previsioni a così lungo termine) ad un elevato grado di incertezza; in particolare, le stime al 2050 risentono sicuramente dell'impossibilità, in un modello semplificato come non può che essere il nostro, di tener conto di tutti quei fattori che di qui a tale data potranno provocare mutamenti nei fenomeni alla base del nostro studio.

1. RASSEGNA DELLA LETTERATURA ECONOMICA ITALIANA ED INTERNAZIONALE

di Paolo Canino e Stefano Cima*

1.1 La Teoria Economica

1.1.1 *Gli sviluppi nei vari paesi*

In un primo momento, i modelli sviluppati dalla teoria economica per lo studio delle motivazioni e del comportamento dei soggetti donatori tendevano a considerare la decisione di donare esclusivamente in relazione ai contributi in termini monetari. Questi venivano considerati in modo equivalente ad un flusso di spesa destinato all'acquisto dei beni e servizi prodotti dalle organizzazioni nonprofit. In un tale contesto, le principali motivazioni alla base della decisione di donare potevano ricondursi alle seguenti:

- *Esistenza o meno di incentivi fiscali.*
- *Livello di offerta pubblica dei beni pubblici.*
- *Altruismo puro ed effetto "warm-glow"⁴.*

La letteratura più vasta su questi temi è senza dubbio quella anglosassone che, negli ultimi anni, ha approfondito questi diversi approcci. Come vedremo meglio in seguito, soprattutto in riferimento agli Stati Uniti, un fattore decisivo in tal senso è stato sicuramente costituito dalla maggiore disponibilità di dati rispetto ad altri paesi.

Analizzando più in dettaglio i diversi filoni di ricerca, possiamo notare che le motivazioni di natura fiscale vengono studiate, ad esempio, negli importanti contributi di *Cloetfelter* (1980, basato su *dati fiscali statunitensi*) *Kitchen e Dalton* e *Kitchen* (1990 e 1992; relativi al *Canada*), *Jones e Posnett* e *Jones e Marriot* (1991 e 1994, dati del *Regno Unito*) e, più recentemente, *Gandullia* (1996) e *IRS* (2002) riferiti ai *dati italiani*.

* Istituto per la ricerca sociale.

4) Con tale termine si descrive quell'insieme di ricadute positive (dal punto di vista del prestigio personale, del rispetto da parte del prossimo, ecc.) che inducono, a prescindere dal semplice altruismo, alla decisione di donare.

Riportando l'attenzione sugli *Stati Uniti*, citiamo inoltre i lavori di *Barret* (1991) e *Randolph* (1995) che hanno analizzato la motivazione fiscale da un punto di vista dinamico al fine di determinare le eventuali differenze sull'ammontare di donazioni, derivanti da variazioni della politica fiscale di tipo transitorio o permanente⁵.

Almeno altrettanto numerosa, risulta la letteratura sul cosiddetto *modello "dei beni pubblici" in cui la decisione di contribuire al finanziamento delle istituzioni nonprofit dipende dal desiderio di incrementare la fornitura dei beni di "natura pubblica"*⁶ che queste ultime producono, con una particolare attenzione al fenomeno dello spiazzamento della spesa pubblica. Citiamo, in particolare, gli studi di *Schiff* (1985), *Bergstrom et al.* (1986), *McClelland* (1989), *Steinberg* (1987, 1991) *Kingma* (1989) e *Payne* (1998)⁷.

Per quanto riguarda l'*approfondimento del tema dell'altruismo* (puro e misto ad altre motivazioni) i principali contributi sono provenuti da *Andreoni* (1989 e 1990) che per primo ha fatto riferimento al cosiddetto "*warm-glow effect*"; e ripresi successivamente da diversi autori fra cui *Kingma* (1995), *Harbaugh* (1995 e 1998).

Nel caso dell'altruismo puro, si considera che il donatore non sia interessato a ricevere alcunché in cambio della propria donazione in quanto egli trarrebbe un'utilità dall'atto di donare in sé; mentre quando ci si riferisce all'altruismo "impuro" o misto, si tiene in considerazione, oltre alla semplice "gioia di donare", anche l'insieme di ricadute positive, dal punto di vista del prestigio sociale, dalle quali l'individuo può trarre ugualmente un beneficio.

Tutti questi lavori, di nuovo, sono riferiti agli *Stati Uniti*; utilizzando, invece, dati relativi ad una particolare istituzione nonprofit inglese (l'English National Opera) un lavoro recente (*Buraschi e Cornelli* 2003) ha analizzato congiuntamente tutte le tre motivazioni appena descritte, al fine di individuare i singoli contributi alla decisione di donare. Il dataset utilizzato, infatti, contiene informazioni non solo sulle scelte relative alle donazioni degli individui, ma anche alle loro scelte

5) Per i risultati di tali ricerche si veda la tabella 1.

6) In quanto in possesso dei due caratteri della "non esclusione" e "non rivalità" al consumo.

7) La tabella 2 sintetizza le stime del crowding-out in alcuni lavori recenti.

di consumo; ciò permette quindi di identificare, attraverso un apposito modello, le motivazioni legate all'approccio del consumo di beni privati, di quelle legate al consumo di beni pubblici ed anche quelle relative all'altruismo.

In base al primo approccio, il livello delle donazioni effettuate dovrebbe risultare correlato positivamente al consumo dei beni privati; se invece un modello di beni pubblici fosse maggiormente in grado di spiegare il fenomeno la relazione positiva dovrebbe sussistere fra le donazioni ed il consumo del bene pubblico; se, infine, la motivazione più importante fosse costituita dalla semplice "gioia di donare" non osserveremmo alcuna correlazione sistematica fra donazioni e livello dei consumi (dei beni privati quanto di quelli pubblici).

Nel lavoro di *Buraschi e Cornelli* si fa riferimento, come detto, ad informazioni sugli spettatori e i donatori dell'English National Opera; in questo contesto, quindi, gli spettacoli offerti dal teatro rappresentano i beni pubblici, mentre i fringe benefits riservati ai finanziatori (attraverso donazioni) del teatro rappresentano quelli privati. I risultati mostrano che, da un lato, gli individui si comportano come se si ritenessero determinanti nel processo decisionale volto a stabilire livello di fornitura di un bene pubblico, anche in presenza di un numero potenzialmente molto elevato di donatori. D'altro canto l'importanza relativa dei diversi tipi di motivazione risulta dipendere dal livello di reddito: a livelli più bassi di reddito corrisponde un'importanza superiore di motivazioni riconducibili al consumo di beni privati.

La maggior parte degli sviluppi più recenti si è mossa nella direzione di *ricomporre nella sua globalità la decisione di donare considerando sia le donazioni in termini di denaro, sia quelle di tempo (attività di lavoro volontario)*. I modelli utilizzati in precedenza sono stati quindi ridisegnati per includere l'offerta di lavoro (volontario e retribuito): ad esempio *Andreoni, Gale e Scholz* (1996) e *Duncan* (1998) per gli *Stati Uniti*, *Garcia e Marcuelo* (2002) per la *Spagna*.

Un tratto comune alle ricerche fin qui citate è poi l'inclusione di tutta una serie di variabili di controllo rappresentative delle condizioni demografiche e socio-economiche degli individui, la cui selezione è stata inoltre condizionata dalla disponibilità concreta di tali variabili nei dati utilizzati per la verifica empirica.

Un approccio alquanto differente, rispetto a quelli descritti sinora,

affronta la questione da un punto di vista prettamente empirico. Ponendosi, infatti, nell'ottica di un'istituzione beneficiaria, viene stimata l'elasticità dell'ammontare di donazioni private ricevute rispetto alle spese per fund raising ed ai trasferimenti di natura pubblica. In particolare, viene così testata l'efficacia delle strategie attuate nel processo di raccolta fondi, e la misura in cui i trasferimenti pubblici sono in grado di svolgere un ruolo di segnalazione ai potenziali donatori delle istituzioni più meritevoli, aumentandone la reputazione e stimolando questi ultimi al loro supporto finanziario; si parla in quest'ultimo caso di *crowding-in dei trasferimenti pubblici*. Fra i primi contributi in tal senso citiamo i lavori di *Khanna e Sandler* (1995) focalizzato sul *Regno Unito* e di *Okten e Weisbrod* (2000) che prende in esame i dati statunitensi; si riferisce invece alla *Spagna* il lavoro di *Marcuelo e Salas* (2001).

Una prospettiva ancora diversa sta alla base della ricerca di *Andreoni e Payne* (2001) che analizza *l'effetto dei trasferimenti pubblici sull'impegno nel fund-raising dell'istituzione nonprofit ricevente*. Secondo un tale approccio, quest'ultima potrebbe considerare in maniera diversa il problema del proprio finanziamento (garantito dai contributi pubblici) e ridurre le proprie attività di raccolta fondi per concentrarsi su quelle che ne costituiscono la ragion d'essere, e in tal modo si verificherebbe una riduzione delle entrate provenienti da donazioni. Viene così riportato nuovamente in luce l'effetto di spiazzamento (*crowding-out*) dell'intervento pubblico, seppure questa volta attraverso una canale indiretto.

Le *donazioni patrimoniali*, in particolare degli individui più facoltosi, sono invece l'oggetto principale dei più recenti lavori di *Havens e Schervisch* (1999 - 2003) del Social Welfare Research Institute del Boston College. In particolare, nel paper "Millionaires and the Millennium: New Estimates of the Forthcoming Wealth Transfer and the Prospects for a Golden Age of Philantropy." i due autori simulano, attraverso un modello che tenteremo in qualche modo di replicare nel capitolo 3, l'ammontare complessivo dei trasferimenti di ricchezza mortis causa per gli Stati Uniti, nel prossimo futuro (nel periodo 1998-2052, con una stima intermedia a tutto il 2017) con una particolare attenzione rivolta alla distribuzione (fra oneri fiscali, lasciti ereditari, donazioni ad istituzioni nonprofit, e spese di varia natura) di tali ingenti somme.

Non mancano, infine, contributi volti a proporre una *rassegna della letteratura internazionale sui temi fin qui descritti: ad esempio Weisbrod (1988), Brosio e Zanola (1996) e Revelli (2003).*

1.1.2 Le implicazioni

Come spesso avviene nel campo della ricerca empirica, anche sul tema delle donazioni non si ottengono risultati univoci quando si passa alla verifica sui dati reali delle principali implicazioni dei modelli analizzati. Cominciamo, innanzi tutto, con la descrizione di tali implicazioni; nel prossimo paragrafo proporremo una breve rassegna dei relativi risultati. Per primo ci si è posto il problema di stimare le diverse componenti che determinano l'impatto sulle donazioni private della politica fiscale. Il livello dell'imposizione fiscale, infatti, ha un duplice effetto (che si muove in direzioni opposte) sulla decisione di donare. In via diretta esso influenza il prezzo delle donazioni: quanto maggiore è l'aliquota fiscale cui l'individuo è soggetto, tanto più elevata sarà la convenienza a donare. Allo stesso tempo, l'ammontare delle donazioni viene influenzato indirettamente, in quanto la tassazione diminuisce il reddito disponibile dell'individuo e quindi la base monetaria dalla quale trarre la quota da destinare a scopi benefici.

Il primo effetto costituisce il cosiddetto *effetto di sostituzione*, il secondo l'*effetto di reddito*; determinarne l'importanza relativa appare cruciale al fine di valutare correttamente le conseguenze di differenti politiche fiscali. Anche la forma del trattamento fiscale delle donazioni (deduzione dall'imponibile o detrazione dall'imposta) influisce sull'efficacia e sull'efficienza di possibili incentivi fiscali: con il primo termine intendiamo la capacità di aumentare l'ammontare totale delle donazioni, con il secondo facciamo riferimento al benessere collettivo e consideriamo congiuntamente le conseguenze

8) Ad esempio: per misurare l'efficacia di un aumento della detrazione d'imposta concessa a fronte di donazioni occorre confrontare il minor gettito derivante da tale decisione con l'aumento indotto delle donazioni private (in altre parole, con quella quota di donazioni che in assenza dell'incentivo fiscale l'individuo non avrebbe deciso di stanziare e che rimane interamente a suo carico)

sul gettito fiscale e sul valore totale delle donazioni⁸.

Un altro tema controverso, sul quale si è misurata la ricerca empirica, è poi quello dello spiazzamento (*crowding-out*) delle donazioni private da parte della spesa pubblica. In un modello “di beni pubblici”, infatti, la decisione di donare è determinata dall’interesse dell’individuo alla fornitura di un determinato livello di un bene (quello prodotto dall’organizzazione nonprofit beneficiaria della donazione) di natura pubblica. Ne deriva il fatto che la produzione di tale bene da parte dell’ente statale, attraverso il ricorso alla spesa pubblica, riduce l’interesse dell’individuo a finanziarne la produzione da parte dell’organizzazione nonprofit tramite erogazioni liberali.

Ma questo non è l’unico modo in cui un individuo possa contribuire alla produzione di beni da parte di un’organizzazione nonprofit; egli, infatti, può scegliere di prestare un’attività lavorativa volontaria presso tale istituzione. Per questo motivo, al fine di analizzare in modo corretto il fenomeno del *crowding-out* (ma anche, e soprattutto, per studiare più in profondità l’intera questione delle donazioni al nonprofit) si sono sviluppati, come detto nel paragrafo precedente, modelli che considerano in maniera congiunta le donazioni di tempo e di denaro.

Entro tale contesto si è quindi cercato di verificare quale tipo di relazione esistesse fra tali due forme di donazione. Un rapporto di sostituibilità, in cui la donazione monetaria è considerata un bene sostituto della prestazione di un’attività di volontariato da parte del medesimo soggetto; ovvero un nesso di complementarietà, secondo il quale gli individui che decidono di donare una parte del proprio tempo alle istituzioni nonprofit sono anche quelli che, con maggiore probabilità, decideranno di sostenere tali organizzazioni attraverso erogazioni liberali in denaro.

Parallelamente a tali obiettivi, la ricerca empirica ha inoltre analizzato la relazione esistente fra la decisione di donare e le variabili di controllo di volta in volta disponibili, ad esempio l’età, il titolo di studio, la qualifica professionale del capofamiglia, ovvero la composizione del nucleo familiare, la titolarità di immobili e di altri beni patrimoniali (reali o finanziari). Quest’ultimo punto sarà sviluppato in modo approfondito nel prossimo capitolo nel quale, utilizzando i

dataset disponibili, cercheremo di delineare il profilo del donatore italiano medio, con l'obiettivo di proporre alcune considerazioni (più che altro di buon senso) sul potenziale di sviluppo delle donazioni nel nostro paese.

Infine, tornando alle teorie che si basano su di un punto di vista interno all'organizzazione nonprofit, le verifiche empiriche riguardano, come abbiamo accennato il *crowding-in* delle spese di fund-raising e dei trasferimenti pubblici alle istituzioni nonprofit. Entrambi tali effetti hanno una duplice componente (che spinge in direzioni contrarie): per quanto riguarda l'attività di fund-raising, da un lato essa aumenta i costi sostenuti dall'organizzazione e, di conseguenza, può avere l'effetto di aumentare il prezzo dei beni prodotti (che in tali studi appare correlato negativamente alle donazioni ricevute); dall'altro, tale attività ha lo scopo istituzionale di promuovere la raccolta di denaro fra i privati. Analogamente, i trasferimenti pubblici possono esercitare un effetto positivo sulla reputazione e sull'immagine dell'istituzione nonprofit e stimolare, per tale via, le donazioni ad essa destinate; ma allo stesso tempo, essi riducono la necessità per tale istituzione di richiedere contributi ai privati cittadini.

1.1.3 Le verifiche empiriche

Quello della stima degli effetti di reddito e di sostituzione è il filone di ricerca empirica sul quale sono stati sviluppati il maggior numero di contributi: qui intendiamo fornire una breve rassegna dei risultati più recenti dalla quale emerge in modo piuttosto chiaro, seppure non del tutto univoco, che le donazioni aumentano in modo meno che proporzionale all'aumentare del reddito (l'elasticità rispetto al reddito è tendenzialmente inferiore ad uno⁹). Una variabilità maggiore si riscontra in riferimento all'elasticità al prezzo che risulta quasi sempre negativa, cioè all'aumentare del prezzo - che, lo ricordiamo, dipende negativamente dall'aliquota fiscale del-

9) Ricordiamo che, in generale, l'elasticità della variabile y rispetto alla variabile x misura la variazione determinata nel valore di y da un aumento di una unità del valore di x .

l'individuo - diminuisce il volume delle donazioni. Spesso tale parametro assume un valore assoluto superiore ad uno, implicando che una politica fiscale volta ad agevolare le donazioni sarebbe anche efficiente dal punto di vista dei benefici collettivi, considerando il fatto che, oltre ad aumentare il valore totale delle donazioni, aumenterebbe anche la quota interamente a carico del donatore.

Osservando i risultati di alcuni dei lavori più recenti, che affrontano la questione da un punto di vista dinamico, notiamo poi una diversa elasticità, sia rispetto al reddito sia rispetto al prezzo fiscale della donazione, a seconda del fatto che la variazione sia transitoria o permanente; oltre a notare una probabile maggiore importanza dell'effetto di reddito.

Esaminiamo ora alcune delle principali verifiche empiriche sul tema dello spiazzamento delle donazioni private derivante dalla spesa pubblica. Come detto in precedenza, il modello di spiegazione della decisione di donare posto alla base di tale fenomeno è quello dei beni pubblici. Se tale specificazione descrivesse la realtà in modo corretto, un aumento della spesa pubblica per la fornitura di un determinato bene pubblico prodotto anche dalle organizzazioni non-profit, dovrebbe portare ad una proporzionale diminuzione delle donazioni. Conseguentemente, l'elasticità di sostituzione delle donazioni rispetto alla spesa pubblica dovrebbe essere pari ad uno; in realtà è molto difficile individuare la variabile che rappresenti la quota della spesa pubblica destinata alla produzione dei beni e servizi prodotti anche da istituzioni nonprofit.

In ogni caso, i risultati empirici mostrano valori sufficientemente distanti dall'unità (in valore assoluto) tali da far ritenere necessaria l'inclusione di altre motivazioni (altruismo puro ed impuro) per descrivere in modo realistico la decisione di donare ad organizzazioni nonprofit. I modelli più recenti, che includono anche l'attività di volontariato mostrano risultati maggiormente coerenti con l'ipotesi di spiazzamento (in effetti appare corretto considerare che la spesa pubblica possa avere effetti su entrambe le tipologie di donazione) presentando valori più vicini all'unità, ma in ogni caso *non capaci di giustificare l'ipotesi che il modello dei beni pubblici spieghi completamente la decisione di donare.*

Attraverso l'utilizzo di tali modelli è anche possibile studiare il rap-

porto fra le donazioni di tempo e di denaro al fine di determinare se queste siano perfettamente sostituibili l'una con l'altra, ovvero reciprocamente complementari.

I diversi modelli utilizzati, conducono tuttavia ad implicazioni opposte: il *modello dei beni pubblici*, infatti, implica una *perfetta sostituibilità* fra donazioni monetarie e volontariato (Duncan 1998) peraltro confermata dai dati empirici. Lo studio di tale fenomeno utilizzando un *modello di altruismo con effetto "warm-glow"* (Andreoni, Gale e Scholz 1996) in cui il volontario trae un'utilità tanto superiore quanto più elevato è il valore della sua opera per l'istituzione in cui lavora, porta a concludere, di nuovo con il supporto dei dati empirici, che le donazioni di tempo e di denaro sono *complementari* fra loro.

Più univoci sono i risultati riguardanti il rapporto fra le donazioni ed alcune caratteristiche socio-economiche. In particolare, età, livello d'istruzione e di reddito risultano positivamente correlate al valore delle donazioni nella maggior parte delle ricerche; mentre riguardo al genere non sembra possibile trarre indicazioni conclusive.

I principali risultati degli studi condotti attraverso un'analisi "interna" all'istituzione nonprofit dimostrano, infine, che *l'incidenza dei trasferimenti pubblici risulta tendenzialmente nulla in quanto l'effetto positivo sulla reputazione e sull'immagine dell'organizzazione beneficiaria viene contrastato dall'effetto negativo per il quale quest'ultima ha una minor necessità di ricevere donazioni.*

1.2 I dataset disponibili

Abbiamo già fatto cenno in precedenza alla circostanza che la natura e la qualità dei dati a disposizione abbiano svolto un ruolo non secondario nello sviluppo della teoria economica relativa al mondo del nonprofit, limitando, almeno in parte, la possibilità di testare empiricamente la capacità descrittiva dei diversi modelli analizzati. In particolare, per quanto riguarda l'Italia, la carenza informativa riguardante il terzo settore, in generale, e più nello specifico il tema delle donazioni ha costituito fin qui un notevole limite alle possibilità di sviluppo della ricerca in quest'ambito.

1.2.1 I dati italiani

Nel nostro paese la disponibilità di dati relativi alle donazioni dei privati cittadini alle organizzazioni nonprofit è molto ridotta. Le uniche fonti istituzionali sono rappresentate: dal Ministero delle Finanze (con i dati relativi alle dichiarazioni dei redditi delle persone fisiche) e dall'Istat (dati del censimento delle istituzioni nonprofit).

Nel primo caso si possono osservare il numero e l'ammontare complessivo degli oneri relativi alle erogazioni liberali cui il sistema tributario italiano concede agevolazioni fiscali (sia sotto forma di deduzione dalla base imponibile del donatore che di detrazione d'imposta) in relazione all'imposta personale sui redditi.

Nel secondo sono invece quantificate le somme donate alle istituzioni nonprofit attraverso la raccolta dei dati di bilancio di queste ultime (senza, quindi, la possibilità di ricondurre gli importi donati ai singoli soggetti donatori¹⁰).

La maggior parte degli archivi disponibili trae invece la propria origine da specifiche indagini che affrontano, con impostazioni e sfumature differenti fra loro, la tematica delle donazioni al terzo settore. In particolare, ci riferiamo alle banche dati di fonte Ispo e Doxa per le quali non abbiamo, tuttavia, potuto disporre dei microdati.

Nel primo caso l'indagine si propone di "tracciare il profilo di coloro che erogano donazioni alle associazioni nonprofit" cercando inoltre di evidenziare le motivazioni alla base della decisione di non donare, le principali tipologie dei soggetti beneficiari nonché i canali di conoscenza di tali soggetti. L'indagine Doxa ha un disegno per molti versi simile, ma indaga inoltre sul tema della responsabilità sociale delle imprese con l'obiettivo di fornire uno scenario di informazione utile alle aziende che sostengono o intendono sostenere cause sociali da utilizzare nella loro comunicazione.

I due dataset che abbiamo utilizzato per le elaborazioni di cui daremo conto nel prossimo capitolo sono: l'archivio di Consodata S.p.A., e quello dell'indagine Irs sul Valore Aggiunto Sociale (da cui questo

10) Non è quindi possibile farne uso al fine di studiare le motivazioni alla base della decisione individuale di donare.

lavoro trae origine e spunto).

Per quanto riguarda il primo, si tratta dei dati raccolti in occasione delle indagini di mercato svolte con cadenza annuale da tale società - di proprietà del gruppo Seat Pagine Gialle - attraverso l'invio, unitamente alla distribuzione delle pagine gialle, di un questionario per la rilevazione. Lo scopo di tale lavoro è chiaramente diverso rispetto all'obiettivo di questa ricerca; essendo infatti mirato all'identificazione di possibili target di riferimento nell'ambito dello studio di adeguate politiche di marketing aziendale, ma la presenza di tutta una serie di informazioni riguardanti il comportamento degli intervistati relativamente alle donazioni monetarie alle istituzioni nonprofit lo rende particolarmente utile alla nostra indagine. Tale banca dati risulta ampiamente rappresentativa rispetto all'universo delle famiglie italiane e l'estraneità rispetto al nostro disegno di ricerca, esclude, almeno tendenzialmente, la probabilità di distorsione della base campionaria.

L'archivio Irs, invece, è il frutto di un'indagine realizzata nella primavera del 2002 su un campione significativo di cittadini italiani utilizzando il metodo della valutazione contingente, al fine di stimare il Valore Aggiunto Sociale (VAS) del nonprofit (dato dalla differenza tra i benefici diretti e indiretti generati dal settore e i costi totali sostenuti per svolgere le sue attività) e sfociata nella pubblicazione di un volume¹¹ da cui anche questa ricerca trae la propria origine.

Tale metodologia, mutuata dall'economia ambientale, viene di solito utilizzata per stimare il valore dei cosiddetti "beni pubblici" (cioè di quei beni per i quali non vale il principio di escludibilità e che quindi, una volta forniti, possono essere usufruiti da tutta la popolazione) sondando la disponibilità a pagare (DAP) per un determinato bene in una determinata situazione ipotetica. In particolare, nell'indagine in questione la situazione ipotizzata era la possibile chiusura delle organizzazioni nonprofit per mancanza di fondi, e la richiesta agli intervistati era di specificare l'importo delle donazioni che, in tale situazione, essi sarebbero stati disposti ad effettuare.

11) *Quanto vale il nonprofit italiano? Creazione di Valore Aggiunto Sociale e Ruolo delle Donazioni*, Cima S., Fioruzzi M., Gandullia L., F. Angeli, Milano, 2002.

L'indagine ha inoltre approfondito altri aspetti del rapporto tra cittadini e nonprofit, cercando di far luce sulla quantità di donazioni in termini di denaro e di tempo (ore di volontariato) effettivamente realizzate, distinguendo per settore di destinazione. Particolare attenzione è stata poi assegnata alle motivazioni che fanno considerare importante il settore nonprofit e che incoraggiano le donazioni.

E proprio quest'ultima parte dell'indagine, con i relativi dati, ha costituito un'ulteriore fonte delle elaborazioni che esporremo nel prosieguo di questo lavoro. Sono basate su essa, in particolare, le analisi sulle variabili che possono influenzare l'ammontare delle donazioni effettuate.

Accanto alle variabili che descrivono il campione dal punto di vista economico (fascia di reddito, numero di auto possedute, di vacanze effettuate nel corso dell'anno, ecc.) e sotto l'aspetto sociale e demografico (età, titolo di studio, numero di componenti il nucleo familiare) troviamo quelle variabili, centrali per la nostra analisi, che ci informano riguardo all'atteggiamento dell'individuo di fronte alla donazione (donatore o meno, settore di destinazione della donazione, classe di importo).

Nel caso dell'archivio IRS, invece, la percentuale di donatori sale al 65% con un importo medio annuo di circa 75 euro; il 16% circa del campione presta lavoro volontario in un'istituzione nonprofit, mentre il 12% circa fa uso dei servizi forniti da tali organizzazioni.

Veniamo ora ai due principali limiti dell'insieme dei dati raccolti sul tema delle donazioni alle istituzioni nonprofit da parte degli italiani. *Innanzitutto, dal punto di vista quantitativo, si tratta di un numero limitato di fonti e, susseguentemente, di banche dati. Prescindendo, invece, dal numero di dataset disponibili, notiamo altresì una certa mancanza di sistematicità nel processo di raccolta dei dati.*

Probabilmente, alla base di tale problema vi è la natura dei soggetti che si occupano della costruzione del dataset. Il più delle volte, come detto, si tratta di istituti di ricerca (con le rispettive necessità e vincoli, anche di natura economica) interessati soprattutto all'uso immediato e non di fonti istituzionali.

Queste ultime, perseguendo finalità di tipo amministrativo, appaiono in effetti maggiormente in grado di raccogliere informazioni di carattere più generale e relative a dimensioni campionarie più vaste.

Inoltre, nel nostro paese, anche laddove tali informazioni vengano raccolte, come nel caso del Ministero delle Finanze (ci riferiamo ai dati sulle donazioni contenuti nelle dichiarazioni dei redditi) non sempre vengono rese pubbliche, neppure agli istituti di ricerca. Tali dati risultano perciò utili alle singole indagini, in base alle quali si sono stabiliti i criteri di raccolta e di selezione del campione, ma evidenziano un'efficacia minore rispetto all'obiettivo di fornire un quadro complessivo di riferimento del fenomeno delle donazioni alle istituzioni del terzo settore in Italia.

Appare dunque necessario, al fine di sviluppare adeguatamente la ricerca in quest'ambito, con potenziali risvolti positivi sulla gestione stessa delle organizzazioni appartenenti al settore nonprofit, uno sforzo incrementale nella direzione di una maggiore completezza della base informativa ed è proprio una funzione di stimolo che, pensiamo, possa svolgere questo lavoro.

Descriviamo brevemente, infine, il dataset che abbiamo utilizzato per effettuare le simulazioni relative agli scenari futuri, sia in relazione alle donazioni reddituali, sia a quelle patrimoniali. Si tratta di una selezione di variabili che deriva dai micro-dati resi disponibili dalla Banca d'Italia in occasione della pubblicazione dell'Indagine sui Bilanci delle Famiglie Italiane relativa all'anno 2000.

In particolare, abbiamo utilizzato le informazioni relative alle caratteristiche socio-demografiche, reddituali e patrimoniali delle famiglie analizzate (le caratteristiche di tipo individuale si riferiscono al capofamiglia).

Ricordiamo la composizione delle classi di età e di reddito annuo (omogenea fra i vari dataset): nel primo caso gli individui sono raggruppati nel modo seguente:

1. età inferiore a 25 anni;
2. età compresa fra 25 e 44 anni;
3. età compresa fra 45 e 65 anni;
4. età superiore a 65 anni.

Per quanto riguarda il reddito annuo, invece, sono state utilizzate le seguenti 5 classi:

1. reddito inferiore a 40 milioni di lire annui;
2. reddito compreso fra 40 e 70 milioni;

3. reddito compreso fra 70 e 100 milioni;
4. reddito compreso fra 100 e 150 milioni;
5. reddito annuo superiore ai 150 milioni di lire.

1.2.2 La situazione negli altri paesi

Negli altri paesi la disponibilità di dati relativi alle donazioni di denaro e di tempo (non sempre però entrambe le modalità in modo congiunto) è sicuramente superiore. In particolare gli *Stati Uniti* si collocano al primo posto per il numero e la qualità dei dati a disposizione.

In primo luogo consideriamo l'indagine denominata *National Study of Philanthropy* del 1974 condotta in parte dal *U.S. Census Bureau* ed in parte dal *Survey Research Center*. Essa costituisce, di fatto, una delle prime a fornire informazioni congiunte riguardanti le donazioni di denaro e l'offerta di lavoro volontario, seppure a livello di nucleo familiare (e non individuale), oltre alle variabili economiche e demografiche. Tra gli studi che si sono basati su tale indagine ricordiamo Schiff (1985) che la utilizzò per stimare lo spiazzamento della spesa pubblica sulle donazioni di tempo e denaro.

Vi è poi la "*Survey of Charitable Giving and Volunteering*" del 1990, a cura della *Gallup Organization for Independent Sector*, che costituisce, ad oggi, la principale indagine a livello nazionale che consenta lo studio congiunto della donazione di tempo (sotto forma di lavoro volontario) e di denaro. In essa sono infatti raccolte informazioni dettagliate sulle ore di lavoro annualmente prestate ad organizzazioni nonprofit distinte in 14 settori, sull'importo delle donazioni monetarie verso tali istituzioni (sempre distinte in base al settore), nonché su tutta una serie di variabili economiche e demografiche fra le quali informazioni salariali, sull'occupazione, l'età, l'istruzione, la composizione familiare, il reddito familiare ed il trattamento fiscale.

Essa appare, inoltre, ben più dettagliata delle *Survey of Consumer Finance della Federal Reserve* - disegnatte, peraltro, con scopi diversi - che includono, oltre ai dati più tipicamente economici sul livello di reddito, consumo, ricchezza ecc. dei cittadini americani, informa-

zioni circa volontariato e donazioni monetarie, con un minor livello di approfondimento. Analogo discorso vale per la *Current Population Survey*, indagine condotta in modo congiunto dal *Bureau of Labour Statistics* ed il *Bureau of Census* con una cadenza annuale in cui la maggior parte delle informazioni riguarda le caratteristiche demografiche e l'offerta di lavoro degli intervistati, che incorpora informazioni circa l'offerta di volontariato degli individui.

Citiamo infine la fonte fiscale, ovvero le *Statistics of Income* pubblicate dall'*IRS (Internal Revenue Service)* nelle quali figurano le donazioni monetarie alle istituzioni nonprofit, sia dal punto di vista degli individui donatori, sia dal punto di vista dell'istituzione nonprofit. Tale fonte è stata infatti utilizzata per quegli studi (ad esempio Okten e Weisbrod) che, analizzando la questione da un punto di vista capovolto (dall'interno dell'organizzazione nonprofit) hanno cercato di stimare il possibile effetto positivo sulle donazioni dei trasferimenti pubblici (il cosiddetto crowding-in) e delle spese sostenute da tali istituzioni per il fund-raising.

Passando ad analizzare la situazione relativa al *Regno Unito* citiamo quale principale fonte sul tema delle donazioni la *Family Expenditure Survey* che raccoglie annualmente i dati sulle spese per consumi delle famiglie inglesi utilizzando un campione di circa 7.000 famiglie. Fra le varie spese sono incluse anche le donazioni alle istituzioni nonprofit e questo ha consentito ai ricercatori inglesi di tracciare un profilo del donatore medio (oltre alle variabili citate sono, ovviamente, descritte le caratteristiche socio-demografiche dei nuclei familiari), di testare le conclusioni dei diversi modelli che spiegano le possibili motivazioni alla base della decisione di donare e di delineare la tendenza recente di tale fenomeno.

Vi è poi il dataset che raccoglie le informazioni relative agli spettatori ed ai sostenitori dell'*English National Opera (ENO)*. Sono qui descritti in dettaglio i comportamenti di consumo (del prodotto teatrale) sia degli individui che sostengono con offerte in denaro tale istituzione nonprofit, sia dei semplici spettatori. Queste informazioni sono state utilizzate (Buraschi e Cornelli 2003) per studiare le varie componenti (altruismo, effetto warm-glow, bene privato, bene pubblico) della motivazione che sta alla base della decisione di donare.

Analogamente a quanto avvenuto negli Stati Uniti, si è infine svilup-

pato, anche nel Regno Unito, un filone di ricerca volto a studiare i fattori che influenzano l'ammontare delle donazioni alle istituzioni nonprofit dal punto di vista interno all'organizzazione (ad esempio Khanna e Sandler 1998). La principale fonte informativa per tali studi è rappresentata dalle statistiche prodotte dalla *Charities Aid Foundation* raccolte sotto il nome di *Charity Statistics* per il periodo 1984-1986, di *Charity Trends* (dal 1987) che consistono, in sostanza, nei dati di bilancio (entrate ed uscite) relativi alle più importanti organizzazioni nonprofit del Regno Unito, il cui numero è cambiato nel corso degli anni (le prime indagini si riferivano alle 200 istituzioni più importanti, le ultime raccolgono dati relativi alle prime 500).

Anche nel caso del *Canada* i primi studi sulle donazioni al settore nonprofit (Kitchen e Dalton 1990 e 1992) si sono serviti delle informazioni contenute in un'edizione particolare della *Family Expenditure Survey*, nella quale, accanto ai dati su consumi, redditi e ricchezza, situazione socio-demografica dell'unità familiare sono stati acquisite anche le informazioni relative alle donazioni alle istituzioni nonprofit (le cosiddette "charities"). Successivamente (nel 1997) è stata pubblicata la *National Survey of Giving, Volunteering and Participating* che raccoglie informazioni dettagliate riguardanti le donazioni alle charities, l'offerta di lavoro non retribuito, e le caratteristiche economiche, sociali e demografiche di un campione di oltre 18.000 unità familiari. I dati qui raccolti sono stati utilizzati, in particolare, per studiare le donazioni alle organizzazioni di carattere religioso nei diversi territori che costituiscono la nazione canadese.

Per quanto riguarda le fonti informative *spagnole* citiamo innanzi tutto le *Family Expenditure Survey* relative al 1990 ed al 1991 che raccolgono i dati relativi alle abitudini di consumo di un campione rappresentativo della popolazione spagnola composto da di più di 21.000 unità familiari. Tali archivi contengono, inoltre, i dati sulle donazioni di denaro alle istituzioni nonprofit e sono stati utilizzati dai ricercatori spagnoli (ad esempio da Garçia e Marcuelo congiuntamente ai dati sulla contabilità regionale degli stessi anni) per studiare il profilo del donatore medio, nonché gli effetti delle politiche fiscali sull'ammontare delle donazioni monetarie.

Un'altra indagine, sempre utilizzata nell'ambito di tali ricerche, è quella realizzata con riferimento al 1995 dall'*Università di Zarago-*

za, relativa ad un campione di 600 famiglie scelte in modo da rappresentare la popolazione di tale città, ed incentrata in modo particolare sulla relazione fra l'attività di volontariato e la scelta di effettuare donazioni ad istituzioni nonprofit.

Dal confronto che abbiamo effettuato risulta evidente che fuori dal nostro paese le fonti utilizzate in questo settore della ricerca sono molto più frequentemente di tipo istituzionale ed hanno una duplice natura. Da un lato, le informazioni su donazioni e volontariato sono raccolte nell'ambito delle indagini sulla spesa delle famiglie, seppure in alcuni casi tale prassi non sia continuativa ma sporadica. Dall'altro, costituiscono esse stesse l'oggetto principale delle indagini. Più in generale, si può affermare che la disponibilità di dati è sicuramente superiore, e che questo fatto, unitamente alla diversità dell'approccio in fase di costruzione della banca dati, ha consentito un maggiore avanzamento delle teorie economiche volte a studiare queste tematiche.

2. LA FIGURA DEL DONATORE, LE DETERMINANTI DELLE DONAZIONI E LA LORO EVOLUZIONE FUTURA

di Gilberto Turati e Giovanna Segre*

2.1 La figura del donatore

La definizione della figura del donatore è studiata utilizzando un semplice modello Probit e due diversi *dataset*. L'idea di fondo è quella di studiare quali variabili, in particolare demografiche, influenzano la *probabilità* che un individuo sia un donatore; la nostra variabile dipendente è pertanto una variabile *dicotomica* che assume valore 1 se l'individuo è un donatore e valore 0 nel caso contrario. Siamo interessati soprattutto ai segni dei coefficienti stimati: un segno positivo associato ad una certa variabile ci indica che quella variabile influenza positivamente la probabilità di essere un donatore; questo chiaramente ci conduce a definire le caratteristiche degli individui che donano.

I *dataset* utilizzati sono quelli di Consodata e della ricerca IRS sul Valore Aggiunto Sociale, che sono descritti in dettaglio nel capitolo 1. Una differenza rilevante che è bene però ricordare anche in questo paragrafo è relativa alla dimensione dei due campioni: mentre il campione Consodata raccoglie più di 23.000 osservazioni, quello dell'IRS non supera i 1.000 individui. È ragionevole quindi attendersi che la precisione con la quale verranno stimati i parametri di interesse sarà maggiore nel caso del campione Consodata. Una caratteristica del campione Consodata è che raccoglie osservazioni su tre anni diversi (dal 2001 al 2003) e non include gli stessi individui; tecnicamente, si dice che i dati *non* costituiscono un *panel* che segue *gli stessi* individui nel corso del tempo. Ciò induce a considerare con prudenza la stima aggregata (cioè considerando assieme i tre anni). Il modello Probit generale che abbiamo specificato considera le seguenti variabili individuali: l'età, il livello di istruzione, il sesso, il reddito, lo *status* di disoccupato; abbiamo anche inserito nel modello *dummy* geografiche che raccolgono effetti fissi (non osservati) che

* Università di Torino, Università di Torino e CERP.

sono caratteristici di ciascuna regione. La variabile età è stata suddivisa in cinque classi: individui di età inferiore ai 25 anni (che costituiscono gli individui di riferimento rispetto ai quali valutare gli effetti dell'età), individui compresi tra 25 e 44 anni, individui compresi tra 45 e 65 anni, individui maggiori di 65 anni. Allo stesso modo, la variabile reddito è stata anch'essa divisa in cinque classi: individui con reddito inferiore ai 20.000 euro annui (che costituiscono gli individui di riferimento rispetto ai quali valutare gli effetti del reddito), individui con reddito compreso tra 20.000 e 35.000 euro annui, individui con reddito compreso tra 35.000 e 50.000 euro annui, individui con reddito compreso tra 50.000 e 75.000 euro annui, individui con reddito superiore ai 75.000 euro annui. Il livello di istruzione è una variabile *dummy* che assume valore 1 quando l'individuo è diplomato o laureato. Anche il sesso è una variabile *dummy* che assume valore 1 quando l'individuo è di sesso femminile. Sulla base di lavori precedenti, ci attendiamo un effetto positivo dell'età e del reddito, nonché del livello di istruzione, sulla probabilità di essere un donatore.

Abbiamo stimato un primo modello considerando il campione aggregato (comprendente i tre anni) e abbiamo poi valutato la robustezza dei risultati stimando lo stesso modello sui tre anni separatamente, ottenendo come risultato una variazione dei coefficienti stimati da un anno all'altro. Sulla base di questi risultati, la tabella 2.1 raccoglie le stime sul campione aggregato di 23.204 osservazioni, tentando però di correggere per l'anno di rilevazione (semplicemente attraverso l'utilizzo di variabili *dummy* uguali ad 1 in corrispondenza dell'anno di rilevazione).¹² Il modello è stato specificato tenendo conto di due esigenze: la possibilità di includere variabili utili per il modello previsionale oggetto del terzo paragrafo di questo capitolo e la specificazione di un modello "parsimonioso" (che escludesse cioè variabili demografiche non significative dalla stima). Il modello sembra ben specificato, come dimostra il Likelihood Ratio test altamente significativo. È tuttavia un modello che spiega "poco" della varianza complessiva, come segnalato dal pseudo R^2 (pari a 0,0736). L'analisi dei

12) Come era facile prevedere, tali *dummy* si sono verificate significative nella stima, a sottolineare che gli anni di rilevazione incidono sui parametri stimati.

risultati mostra che la relazione tra la probabilità di essere un donatore e l'età è positiva (e i coefficienti stimati sono statisticamente significativi): individui più "anziani" sono anche individui più propensi a donare rispetto ai giovani; la magnitudine del coefficiente stimato cresce infatti al crescere della classe di età. Le stesse indicazioni si ottengono per quanto riguarda il reddito: la dimensione del coefficiente cresce al crescere della classe di reddito, così che individui più "ricchi" sono anche più propensi a donare rispetto a individui con reddito inferiore a 20.000 euro; anche in questo caso, i coefficienti sono statisticamente significativi. Pure l'istruzione agisce nella direzione attesa: individui in possesso di un diploma o di una laurea sono anche individui più propensi a donare. Per quanto riguarda poi le altre variabili, gli individui di sesso femminile sono più propensi a donare di quelli di sesso maschile, mentre lo *status* di disoccupato peggiora la probabilità di essere un donatore. *La valutazione generale, che emerge da questo primo modello stimato, è quindi che la probabilità di osservare un donatore tende a crescere quando l'individuo è di sesso femminile ed è istruito; ed è tanto più elevata quanto più cresce il reddito e l'età.*

Tabella 2.1 - Modello Probit sul campione Consodata

Probit estimates					Number of obs = 23204	
					LR chi2(6) = 2309.96	
					Prob > chi2 = 0.0000	
Log likelihood = -4190664					Pseudo R2 = 0.0736	
donatore	Coef.	Std. Err. z		P> z	[95% Conf. Interval]	
Icleta_2	0,34250	0,02988	11,46	0,000	0,28394	0,40106
Icleta_3	0,59391	0,03092	19,21	0,000	0,53330	0,65452
Icleta_4	0,72519	0,03417	21,22	0,000	0,65822	0,79216
istru	0,11032	0,01894	5,83	0,000	0,07321	0,14744
sesso	0,06460	0,01730	3,73	0,000	0,03069	0,09851
Icred_2	0,16840	0,02110	7,98	0,000	0,12704	0,20975
Icred_3	0,28215	0,02784	10,14	0,000	0,22759	0,33671
Icred_4	0,30548	0,03349	9,12	0,000	0,23983	0,37112
Icred_5	0,32947	0,04514	7,30	0,000	0,24099	0,41795
disoccupato	-0,10204	0,05080	-2,01	0,045	-0,20161	-0,00248
Ianno_2	0,54960	0,02164	25,40	0,000	0,50719	0,59201
Ianno_3	0,65910	0,02502	26,35	0,000	0,61006	0,70813
Icreg_2	0,19226	0,19320	1,00	0,320	-0,18640	0,57092
Icreg_3	0,11994	0,03880	3,09	0,002	0,04390	0,19599
Icreg_4	-0,00164	0,08335	-0,02	0,984	-0,16501	0,16173
Icreg_5	0,05636	0,04484	1,26	0,209	-0,03153	0,14425
Icreg_6	0,00227	0,06376	0,04	0,972	-0,12270	0,12724
Icreg_7	0,00338	0,06465	0,05	0,958	-0,12332	0,13008
Icreg_8	0,00761	0,04461	0,17	0,864	-0,07982	0,09505
Icreg_9	0,13356	0,04349	3,07	0,002	0,04833	0,21879
Icreg_10	-0,09116	0,30632	-0,30	0,766	-0,69153	0,50922
Icreg_11	0,17576	0,05353	3,28	0,001	0,07083	0,28069
Icreg_12	-0,05282	0,04572	-1,16	0,248	-0,14243	0,03680
Icreg_13	0,06308	0,05959	1,06	0,290	-0,05372	0,17988
Icreg_14	-0,03779	0,08787	-0,43	0,667	-0,21002	0,13444
Icreg_15	-0,01153	0,04372	-0,26	0,792	-0,09722	0,07416
Icreg_16	-0,12587	0,08876	-1,42	0,156	-0,29983	0,04809
Icreg_17	0,12966	0,06575	1,97	0,049	0,00080	0,25853
Icreg_18	-0,08541	0,18378	-0,46	0,642	-0,44560	0,27479
Icreg_19	-0,12052	0,04268	-2,82	0,005	-0,20417	-0,03687
Icreg_20	-0,00474	0,04606	-0,10	0,918	-0,09502	0,08554
_cons	-0,87816	0,04664	-18,83	0,000	-0,96959	-0,78674

Risultati in qualche modo analoghi emergono dalla stima dello *stesso modello* utilizzando però i dati dell'IRS. Sulla base del Likelihood Ratio test, anche in questo caso il modello sembra bene specificato. La varianza spiegata, misurata dal pseudo R^2 (pari a 0,0477), è addirittura inferiore a quella del modello precedente. Anche in questo caso, l'età influenza positivamente la probabilità di essere un donatore: la magnitudine dei coefficienti stimati cresce al crescere delle classi di età ma i livelli di significatività delle stime, pur permanendo entro il 10%, peggiorano rispetto al caso precedente. Questo effetto è particolarmente evidente per le classi di reddito: i coefficienti stimati sono positivi ma solo il coefficiente della seconda classe di reddito è statisticamente significativo ai normali livelli di confidenza. Anche la *dummy* sesso e la *dummy* disoccupato, pur presentando gli stessi segni della stima condotta sul campione Consodata, non sono statisticamente significativi. Al contrario, la variabile istruzione è positiva e statisticamente significativa. La valutazione generale dei risultati sul campione IRS è quindi meno ricca rispetto al caso precedente: qui la probabilità di essere un donatore cresce al crescere dell'età e del livello di istruzione, mentre è meno chiara la relazione con il reddito.

Una possibile spiegazione dei differenti livelli di significatività dei coefficienti relativi alla classe di reddito, fa riferimento ad un atteggiamento in parte differente dei soggetti intervistati nelle due indagini. È infatti possibile che questi ultimi possano aver riposto maggiore fiducia nella riservatezza delle "informazioni sensibili" loro richieste (quali, appunto, la classe di reddito) nel caso della rilevazione Consodata. Di conseguenza, i dati del campione IRS potrebbero raccogliere informazioni meno veritiere in riferimento a tale variabile, e ciò sarebbe la causa, in ultima analisi dei problemi di significatività riscontrati.

2.2 Come spiegare il volume di donazioni

La spiegazione del volume di donazioni osservate è stata condotta in due passi successivi. Abbiamo innanzitutto stimato un modello Probit ordinato, così da poter confrontare - come nel paragrafo precedente - i risultati ottenuti con il campione Consodata con i risultati ottenuti utilizzando il campione IRS. Abbiamo poi stimato un modello Tobit uti-

lizzando il solo campione IRS, l'unico per il quale si abbia a disposizione il dato sull'ammontare di donazioni.

A differenza del semplice modello Probit stimato nel paragrafo precedente, dove la variabile dipendente era una variabile dicotomica che assumeva valore 1 nel caso l'individuo fosse un donatore, la variabile dipendente del modello Probit *ordinato* può assumere N possibili valori *ordinabili*; nel nostro caso consideriamo come valori ordinabili delle *classi* di donazioni. Abbiamo definito, in particolare, cinque classi ($N = 5$): donazioni pari a zero, donazioni inferiori ai 25 euro annui, donazioni tra 25 e 250 euro annui, donazioni tra 250 e 500 euro annui, donazioni maggiori di 500 euro.

Come in precedenza, il modello sembra ben specificato sulla base del Likelihood Ratio test, anche se la varianza spiegata è molto contenuta (il pseudo R^2 è pari a 0,0459). È interessante innanzitutto notare la probabilità associata a ciascuno dei possibili esiti della variabile dipendente (calcolata al valore medio delle variabili indipendenti). Come era lecito attendersi, la probabilità associata alle donazioni superiori ai 500 euro annui è molto piccola, pari solo al 3,1%. Al contrario, la probabilità di osservare donazioni pari a zero è di poco inferiore al 48%. Per quanto riguarda le altre classi, si ha una probabilità pari al 21,4% di osservare donazioni fino a 25 euro annui e pari al 22,2% di osservare donazioni tra 25 e 250 euro annui. La probabilità di osservare invece donazioni tra 250 e 500 euro annui scende invece al 5,5%. L'indicazione generale che se ne può trarre è quindi che le donazioni sono in genere di piccolo (quando non piccolissimo) importo e coprono ragionevolmente una frazione minuscola del reddito annuo. *Quest'ultima affermazione induce a ritenere che l'effetto reddito derivante da un eventuale vantaggio fiscale in termini di deducibilità delle donazioni dovrebbe essere molto contenuto.* Se analizziamo i coefficienti stimati, le stesse variabili che influenzano la probabilità di essere un donatore, influenzano anche la probabilità che la donazione sia di importo maggiore (cioè ricada in una classe più elevata). Questa osservazione vale sia per le classi di reddito che per le classi di età, così come per la *dummy* istruzione e per la *dummy* sesso, variabili per le quali i coefficienti stimati sono statisticamente significativi. *Non solo quindi è più probabile che gli individui di sesso femminile, più colti, più ricchi e più avanti con l'età siano dei donatori; tali individui sono anche quelli*

caratterizzati da una probabilità maggiore rispetto agli altri individui del campione di effettuare donazioni di importo più elevato.

Indicazioni sostanzialmente analoghe emergono dalle stime condotte utilizzando il campione IRS, non “pesando” e “pesando” le osservazioni per la probabilità di appartenere al campione. Anche in questo caso, i modelli appaiono ben specificati sulla base del Likelihood Ratio test, ma la varianza spiegata rimane estremamente bassa (con uno pseudo R2 rispettivamente pari a 0,0226 e 0,0233). Come nel caso del campione Consodata, la probabilità stimata (calcolata al valor medio delle variabili indipendenti) associata alle donazioni di importo più elevato è molto piccola: addirittura non si osservano donazioni rientranti nell’ultima classe, mentre la probabilità di osservare donazioni tra 250 e 500 euro è pari al 4,38% nel caso del modello con le osservazioni “non pesate”.¹³ Una differenza sostanziale rispetto al campione Consodata è tuttavia la probabilità di non osservare donazioni (in questo caso pari solo a poco più del 18%) e, soprattutto, la probabilità di osservare una donazione fino a 25 euro annui (in questo caso pari quasi al 57%); la probabilità di osservare una donazione fra 25 e 250 euro annui è invece simile a quella stimata con il campione Consodata, e pari a poco più del 20%. La differenza con il campione Consodata è sostanziale per le indicazioni che si possono trarre: il campione IRS è caratterizzato da molti individui che donano rispetto a quello Consodata, ma l’importo di tali donazioni è molto contenuto, generalmente inferiore ai 25 euro all’anno. È interessante notare che quasi tutti i coefficienti associati alle variabili indipendenti più rilevanti (l’età, il reddito, il livello di istruzione e il sesso) risultano essere statisticamente non significativi in entrambi i modelli (quello “pesato” e quello “non pesato”), un effetto probabilmente dovuto alla dimensione delle classi di donazioni e all’importo molto contenuto della maggior parte delle donazioni.

Per indagare ulteriormente questa pista e fornire i parametri necessari alla previsione del volume di donazioni nei prossimi anni, abbiamo stimato un modello Tobit considerando come variabile dipendente l’*importo* delle donazioni. Come detto, tale informazione è disponibile

13) Le conclusioni del modello con le osservazioni “pesate” per la probabilità di appartenere al campione sono sostanzialmente analoghe e non vengono commentate per brevità.

solo con il campione della ricerca IRS. Data la possibilità di individuare anche i settori cui sono affluite le donazioni, si è stimata una serie di modelli, considerando prima l'aggregato dei settori e poi i singoli settori; la stima sui singoli settori non ha tuttavia prodotto risultati robusti, e i risultati relativi a tale esercizio non vengono qui riportati. A fini descrittivi, data la possibilità di considerare variabili come l'offerta di lavoro volontario e l'utilizzo dei servizi offerti dal nonprofit, le stime condotte in questo paragrafo hanno arricchito il modello precedente con due variabili *dummy* ulteriori: la *dummy* volontario, uguale a 1 quando l'individuo ha fatto volontariato; la *dummy* "uso nonprofit", uguale a 1 quando l'individuo ha utilizzato i servizi prodotti dalle istituzioni del Terzo Settore.¹⁴

Le stime del modello che considera come variabile dipendente l'ammontare di donazioni sul campione aggregato IRS, rispettivamente "pesando" e "non pesando" le osservazioni per la probabilità di appartenenza al campione producono risultati sostanzialmente analoghi: i coefficienti stimati per le classi di reddito e per le classi di età sono tutti statisticamente significativi ai normali livelli di confidenza e mostrano tutti il segno atteso; l'importo della donazione cresce al crescere dell'età e del livello di reddito. Lo stesso vale per l'istruzione: il possesso di un diploma o di una laurea ha un effetto positivo sull'importo della donazione (e il coefficiente stimato è statisticamente significativo). Al contrario, la *dummy* sesso non è significativa, ad indicare che l'importo della donazione non varia tra individui di sesso maschile e individui di sesso femminile; anche lo *status* di disoccupato non influenza l'ammontare di quanto viene donato. I coefficienti stimati per le *dummy* volontariato e "uso nonprofit" sono invece significativi e con il segno atteso. In particolare, *l'importo delle donazioni cresce se l'individuo contemporaneamente "dona" parte del suo tempo in attività di volontariato; vi è quindi complementarietà tra le donazioni di tempo e le donazioni di denaro. L'importo delle donazioni cresce inoltre se l'individuo in qualche modo "utilizza" i servizi offerti dalle*

14) Nel prossimo paragrafo, il modello stimato per ottenere i parametri necessari all'esercizio di previsione è un modello molto "parsimonioso", che considera solo variabili oggetto della previsione.

istituzioni nonprofit: una possibile interpretazione è quindi quella di leggere le “donazioni” come un “corrispettivo” per i servizi forniti molto spesso gratuitamente dalle organizzazioni del Terzo Settore. Ricordiamo che un’analoga relazione positiva, fra donazioni (e disponibilità a pagare) e conoscenza diretta dei servizi da queste forniti, era già emersa nella ricerca sul Valore Aggiunto Sociale del nonprofit italiano (capitolo 4).

2.3 Un esercizio di previsione

In questo paragrafo proviamo a sviluppare un primo esercizio di previsione del volume totale di donazioni a disposizione delle organizzazioni del Terzo Settore nei prossimi due decenni. A tal fine, abbiamo semplificato il modello Tobit discusso nel paragrafo precedente in modo da considerare le sole variabili oggetto di previsione, ossia il reddito e la struttura per età della popolazione, distinguendo tra uomini e donne. I risultati della stima sono presentati nella tabella 2.2. *L’individuo di riferimento è un individuo di sesso maschile, di età inferiore ai 65 anni, con un reddito inferiore ai 20.000 euro annui; per tale individuo l’ammontare di donazioni è pari a zero. L’età superiore ai 65 anni causa un incremento dell’importo delle donazioni di 40 euro. Allo stesso modo, il passaggio alla seconda classe di reddito produce un incremento del livello delle donazioni di 90 euro, che sale fino a 435 euro per individui con un reddito appartenente alla quinta classe. Infine, un individuo di sesso femminile dona circa 10 euro più di un individuo di sesso maschile.*

Il quadro descritto dal modello Tobit semplificato ci consente di calcolare il volume di donazioni complessivo a partire dalla distribuzione del reddito che caratterizza il nostro Paese. In funzione della classe di reddito a cui un individuo appartiene è, infatti, *possibile identificare il livello medio delle donazioni effettuate dall’individuo stesso, differenziando poi a seconda che si tratti di una donna, o di un soggetto con più di 65 anni di età, o entrambe le cose.* Allo scopo di determinare quanti individui appartengano alle diverse classi di reddito, si è fatto riferimento al lavoro di Brandolini e Sestito (1994), in cui viene studiata la distribuzione del reddito in Italia dal 1977-1991 sulla base del

campione di Banca d'Italia. In considerazione della relativa stabilità dei risultati ottenuti dagli autori, si è scelto di basare su tali risultati la distribuzione del reddito per tutto il periodo di previsione. La medesima distribuzione è applicata, perciò, al reddito stimato per i vari anni della simulazione, sia per gli uomini sia per le donne, sia per i soggetti di età inferiore ai 65 anni sia per i soggetti di età superiore. Si tratta naturalmente di ipotesi fortemente semplificatrici, ma tali da permettere la formulazione di una valutazione di riferimento, rispetto alla quale si possano eventualmente compiere successivi approfondimenti.

Tabella 2.2 – Modello Tobit sul campione IRS (base per la previsione)

Tobit estimates				Number of obs = 881		
				LR chi2(6) = 56.99		
				Prob > chi2 = 0.0000		
Log likelihood = -4190664				Pseudo R2 = 0.0068		
donazioneteu	Coef.	Std. Err. t		P> t	[95% Conf. Interval]	
cleta65	40,19	22,26	1,81	0,071	-3,51	83,89
se	9,69	18,40	0,53	0,599	-26,43	45,81
_Icred_2	90,70	20,06	4,52	0,000	51,34	130,07
_Icred_3	97,04	31,74	3,06	0,002	34,75	159,33
_Icred_4	223,44	54,64	4,09	0,000	116,19	330,69
_Icred_5	435,88	81,20	5,37	0,000	276,52	595,25
_cons	-51,25	18,53	-2,77	0,006	-87,62	-148,72
_se	243	7			(Ancillary parameter)	
Obs. summary: 305 left-censored observations at donazioneteu<=0						
576 uncensored observations						

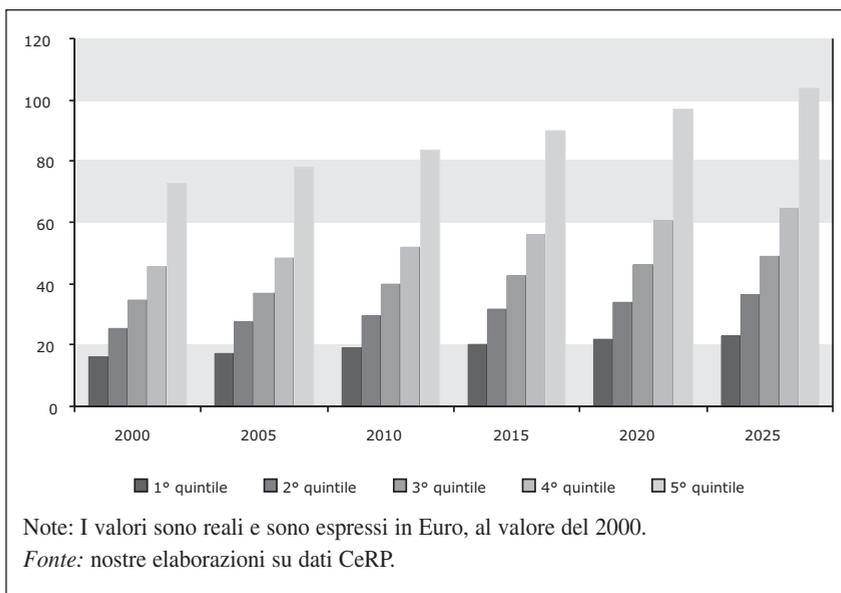
Sulla base di tale impostazione, la quantificazione del volume totale di donazioni viene determinata in funzione dei valori stimati per il Pil tra il 2000 e il 2025, distribuendo tali valori tra gli individui di età compresa tra i 15 e i 99 anni, percettori di un reddito o di una pensione, sulla base dei risultati ottenuti da Brandolini e Sestito. La distribuzione del reddito così ottenuta è presentata nella tabella 2.3 e nella figura 2.1, in cui il Pil è diviso in quintili di redditi medi, espressi in termini reali ai prezzi del 2000.

Tabella 2.3 - La distribuzione del Pil in classi tra il 2000 e il 2025

Classi di reddito	Reddito medio					
	2000	2005	2010	2015	2020	2025
A	16.393	17.527	18.861	20.266	21.796	23.274
B	25.671	27.447	29.535	31.736	34.132	36.447
C	34.520	36.909	39.717	42.676	45.898	49.012
D	45.377	48.517	52.208	56.098	60.334	64.426
E	72.958	78.006	83.942	90.196	97.006	103.586

Note: I valori sono reali e sono espressi in Euro, al valore del 2000.
 Fonte: nostre elaborazioni su dati CeRP.

Figura 2.1 -La distribuzione del Pil in classi tra il 2000 e il 2025 (migliaia di euro)



La definizione dell'evoluzione del reddito e del numero di percettori di un reddito da lavoro o di una pensione per il periodo di previsione si basa sui risultati di uno studio condotto recentemente dal CeRP (Center for Research on Pensions and Welfare Policies) nel-

l'ambito del progetto "Demography, Institutions and Distributions" finanziato dalla DG EMPL (Directorate General for Employment and Social Affairs) della Commissione Europea. Nell'ambito di tale ricerca è stato, infatti, costruito un modello in grado di simulare, seppur sulla base di alcune ipotesi esogenamente date, l'evoluzione di variabili quali il Pil, il tasso di occupazione, il reddito medio e diverse componenti di spesa sociale. Tutti i risultati ottenuti riflettono in maniera esplicita l'andamento demografico definito per l'Italia tra il 2000 e il 2025 dalle proiezioni di Eurostat. Il modello si sviluppa, inoltre, in linea con le previsioni formulate dal Working Group on Ageing Populations dell'Economic Policy Committee (2001), per il periodo compreso tra il 2000 e il 2050, sull'andamento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro, sia della popolazione compresa tra i 15 e i 54 anni, sia di quella compresa tra i 55 e i 64 anni, differenziando tra uomini e donne. Analogamente, il valore della crescita della produttività, assunto nella simulazione pari all'1,75% annuo, deriva dalle indicazioni fornite dall'Ageing Working Group. Sulla base di tali ipotesi, il modello di previsione permette di determinare il tasso di crescita del Pil nel periodo di simulazione considerato, e quindi di calcolare, per gli anni rilevanti della simulazione, il livello del Pil atteso. I risultati ottenuti sono presentati nella tabella che segue, dove sono indicati inoltre i valori delle principali variabili del mercato del lavoro determinate dalla simulazione.

Tabella 2.4 - L'andamento delle principali variabili macroeconomiche tra il 2000 e il 2025¹⁵

	2000	2005	2010	2015	2020	2025
Pil in milioni di	1.166.548	1.269.485	1.386.385	1.522.738	1.658.414	1.784.688
Tasso di crescita						
annuo del Pil	—	1,71%	1,78%	1,89%	1,72%	1,48%
Tasso di occupazione						
Donne	30,82%	31,41%	32,05%	33,01%	33,54%	33,64%
Totale	43,51%	43,44%	43,54%	43,93%	43,96%	43,71%
Tasso di disoccupazione						
Uomini	8,13%	7,95%	7,90%	7,13%	6,75%	6,38%
Donne	14,53%	14,12%	13,97%	12,54%	11,79%	11,05%
Totale	10,59%	10,36%	10,31%	9,32%	8,82%	8,32%

Fonte: Simulazione CeRP.

A partire dai valori stimati del Pil, dalla distribuzione del reddito derivante dall'applicazione dei risultati di Brandolini e Sestito e dai risultati della simulazione del CeRP relativamente al numero di soggetti che percepiscono un reddito da lavoro o una pensione, è stato possibile portare a termine l'esercizio di previsione e determinare il volume totale di donazioni a disposizione delle organizzazioni del Terzo Settore fino al 2025. *I calcoli portano a stimare un aumento dell'ammontare complessivo delle donazioni per tutto il periodo in termini assoluti, mentre esclusivamente fino al 2015 in valori percentuali del Pil, come presentato nella tabella che segue.*

Tabella 2.5 - L'andamento delle donazioni al Terzo Settore tra il 2000 e il 2025

	2000	2005	2010	2015	2020	2025
Totale donazioni	2.149	3.538	4.384	4.858	4.935	5.037
Donazioni in % Pil	0,18	0,28	0,32	0,32	0,30	0,28

Note: I valori sono reali e sono espressi in milioni di Euro, al valore del 2000.
Fonte: nostre elaborazioni su dati CeRP.

15) "Il tasso di occupazione e il tasso di disoccupazione riportati nella tabella si riferiscono rispettivamente al rapporto tra il numero di occupati di età compresa tra 15 e 99 anni rispetto alla popolazione di età compresa tra 15 e 99 anni e al numero di disoccupati di età compresa tra 15 e 99 anni rispetto alla forza lavoro di età compresa tra 15 e 99 anni".

Le motivazioni di tale dinamica risiedono principalmente nell'andamento demografico, che nel nostro Paese conduce a un minor numero di lavoratori attivi accompagnato da un incremento degli individui in età anziana, derivante dal deciso aumento della vita attesa. Negli anni considerati il saldo demografico previsto è negativo e complessivamente pari a una diminuzione di circa 626 mila individui. In relazione agli individui di età anziana, al contrario, è previsto un incremento complessivo di circa 2.870 mila persone. *L'andamento crescente dell'ammontare complessivo delle donazioni è spiegato, quindi, in parte dal fatto che il modello prevede un aumento dei percettori di un reddito tra i soggetti con età superiore ai 65 anni, e a costoro è associato un ammontare addizionale di donazioni quantificato in circa 40 euro. Analogamente, il modello di simulazione prevede un aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro, a cui è associato un effetto positivo in termini di donazioni, quantificato, come si è detto, in media in donatrici che offrono circa 10 euro in più rispetto ai donatori uomini. Parte della spiegazione dell'aumento delle donazioni complessive dipende però dal fatto che le classi di reddito di riferimento, stimate dal modello Tobit, sono mantenute costanti per tutto il periodo di simulazione. In questo modo i risultati sono influenzati dall'aumento dei redditi legato alla crescita della produttività, che fa corrispondere i redditi stimati a classi di reddito legate a livelli di donazione via via maggiori. Oltre a ciò, i risultati presentati riflettono una potenziale sovrastima anche poiché si è fatto riferimento a un'approssimazione dei redditi tramite il Pil, in cui sono compresi anche gli interessi, le rendite e gli utili, non distinguendo inoltre tra redditi netti e redditi lordi.*

2.4 Una ipotesi di valutazione delle donazioni al 2050

I risultati ottenuti nell'esercizio di previsione descritto al paragrafo precedente possono essere utilizzati per estendere l'orizzonte di previsione dal 2025 al 2050. I valori stimati sulla base del modello del CeRP per il numero dei lavoratori e dei pensionati possono essere proiettati per i successivi 25 anni in funzione delle previ-

sioni demografiche dell'Italia. Mantenendo costante la proporzione, ottenuta per il 2025, tra il numero di lavoratori uomini con età compresa tra i 15 e i 65 anni e il totale della popolazione maschile di quell'età nei diversi anni della proiezione, si ottiene il numero dei lavoratori maschi, analogamente per le donne, rispetto alla popolazione femminile tra i 15 e i 65 anni, e per i pensionati uomini o donne, rispetto alla popolazione maschile e femminile con più di 65 anni. Si è, inoltre, ipotizzata una crescita del Pil costante tra il 2025 e il 2050 al livello raggiunto nel 2025, pari a circa l'1,5%. La plausibilità di tale ipotesi, nel contesto di una popolazione che diminuisce continuamente e che invecchia, richiede l'assunzione di un livello della produttività particolarmente sostenuto. Non è stata, invece, inserita nessuna ipotesi di aumento della propensione a donare degli italiani se non per l'effetto, in qualche modo "automatico" determinato dalla variazione della redditività, dell'età media e della composizione della popolazione. Non abbiamo dunque ipotizzato alcuna riduzione del pronunciato divario esistente (nel rapporto fra donazioni e Pil) fra l'Italia e gli altri paesi sviluppati, quali ad esempio gli Stati Uniti in cui tale rapporto è ben superiore e pari all'1%.

Sulla base di queste ipotesi semplificatrici, e mantenendo ancora costante la distribuzione del reddito ottenuta da Brandolini e Sestito (1994), è possibile calcolare l'ammontare complessivo delle donazioni fra il 2030 e il 2050. La tabella che segue presenta i risultati ottenuti applicando la stessa metodologia di calcolo seguita nella prima parte dell'esercizio di previsione, come esposta nel paragrafo precedente.

Tabella 2.6 - L'andamento delle donazioni al Terzo Settore tra il 2025 e il 2050

	2030	2035	2040	2045	2050
Totale donazioni	5.920	7.336	7.296	7.994	9.820
Donazioni in % Pil	0,31	0,35	0,33	0,33	0,38

Note: I valori sono reali e sono espressi in milioni di Euro, al valore del 2000.
Fonte: nostre elaborazioni.

L'andamento descritto nella tabella è dovuto principalmente al fatto che le classi di reddito definite dalla stima del modello Tobit all'estendersi del periodo di previsione risultano via via sempre meno stringenti, vista l'ipotesi di crescita reale positiva del Pil. *Ciò significa che un numero sempre maggiore di individui risulta essere donatore di importi maggiori. Accanto a ciò, è importante però rilevare come le previsioni demografiche portino a stimare un numero sempre crescente di soggetti di età superiore ai 65 anni, a cui sono associate donazioni più alte.*

3. LE DONAZIONI AL NONPROFIT E LA RICCHEZZA DEGLI INDIVIDUI

di Paolo Canino, Stefano Cima* e Massimo Fioruzzi**

3.1 Le donazioni patrimoniali: disponibilità di dati

Per quanto riguarda le donazioni patrimoniali non esistono ad oggi, nel nostro paese, rilevazioni specifiche né stime di qualsiasi genere. Il loro valore, quindi non è identificabile in base alle statistiche ufficiali e dovrebbe risultare incluso nella voce donazioni della ricerca dell'Istituto nazionale di statistica¹⁶.

Non ci risultano esistere finora indagini specifiche sul fenomeno delle donazioni patrimoniali, comprendenti per lo più lasciti in vita o testamentari di natura immobiliare, mobiliare e, tra questi ultimi, i valori finanziari (azioni, titoli di credito, liquidità). Le difficoltà incontrate sono state maggiori di quelle messe in preventivo e il risultato della ricerca ne ha risentito in quanto le proiezioni e gli scenari si basano non completamente su parametri ufficiali e su verifiche empiriche, ma anche e per il resto, su ipotesi di lavoro solo parzialmente verificate.

La quantificazione del valore complessivo delle donazioni patrimoniali al terzo settore è dunque avvenuta in modo indiretto, applicando ai dati Istat del 1999 relativi alle entrate da donazioni e lasciti la medesima ripartizione riscontrata nei dati di bilancio (relativi al 2001) di alcuni enti di grandi dimensioni che fanno parte del Summit della Solidarietà, in particolare i dati si riferiscono a 13 dei 19 enti associati (tabella 3.1). In questo modo si è proceduto alla stima dell'entità del flusso annuale di donazioni patrimoniali destinate al nonprofit; tanto alle organizzazioni più

* Istituto per la Ricerca Sociale

** Summit della Solidarietà.

16) Va inoltre precisato che l'ammontare delle donazioni rilevato dall'Istat, 850 milioni per il settore NVS (Narrow Voluntary Sector) e 1237 milioni per il BNS (Broad Nonprofit Sector), risulta probabilmente sottostimato. Nell'ambito del lavoro per il calcolo del VAS, rielaborando i dati disponibili da varie fonti, si era ottenuta una stima pari a 2,5 miliardi con un potenziale di crescita pari a 7 miliardi annui (Cima, Fioruzzi, Gandullia, 2003 p.120).

propriamente volontaristiche (quelle che operano nei settori della sanità, dell'assistenza sociale, dell'ambiente, dello sviluppo e coesione sociale, della tutela dei diritti, della filantropia, della cooperazione internazionale e dell'istruzione) quanto al settore nel suo complesso. Per mantenere la terminologia utilizzata nella passata ricerca, e condivisa a livello internazionale, indicheremo tali distinte entità con i termini Narrow Voluntary Sector (NVS) e Broad Nonprofit Sector (BNS).

Tabella 3.1 - Ripartizione delle entrate nel nonprofit italiano (dati in milioni di Euro)

	Summit della Solidarietà* (2001)	Italia NVS** (1999)	Italia BNS** (1999)
Entrate totali	172	23.123	37.762
Lasciti e donazioni	12	850	1.237
% su totale entrate	7,1%	3,7%	3,3%
Donazioni	7	468	682
% su totale entrate	3,9%	2,0%	1,8%
Lasciti	5	382	555
% su totale entrate	3,2%	1,7%	1,5%
% su entrate donazioni e lasciti (PROPORZIONE SdS)	44,9%	44,9%	44,9%
Note:			
* 13 dei 19 soci			
** NVS, BNS sono gli acronimi rispettivi per Narrow Voluntary Sector e Broad Nonprofit Sector			
Fonte: Elaborazione IRS su dati Summit della Solidarietà e ISTAT.			

Considerando le difficoltà sopra elencate, proponiamo una certa cautela nella lettura dei risultati delle simulazioni effettuate con riferimento alla crescita ed alla distribuzione della ricchezza privata. Essi costituiscono, in ogni caso, una *prima stima di un fenomeno finora trascurato dalla ricerca economico scientifica del settore*.

Al momento della chiusura della ricerca non abbiamo ancora ricevuto risposta alla nostra richiesta di delucidazioni sulle donazioni patrimoniali della Chiesa Cattolica, fenomeno molto importante in Italia e che non ha riscontro con la situazione Usa con cui ci con-

fronteremo. Se sono note, infatti, le entrate derivanti dalle dichiarazioni dei redditi attraverso il meccanismo dell'8 per mille (che, in ogni caso, non possono definirsi vere e proprie donazioni¹⁷⁾ mancano, pressoché del tutto, dati sufficienti che si riferiscano alla raccolta da elemosine e aiuti vari e dai lasciti causa morte. Abbiamo pertanto utilizzato una stima per le donazioni alle chiese ricavata dalle risposte avute nei questionari rivolti ad una selezione dei notai della zona di Milano.

3.2 L'evoluzione futura

3.2.1 *Il modello americano*

Al fine di valutare le potenzialità di sviluppo delle donazioni patrimoniali alle istituzioni nonprofit cercheremo di adattare al contesto italiano il modello, utilizzato da Havens e Schervish con riferimento agli Stati Uniti d'America, di cui abbiamo dato breve cenno nel primo capitolo, e che è stato utilizzato dagli autori americani per stimare l'ammontare totale dei trasferimenti di ricchezza *mortis causa* che avranno luogo nel periodo compreso fra il 1998 ed il 2052 (con una stima intermedia al 2017) negli Stati Uniti d'America in base a tre diverse ipotesi di scenario.

Le ipotesi comuni a tutti gli scenari, sono le seguenti:

- la ricchezza iniziale complessiva è pari a 32mila miliardi di US\$;
- i tassi di risparmio¹⁸ sono stimati sulla base del modello del ciclo di vita;
- non vengono tenute in considerazione: immigrazione, nuove

17) Di fatto l'individuo non decide spontaneamente di donare una determinata quantità di denaro, ma ha solamente la possibilità di "dirottare" dalle casse dell'erario una quantità prestabilita del proprio debito fiscale (l'8 per mille, appunto) in direzione di una delle entità confessionali con le quali il nostro stato ha raggiunto un accordo in tal senso. Il totale dell'8 per mille è stato di circa 8 miliardi di euro negli ultimi 14 anni (con un flusso annuale superiore ai 500 milioni di euro).

18) Utilizziamo questo termine solo per maggiore brevità, in quanto esso andrebbe riferito (in un'interpretazione più corretta) al rapporto fra risparmi e reddito, mentre in questo caso, lo ricordiamo, si riferisce al rapporto fra risparmi e ricchezza.

nascite e dinamiche familiari;

- gli individui con età compresa tra 60 e 69 anni non possono presentare risparmi negativi annuali superiori (in valore assoluto) a 250mila \$;
- gli individui con età superiore a 69 anni non possono presentare risparmi negativi annuali superiori (in valore assoluto) a 500mila \$.

La simulazione si basa poi su micro-dati relativi ad un campione di individui rappresentativi della popolazione americana, quanto a distribuzione della ricchezza reale (che include attività immobiliari e mobiliari) e finanziaria (risparmi monetari e titoli di credito) le due voci che compongono il patrimonio dell'individuo, e si articola in due fasi. Il primo passo consiste nel simulare l'andamento futuro di tale ricchezza, al fine di calcolare il valore dei patrimoni finali¹⁹ delle unità famigliari considerate nel modello, in base ad un tasso di crescita della ricchezza individuale costituito da una componente fissa per tutti gli agenti, ma variabile in base allo scenario, costituita dal tasso di crescita reale dell'economia ($ergr_i$ con $i=1,2,3$); e da una variabile (sia in base agli scenari, sia in base alla classe di ricchezza e di età del singolo individuo) costituita dal rapporto fra risparmio e ricchezza posseduta alla fine di un determinato periodo di durata annuale ($sw_{i^{jk}t}$ con $i=1,2,3$; $j=1,2$; e $k=1,2,\dots,7$). I tassi di crescita della ricchezza reale $wrgr_{i^{jk}t}$ (diversi per ciascun individuo e ciascuno scenario) sono quindi pari alla somma di $ergr_i$ e $sw_{i^{jk}t}$.

La seconda fase è volta a stabilire la ripartizione delle ricchezze accumulate nel periodo considerato fra le varie possibili destinazioni (spese di varia natura, imposte di successione, lasciti ad istituzioni nonprofit, lasciti ereditari). I parametri utilizzati in questo stadio, sono stati mantenuti costanti per tutto il periodo considerato e fra tutti gli scenari. Sono altresì mantenuti costanti per tutto il periodo e fra tutti e tre gli scenari i tassi di mortalità calcolati per età, sesso ed etnia in base a dati del 1995²⁰. Al termine del periodo considerato (1998-2052) i patrimoni finali di tutte le unità familia-

19) Intendiamo con tale terminologia, di qui in avanti, il complesso delle ricchezze accumulate da un individuo fino al momento della propria morte.

20) Vital Statistics of the United States, U.S. National Center for Health Statistics.

ri vengono poi sommati fra loro e ne viene, infine, evidenziata la ripartizione fra le diverse componenti (spese varie, imposte di successione, eredità, lasciti al nonprofit).

Un'estensione del modello considera inoltre la presenza di donazioni *inter vivos*, inserendo fra le ipotesi la seguente: per ciascuna unità familiare in cui il capofamiglia raggiunge, nell'arco temporale considerato, l'età di 55 anni, e nella quale, in tale periodo il patrimonio è pari ad almeno ad un milione di dollari, si considerano donazioni in vita per un valore complessivo pari al 20% della ricchezza accumulata fino a quel momento. Tale fattore riduce la ricchezza complessiva e, conseguentemente, il valore delle spese successorie, delle tasse, delle eredità e delle donazioni al nonprofit. Il livello finale di queste ultime, tuttavia, riceve anche un effetto positivo determinato, per l'appunto, dall'ammontare delle donazioni effettuata dagli individui ancora in vita e dai redditi maturati su tali somme.

3.2.2 Italia e Stati Uniti, principali distinzioni nel livello di ricchezza iniziale, nel processo di accumulazione e di distribuzione della ricchezza

Al fine di applicare un modello analogo all'Italia è opportuno considerare quali siano le principali differenze fra i due paesi. *È ovviamente diverso, innanzi tutto, il livello di ricchezza iniziale considerato. Nello studio americano si fa riferimento, come già ricordato, ad un livello pari circa a 32 mila miliardi di dollari valido per il 1998. Per il nostro modello abbiamo utilizzato la stima pubblicata dalla Banca d'Italia nell'Indagine sui Bilanci delle Famiglie Italiane che costituisce la principale base dati da noi utilizzata per le proiezioni, e che valuta il livello complessivo della ricchezza italiana in circa 3.700 miliardi di euro; distribuiti in base alla seguente tabella 3.2.*

Tabella 3.2 - Distribuzione della ricchezza in Italia (2001)

	Famiglie		Ricchezza	
	Numero	%	Milioni di	%
Classe di ricchezza in				
fino a 100mila	11.130.310	51,8	383.311	10,5
oltre 100mila di cui:	10.358.671	48,2	3.284.245	89,5
da 100mila a 500mila	9.037.120	42,1	1.874.609	51,1
da 500mila a 5 milioni	1.303.818	6,1	1.307.365	35,6
oltre 5milioni	17.733	0,1	102.271	2,8
Totale	21.488.980	100	3.667.556	100

Fonte: Indagine sui Bilanci delle Famiglie Italiane nel 2000; Banca d'Italia; 2001; Roma

Analizziamo ora il processo di accumulazione della ricchezza: le diverse abitudini di risparmio delle famiglie italiane rispetto a quelle americane, in rapporto alla ricchezza ed all'età, sono riassunte dalla tabella 3.3.

Mentre negli Stati Uniti il risparmio (di ricchezza, vedi nota 1) è decrescente al crescere dell'età e diviene negativo una volta superati i 50 anni (ci riferiamo alle famiglie con una ricchezza patrimoniale inferiore al milione di euro²¹), in Italia tale relazione risulta procedere in direzione opposta, soprattutto fra gli individui che hanno un livello di ricchezza inferiore, ed il livello medio è molto superiore. Un dato comune fra i due paesi è rappresentato, invece, dal fatto che fra gli individui più ricchi il rapporto fra risparmio e ricchezza è generalmente più basso per ciascuna delle classi di età ovvero che l'orientamento al risparmio è decrescente con l'aumentare della ricchezza a disposizione.

Anche a questo riguardo, tuttavia, la tabella ci mostra che esiste una differenza nella soglia che individua una variazione significativa nei comportamenti di consumo (e quindi di risparmio). Infatti, nel caso italiano, il profilo per età dei tassi di risparmio della classe di ricchezza inferiore rimane sostanzialmente invariato qualora si innalzi il valore della soglia a 5 milioni di euro, come si può notare osservando la prima e la terza colonna della tabella 3.3. Tale evidenza ci fa quindi ritenere

21) Abbiamo ipotizzato, per semplificare il confronto, un rapporto Euro/Dollaro pari a 1.

che questo secondo valore sia più appropriato al fine di descrivere correttamente le decisioni di risparmio degli italiani.

Tabella 3.3 - Rapporto fra risparmio e ricchezza

	Classe di ricchezza in milioni di euro					
	Usa			Italia		
	2000	2005	2010	2015	2020	2025
	inferiore a 1	uguale o sup. a 1	inferiore a 1	uguale o sup. a 1	inferiore a 5	uguale o sup. a 5
Classe di età del capofamiglia						
fino a 30 anni	9,10%	7,60%	3,50%	1,20%	3,30%	-*
31-40	3,20%	-1,10%	2,60%	1,60%	2,50%	2,40%
41-50	4,00%	-1,80%	3,40%	2,10%	3,20%	1,60%
51-60	-0,10%	-0,70%	5,80%	2,50%	5,40%	0,90%
61-70	-2,50%	-5,40%	5,90%	3,10%	5,40%	1,60%
71-80	-3,70%	-1,20%	6,10%	2,50%	5,60%	1,20%
oltre 80	-7,60%	-0,90%	6,60%	3,40%	6,00%	-*

Fonte: elaborazioni Irs su dati Havens e Schervisch 1999 e Banca d'Italia 2001
 Nota: * nel nostro campione non risultavano individui appartenenti a tale incrocio fra classe di età e di ricchezza.

L'insieme delle stime utilizzate per il nostro paese deriva dalla rielaborazione (sulla base delle considerazioni espresse nella ricerca di Baldini e Mazzaferro (2000)²² che studia gli effetti sul risparmio del processo di transizione demografica e della riforma pensionistica che interesserà il nostro paese nel prossimo futuro) dei valori medi per classe di ricchezza tratti dalle Indagini sulla Ricchezza delle Famiglie Italiane condotte dal 1987 al 2000²³ (colonna *Rilevati*).

Ai fini del nostro modello, abbiamo dunque utilizzato le stime rielaborate e la soglia di 5 milioni di euro, *riducendo in via prudenziale le*

22) M. Baldini e C. Mazzaferro; "Transizione demografica e formazione del risparmio delle famiglie italiane"; 2000.

23) Ricordiamo che, durante tale periodo, la Banca Centrale ha condotto ben 7 indagini, e precisamente nel 1987, 1989, 1991, 1993, 1995, 1998 e 2000.

percentuali di un paio di punti (per ciascuna delle classi d'età e di ricchezza), anche in considerazione delle previsioni sull'andamento dei risparmi degli italiani nel prossimo futuro sulla cui diminuzione appare diffuso il consenso, soprattutto qualora il piano di riduzione del debito pubblico venga portato a buon fine²⁴.

Un'ulteriore differenza fra i due modelli prevede, per l'Italia l'utilizzo di previsioni sulle aspettative di vita²⁵ stimate in base all'età ed al sesso, come per gli Stati Uniti, ma anche in base alla Regione d'appartenenza (e non all'etnia come accade per gli USA). Tale distinzione, tuttavia, appare di minor rilievo in quanto, se per il caso americano la razza risulta una variabile significativa per spiegare i diversi tassi di mortalità all'interno della popolazione, per quanto riguarda il nostro paese un confronto territoriale appare più adatto²⁶. A tal proposito, ci sembra invece opportuno, rilevare che il set di previsioni demografiche utilizzato (in questo modello ed in quello del capitolo precedente) tiene conto solo in minima parte del fenomeno dell'immigrazione, che nel nostro paese ha già assunto, e sempre di più lo farà (almeno presumibilmente) nel prossimo futuro, un ruolo molto rilevante nella formazione delle dinamiche demografiche.

Ancora maggiori sono gli elementi di diversità fra i due paesi, quando si analizzi la distribuzione della ricchezza accumulata, a partire dal regime fiscale relativo alle imposte di successione (tabella 3.4). Come è noto, in Italia, una recente riforma²⁷ ha concluso il processo di soppressione dell'imposta di successione e donazione avviato con la legge 342/2000. L'imposta di successione non è quindi più dovuta, indipendentemente dal valore dei beni e dal grado di parentela intercorrente tra il defunto e i beneficiari relativamente alle successioni aperte dal 25 ottobre 2001.

Allo stato attuale l'unica entrata per l'erario in tale circostanza è rappresentata quindi dall'imposta di registro sui trasferimenti immobiliari che si calcola in base ai parametri riassunti nella seguente:

24) Le stime ottenute *senza* prevedere una riduzione dei risparmi degli italiani conducono a tassi di crescita decisamente superiori e, soprattutto, ad una crescita molto superiore del numero delle famiglie "milionarie" (usiamo tale termine in riferimento all'euro).

25) Le stime che abbiamo utilizzato sono quelle pubblicate dall'Istat.

26) Nel nostro paese non vengono nemmeno pubblicate statistiche distinte in base all'etnia.

27) Legge 18 ottobre 2001, n. 383.

Tabella 3.4 - Trattamento fiscale dei trasferimenti immobiliari

Beni	Soggetti	Imposte
Terreni e fabbricati	Tutti	Ipotecarie e catastali 3%
Prima casa	Tutti	euro 129,11 imposte ipotecarie euro 129,11 imposte catastali

Ai fini delle simulazioni, abbiamo applicato un'ipotesi semplificatrice accorpando le spese di varia natura e quelle derivanti dall'imposizione fiscale attribuendo loro, nel complesso, una percentuale media pari al 2% del patrimonio finale, anche in considerazione dell'esito di un'indagine che abbiamo condotto presso alcuni studi notarili (vedere nota 4). Importanti implicazioni possono dunque derivare dal fatto che si ipotizzi di mantenere, o meno, una tale struttura fiscale. Infatti, l'assenza (pressoché totale) di carico fiscale sulla successione ha, da un lato, l'effetto di "intaccare" in misura minore il patrimonio finale degli individui (con un aumento quindi della somma da ripartire fra eredi e lasciti ad istituzioni nonprofit). D'altro canto, però, insieme all'imposta di successione viene a mancare un importante incentivo a favore delle donazioni al nonprofit (che non ha più il vantaggio esclusivo della deducibilità dall'asse ereditario, e quindi dall'imposizione, di tali somme). In altre parole, per favorire la crescita delle donazioni al nonprofit è meglio mantenere una qualche forma di tassazione delle donazioni e lasciti a finalità non sociali.

Ulteriori elementi, che differenziano i due paesi e che costituiscono probabilmente le ipotesi cruciali per l'interpretazione dei risultati, sono quelle relative alla ripartizione del patrimonio finale fra eredi ed istituzioni nonprofit. In questo ambito, con riferimento al nostro paese non esistono fonti ufficiali che rendano possibile una parametrizzazione analoga a quella utilizzata dal modello americano, che si serve di alcuni dati del 97 pubblicati nello "Statistics of Income Bulletin" (1996-97). La tabella 3.5 mostra quindi i parametri relativi alla ripartizione del patrimonio finale utilizzati nel nostro modello, che descriveremo nel prossimo paragrafo. I dati sono quelli raccolti dall'indagine campionaria effettuata presso alcuni studi notarili e, come si noterà, non hanno consentito una diversificazione dei parametri in funzione della classe di ricchezza, ma solo in base alla presenza, o meno di figli.

Tabella 3.5 - Destinazione del patrimonio finale

	con figli	senza figli	media complessiva
Destinazione del patrimonio finale			
Eredità	95%	90%	91%
di cui agli eredi naturali	90%	85%	87%
di cui ad altri soggetti privati	4,5%	4,5%	5,2%
di cui allo Stato o altri enti pubblici locali	0,5%	0,5%	0,2%
Spese di varia natura (esequie, notarili, tasse etc.)	2%	2%	2%
Lasciti alla Chiesa di appartenenza	2%	5%	2,6%
Donazioni a favore del nonprofit	1%	3%	3%

Fonte: elaborazioni Irs su dati Summit della Solidarietà.

3.2.3 Il modello per l'Italia

Descriviamo ora il modello analitico su cui sono basate le nostre elaborazioni. Per ciascuno degli n individui del campione, il valore del patrimonio in ogni periodo t è calcolato nel modo seguente:

$$\left\{ \begin{array}{l} w_n^t = w_n^{t-1} [1 + psvv(r, a, s)_n^t (ergr + sw_n^{t-1})] \text{ se } a_n^t < spv(r, a, s)_n^t \\ w_n^t = w_n^{t-1} [1 + psvv(r, a, s)_n^{c,t} (ergr + sw_n^{t-1})] \text{ se } a_n^t > spv(r, a, s)_n^t \text{ e } a_n^{c,t} < spv(r, a, s)_n^{c,t} \\ w_n^t = w_n^{t-1} \text{ se } a_n^t > spv(r, a, s)_n^t \text{ e } a_n^{c,t} > spv(r, a, s)_n^{c,t} \end{array} \right.$$

in cui:

w_n^t rappresenta la ricchezza dell'individuo n al tempo t ; $psvv(r, a, s)_n^t$ rappresenta la probabilità di sopravvivenza dell'individuo n al tempo t , funzione della regione, dell'età e del sesso; $ergr$ rappresenta il tasso di crescita complessivo dell'economia (da noi ipotizzato pari al 1,77%²⁸); a_n^t rappresenta l'età dell'individuo n al tempo t ; $spv(r, a, s)_n^t$ rappresenta la speranza di vita dell'individuo n al tempo t , anch'essa

28) Tale è il tasso medio di crescita del Pil utilizzato nelle proiezioni sulle donazioni reddituali descritte nel capitolo 2

funzione della regione, dell'età e del sesso; a_n^t rappresenta l'età dell'eventuale coniuge dell'individuo n al tempo t ; $spv(r,a,s)_n^t$ rappresenta la speranza di vita dell'eventuale coniuge dell'individuo n al tempo t , anch'essa funzione della regione, dell'età e del sesso.

Le variabili relative all'eventuale coniuge sono incluse nel calcolo in quanto, per analogia rispetto al modello americano, non consideriamo i trasferimenti di ricchezza *mortis causa* nei confronti del coniuge superstite²⁹, e quindi dal momento in cui si ha la morte del capofamiglia, i tassi di risparmio, e di mortalità sono definiti in base alle caratteristiche dell'eventuale coniuge.

Il valore del patrimonio finale dell'individuo n al tempo T (con $T=20;50$) sarà dunque pari a:

$$w_n^T = \sum_{t=1}^T w_n^t$$

Tale patrimonio viene poi suddiviso fra spese di varia natura (esequie, spese notarili, ecc.) tasse, lasciti agli eredi (naturali e non) e donazioni ad organizzazioni nonprofit.

L'ammontare delle spese e delle imposte di successione per l'individuo n al tempo T , che indicheremo con S , saranno pari a:

$$S_n^T = s w_n^T$$

in cui s rappresenta la somma dell'aliquota relativa all'imposta di registro, e della percentuale relativa alle altre spese (notarili, per le esequie e di varia altra natura).

L'ammontare dei lasciti ereditari per l'individuo n al tempo T , che indicheremo con H , saranno pari a:

$$H_n^T = h(\text{prf}) w_n^T$$

in cui h è il valore percentuale, sul patrimonio finale, che viene mediamente destinato ai propri eredi e che abbiamo distinto in base alla presenza o meno di figli nel nucleo familiare (prf).

L'ammontare dei lasciti alla chiesa d'appartenenza dell'individuo n al tempo T , che indicheremo con C , saranno pari a:

$$C_n^T = c(\text{prf}) w_n^T$$

29) Tale decisione è basata sulla pressoché totale assenza di imposizione fiscale nel caso di lasciti ereditari al coniuge sopravvivente.

in cui c è il valore percentuale, sul patrimonio finale, che viene mediamente destinato al sostegno della propria chiesa d'appartenenza distinto in base alla presenza o meno di figli nel nucleo familiare (prf).

L'ammontare dei lasciti al nonprofit per l'individuo n al tempo T , che indicheremo con D , saranno pari a:

$$D_n^T = d(\text{prf}) w_n^T$$

in cui d è il valore percentuale, sul patrimonio finale, che viene mediamente destinato a lasciti al nonprofit e che abbiamo distinto in base alla presenza o meno di figli nel nucleo familiare (prf).

I valori complessivi finali al tempo T (con $T=20,50$) che chiameremo W^T , S^T , H^T , C^T e D^T saranno infine pari, rispettivamente a:

$$W^T = \sum_{n=1}^N p_n w_n^T$$

$$S^T = \sum_{n=1}^N p_n S_n^T$$

$$H^T = \sum_{n=1}^N p_n H_n^T$$

$$C^T = \sum_{n=1}^N p_n C_n^T$$

$$D^T = \sum_{n=1}^N p_n D_n^T$$

in cui p è il peso da applicare ai vari individui del campione rappresentativo per ottenere risultati riferibili alla popolazione complessiva.

3.3 I risultati

Esponiamo qui i principali risultati della nostra simulazione ponendoli a confronto con quelli del lavoro del Social Welfare Institute del Boston College (abbiamo considerato qui solamente

lo scenario “basso”, ovvero il primo che abbiamo descritto nel paragrafo 3.2.1, in cui la crescita dell’economia è ipotizzata al 2% annuo. Innanzi tutto, mano a mano che ci si allontana nel tempo il valore del trasferimento di ricchezza complessivo nel nostro paese si avvicina, in proporzione, sempre di più a quello statunitense. Infatti, se il rapporto fra il livello iniziale della ricchezza complessiva si attesta intorno al 10% (Italia/USA), e tale si mantiene (all’incirca) nella stima intermedia; quando consideriamo l’orizzonte temporale più lontano notiamo un aumento di tale percentuale (di poco inferiore al 30%).

Ciò è spiegato, sostanzialmente, dal diverso profilo per età dei tassi di risparmio ipotizzato nei due casi, crescente in Italia e decrescente negli Stati Uniti (per la classe di reddito inferiore). Infatti, nelle simulazioni che hanno un orizzonte temporale più lungo, l’età media del campione aumenta e la differenza nei comportamenti di risparmio genera l’avvicinamento nel livello di ricchezza, in quanto in Italia il tasso di crescita della ricchezza complessiva tende ad aumentare, mentre negli Stati Uniti accade l’opposto.

Tali considerazioni, sono confermate dai risultati delle simulazioni in cui abbiamo applicato ai dati italiani una struttura dei tassi di risparmio equivalente a quella descritta dalla ricerca americana nell’ipotesi di scenario “basso”: in questo caso, infatti, il rapporto fra i trasferimenti di ricchezza nei due paesi appare ben più in linea con la situazione iniziale (ricchezza italiana pari circa ad un decimo di quella statunitense).

Nonostante tale avvicinamento nel valore dei trasferimenti di ricchezza complessivi, le donazioni mortis causa al nonprofit rimangono ad un livello molto distante (in percentuale sulla ricchezza trasferita) da quello americano (2,33% contro 14,5%), ma costituiscono una cifra piuttosto rilevante (pari a circa 25 miliardi di euro nel periodo compreso tra il 2000 ed il 2020, ed a circa 161 miliardi di euro nel periodo 2000-2050).

Il confronto fra i risultati riferiti agli scenari italiani, e quelli relativi agli Stati Uniti, con riferimento al flusso cumulato dei trasferimenti di ricchezza e dei lasciti al nonprofit, ed all’incidenza (in percentuale) di questi ultimi sui primi nei due orizzonti temporali considerati è riassunto nella seguente tabella 3.6.

Tabella 3.6 – Donazioni patrimoniali al terzo settore in Italia e negli USA nel prossimo futuro

	Stima intermedia*	Stima finale**
Italia (milioni di euro)		
Tassi di risparmio italiani		
Flusso dei trasferimenti di ricchezza mortis causa	1.060.986	10.430.259
Lasciti al nonprofit	24.772	160.800
% su trasferimenti di ricchezza	2,30%	1,50%
Tassi di risparmio americani		
Flusso dei trasferimenti di ricchezza mortis causa	494.706	4.242.964
Lasciti al nonprofit	11.058	65.250
% su trasferimenti di ricchezza	2,20%	1,50%
Stati Uniti (milioni di dollari***)		
Flusso dei trasferimenti di ricchezza mortis causa	11.624.185	40.604.895
Lasciti al nonprofit	1.720.857	6.022.183
% su trasferimenti di ricchezza	14,80%	14,83%
* flusso cumulato a tutto il 2020 per l'Italia, a tutto il 2017 per gli USA		
** flusso cumulato a tutto il 2050 per l'Italia, a tutto il 2052 per gli USA		
*** il tasso di cambio euro/dollaro è ipotizzato pari all'unità		
<i>Fonte:</i> elaborazioni Irs su dati Banca d'Italia 2001 e Havens e Schervisch 1999		

Essa ci mostra con evidenza, inoltre, il “ridimensionamento” degli importi relativi ai lasciti al nonprofit susseguenti all'utilizzo della diversa struttura dei tassi di risparmio. Pur rimanendo pressoché immutati i valori percentuali, si nota una differenza sostanziale nei valori assoluti che si riducono in maniera particolarmente accentuata: il calo è pari a poco più del 50% nel periodo 2000-2020 e di poco inferiore al 60% nel periodo 2000-2050.

La tabella 3.7, infine, riassume anche i flussi annui di lasciti al terzo settore rapportandoli, di nuovo, ai trasferimenti di ricchezza. Si può notare una netta crescita rispetto al periodo iniziale e, più in generale, l'importanza del fenomeno con un flusso annuo superiore ai 3 miliardi di euro nel 2020 ed ai 4,5 miliardi nel 2050.

Tabella 3.7 - Rapporto fra lasciti al nonprofit e ricchezza trasferita mortis causa (milioni di Euro)

	2000	2020		2050	
	annuo**	annuo	cumulato	annuo	cumulato
Flusso dei trasferimenti di ricchezza mortis causa*	53.049	144.000	1.060.986	285.705	10.430.259
Lasciti al nonprofit (rivalutati al 2000)	572	3,343	24,772	4,609	160,800
% su trasferimenti di ricchezza	1,1%	2,3%	2,3%	1,6%	1,5%

Note:

* stime ottenute applicando i dati Banca d'Italia sulla ricchezza, e quelli di fonte Istat sulla mortalità, al modello descritto nel paragrafo 3.3.3.

** il flusso annuo e quello cumulato sono, ovviamente identici nel primo periodo considerato

Fonte: elaborazioni Irs su dati Banca d'Italia.

**A PROPOSITO DELL'ECONOMIA CIVILE
E DELLA FELICITÀ PUBBLICA**

Antonio Troisi
Università degli Studi di Bari e di Foggia

The following article features an analysis of Luigino Bruni and Stefano Zamagni's recent publication "Economia civile, efficienza, equità, felicità pubblica", Il mulino, Bologna 2004. The work aims to take a closer look at the civil economy as a cultural viewpoint from which to interpret the whole economy. With regard to those who consider the expansion of markets and the efficiency logic to be the solution to all social evils and those who see the markets' advance as a threat to civil life and wish to fight against it and protect themselves from it, the civil economy's vision of the market/society relationship radically differs from said visions which still dominate in today's world.

Di seguito analizziamo il recente contributo di Luigino Bruni e Stefano Zamagni: Economia civile, efficienza, equità, felicità pubblica, Il Mulino, Bologna, 2004

Scopo del lavoro, che riprende temi già sviluppati in precedenza, è quello di approfondire l'Economia Civile, come una prospettiva culturale dalla quale interpretare l'intera economia: rispetto a coloro che vedono nell'estensione dei mercati e della logica dell'efficienza la soluzione a tutti i mali sociali e chi vede nell'avanzare dei mercati come una minaccia per la vita civile e quindi li combatte e si protegge da essi, la visione del rapporto mercato/società, tipica dell'economia civile, si colloca in una prospettiva radicalmente diversa rispetto a queste visioni ancor oggi dominanti.

Il volume dedica ampio spazio all'esame del pensiero dell'economista laeder della scuola napoletana dell'Economia Civile, l'abate salernitano Antonio Genovesi, titolare dal 1750 presso l'Università di Napoli della prima cattedra di Economia della storia, la cui opera viene ricostruita criticamente attraverso l'esame dei due concetti fondamentali:

la **reciprocità** (assistenza reciproca tipica dell'essere umano);
e la **pubblica felicità** (la felicità può essere goduta solo con gli

altri e grazie agli altri)¹.

Sulla base di questa analisi viene dimostrato che il nesso vita civile / pubblica felicità diventa poi il tema centrale della scuola lombarda: Pietro Verri, Cesare Beccaria, Gian Domenico Romagnoli e Carlo Cattaneo furono pensatori che fecero di Milano una delle capitali della cultura e della tradizione dell'Economia Civile. Inoltre viene evidenziato che nella riflessione teorica del rapporto tra fiducia, virtù civili e sviluppo economico, le posizioni di Adamo Smith e di Genovesi sono nella sostanza simili : per entrambi il mercato è un momento importante della vita civile che edifica e non distrugge le virtù civili. Se nella Ricchezza delle Nazioni si riscontra un'esaltazione della solidità dell'organizzazione del mercato, tuttavia non v'è una negazione delle motivazioni non egocentriche.

Dopo il 1850 il pensiero economico italiano, a causa della mediazione culturale di Francesco Ferrara, economista leader della seconda metà dell'ottocento, nel clima culturale del positivismo, volse lo sguardo alla Francia ed all'Inghilterra determinando l'eclissi della tradizione italiana che trova in Carlo Cattaneo e Marco Minghetti gli ultimi rappresentanti.

Dopo Ferrara, Pareto, Pantaloni, Barone e De Viti de Marco si inserirono nel dibattito internazionale e non ebbero nessun interesse a rivendicare l'appartenenza ad una scuola o tradizione classica italiana.

Secondo i due autori, nei tempi recenti, la prospettiva di studio dell'economia civile a mò di fiume carsico è tornata a scorrere in superficie per due ordini di ragioni:

1) Per un ampio esame degli spunti di analisi teorica offerti dal "Sistema di Economia Civile" cfr i contributi pionieristici di Michele Troisi *La dottrina economica dell'abate Antonio Genovesi*, estratto da "Economia", vol.20, n.4,5, Roma ,Giornale d'Italia ,1937, pag. 47; *Idem Considerazioni generali sul sistema di Economia Civile di Antonio Genovesi* .Estratto da "Annali della facoltà di Economia e Commercio Università di Bari",n.s. vol. 2 , 1939,Bari, Cressati,1940; *Idem Fonti, ,critiche ed influenza del pensiero economico di Antonio Genovesi* (Con un saggio di bibliografia genovesiana) Estratto da Annali facoltà Economia e Commercio Università di Bari n.s. vol.4 1941, Bari, Cressati,1942 pp. 63; *Idem Aspetti teorici e normativi del sistema di economia civile di Antonio Genovesi:Le sorgenti della ricchezza e della potenza nazionale*. Estratto da " Rassegna Monetaria", a. 39, n.1-2, Roma, Edizioni Italiane s.d. 729-733.

- a) presa d'atto da parte di un numero crescente di economisti che una comprensione inadeguata dell'odierno processo economico postula il superamento del carattere riduzionista di gran parte della teoria economica contemporanea, la quale non sembrava di essere in grado di far presa sui nuovi problemi che tormentano la nostra società: dalla salvaguardia ambientale alle ineguaglianze sociali in aumento, dal senso d'insicurezza che colpisce tutti i cittadini nonostante l'aumento delle ricchezze alla perdita di senso delle relazioni interpersonali e così via;
- b) consapevolezza che, per fornire una risposta a questioni cruciali quale la crisi del modello tradizionale di *welfare state* e la difficoltà crescente di assicurare a tutte le persone un'attività lavorativa decente sia necessario riflettere sulle caratteristiche di fondo dell'attuale modello di crescita.
- Un banco di prova importante sul quale saggiare la robustezza e fecondità del discorso sull'Economia Civile è quella che chiama in causa una delle più impegnative sfide dell'attuale passaggio d'epoca: quella del lavoro e dell'occupazione da un lato e quella del nuovo *welfare* dall'altro.

La via di soluzione dell'Economia Civile è quella d'intervenire sul confine che ha sino ad ora tenuto separata la sfera del lavoro come posto di lavoro, dalla sfera delle altre attività lavorative, nel senso di favorire l'allargamento della seconda sfera rispetto alla prima, passaggio dal tradizionale *welfare state* alla *welfare society* . Secondo il modello civile di *welfare* alle organizzazioni della società civile va riconosciuta la capacità di diventare partners attivi nel processo di programmazione degli interventi e nell'adozione delle conseguenti scelte strategiche: nel concreto questo significa che a tali organizzazioni va riconosciuta una soggettività non solo giuridica ma anche economica. La condizione di ordine pratico necessaria per attuare il *welfare society* è quella di attivare una tipologia di mercati tuttora inesistenti nel nostro paese: i mercati di qualità sociale, il cui modo di operare è diverso da quello dei mercati dei beni privati. Le risorse che lo Stato ottiene dalla fiscalità generale e che decide di destinare al *welfare* vengono utilizzate per

interventi di promozione e sostegno della domanda di servizi sociali, trasformando così in effettiva una domanda che, altrimenti resterebbe solo virtuale: i fondi pubblici vengono utilizzati per finanziare la domanda anziché l'offerta. Gli strumenti operativi che si possono adottare al riguardo sono i più vari: dal buon servizio alla deducibilità fiscale, alla promozione di forme di mutualismo diffuso sul territorio ed altro ancora.

Dopo quanto detto, mi sembra giusto chiedersi se è vero, come sostengono nella conclusione i due autori, che quella dell'Economia Civile sia una proposta di ricerca, una prospettiva sull'oggi, un criterio di valutazione delle concrete esperienze economiche.

E' questo un interrogativo particolarmente importante per chi si occupa di Scienza delle Finanze che, essendo economia applicata, è l'indagine riflessa della teoria economica generale e, pertanto, è naturalmente interessata all'evoluzione degli aspetti ermeneutici e metodologici della ricerca economica.

Rispetto all'economia politica la scienza delle finanze è scienza concreta perché fa meno uso dell'astrazione e cerca di avvicinarsi il più possibile alla realtà e, quindi, si sforza di studiare il fenomeno reale, tenendo conto di tutti gli elementi di fatto che lo compongono.

Tra questi certamente quello più importante è il bisogno collettivo che è alla base del fenomeno finanziario. A differenza del bisogno individuale, il bisogno collettivo sorge per il fatto sociale e si pone come risultato di un contrasto d'interessi.

Ora la concezione mercato/società dei classici economisti inglesi, essendo valida nel chiuso dell'economia del singolo individuo, non riesce a collocare nel momento economico del fenomeno finanziario, l'analisi teorica del bisogno pubblico e delle relative interrelazioni con il bisogno privato. Di conseguenza riduce, essenzialmente, il problema della finanza pubblica all'ottima allocazione delle risorse del consumatore tra beni pubblici e beni privati.

A causa di detta insufficienza il citato modello di mercato/società fornisce uno scarso aiuto al travaglio scientifico della scienza delle finanze, nella ricerca di un metodo di analisi capace di individuare la legge o uniformità teorica che governa il processo di formazione dei beni pubblici nell'odierna società industriale.

Invece un aiuto sostanziale può venirci dall'Economia Civile la cui visione del rapporto mercato/società si colloca in una prospettiva completamente diversa rispetto alla concezione dei classici economisti inglesi: l'idea centrale è che la ricerca dell'interesse personale non si trasforma automaticamente e magicamente in bene comune perché la ricerca degli obiettivi privati si trasforma in un ben vivere civile solo all'interno della Civitas, sicché il mercato diventa un luogo in cui esercitare la socialità.

In questa ottica è possibile, attraverso un corretto ragionamento analitico, recuperare al momento economico del fenomeno finanziario l'analisi del bisogno collettivo e del suo legame al bisogno individuale, attraverso la composizione dei contrasti d'interesse.

Del resto il sistema di Economia Civile di Antonio Genovesi si incentra sullo Stato non concepito come una semplice astrazione mentale dell'universalità dei cittadini, ma come istituzione unificatrice e regolatrice dell'attività economica².

Il Genovesi riformatore si distacca nettamente dai filosofi illuministi ed enciclopedisti: è fautore di un graduale e sicuro evolversi della società, promosso dall'educazione, ma soprattutto dall'intervento moderatore e disciplinatore dello Stato.

Nel Nostro è chiaro il concetto di reddito reale e viene altresì delineata la moderna concezione del servizio: l'attività economica è considerata quale sostrato di quella finanziaria e si rileva come una relazione d'interdipendenza tra il fenomeno economico e quello finanziario. Inoltre viene riconosciuta la vasta ripercussione che i tributi possono avere sull'economia del Paese, che ne può essere sollecitata o arretrata: il sistema fiscale viene considerato non come un segno di degenerazione politica, bensì un sussidio regolare e naturale dello Stato, necessario per provvedere alla conservazione ed allo sviluppo del medesimo³.

Pertanto l'indagine riflessa della prospettiva dell'Economia Civile,

2) Cfr. Michele Troisi, *Le premesse etico/politiche del sistema di economia civile di Antonio Genovesi* (con documenti inediti. Estratto da "Annali facoltà Economia e Commercio, Università di Bari, n.s.vol. 4, 1941, Bari, Cressati1942, pp.89) .

3) Cfr.Michele Troisi *Idee finanziarie e spunti di teorie sociologiche nella economia civile di Antonio Genovesi*. Estratto da "Economia", ANNO XX, Nuova serie Volume XXVIII.

può consentire un'analisi dei moderni fenomeni di finanza pubblica più corretta rispetto a quella consentita dai classici economisti inglesi.

A mero titolo esemplificativo indico:

- 1) Il mancato interesse degli economisti classici alla distribuzione spaziale delle attività economiche ha fatto sì che sino agli anni 70 in Italia non ci sia stata una teoria economia della finanza locale che era considerata un capitolo del diritto amministrativo o della contabilità di stato. Di conseguenza la riforma regionale del 1972 prima ed il federalismo fiscale poi, ci hanno sorpreso poco attrezzati per affrontare questa nuova problematica.
- 2) La mancata elaborazione di un'analisi economica delle istituzioni ha reso impraticabile il rapporto tra profili giuridico/istituzionali delle riforme e quelli economico/finanziari relative al ruolo fondamentale della finanza pubblica di copertura e riparto del costo delle citate riforme, con inevitabile pregiudizio delle riforme stesse o non fatte o fatte male (c.d. riforma a costo zero).
- 3) Incapacità ad elaborare provvedimenti di politica economica di breve periodo tenendo conto delle conseguenze sul medio lungo periodo degli effetti economici derivanti da detti provvedimenti relativi al breve termine.
- 4) Arbitraria interpretazione delle teoria Keynesiana che ha portato ad affrontare con strumenti congiunturali (erogazione di mere spese di trasferimento) problemi strutturali.
- 5) Il riflesso nell'analisi dell'economia pubblica della persistente estraneità del progresso tecnico all'analisi economica che contraddistingue gli schemi marginalisti ha determinato un'insufficiente considerazione del vincolo progresso tecnico/saggio di accumulazione del capitale il cui rispetto è essenziale per impostare una manovra della finanza pubblica che voglia governare il processo di crescita di una società industriale.
- 6) Incapacità a spiegare l'economia della transizione, la fase certamente più anomala dell'economia che contraddistingue i nostri anni. Il crollo delle economie ex socialiste ha posto un drammatico interrogativo: quale profilo devono avere le istituzioni fiscali nel passaggio dall'economia di comando all'economia di mercato dal momento che non possono essere quelle dell'economia di mercato

e neanche quelle della pretransizione? Ora è certo che nessun aiuto ci può venire dallo schema dell'economia classica poiché quando il F.M.I. ha applicato a tutte le economie in transizione la stessa ricetta (stretta fiscale massicce privatizzazioni) ha determinato conseguenze disastrose perché ha dimenticato che i servizi pubblici sono strumentali alla produzione privata e, pertanto la privatizzazione massiccia priva di questo prezioso fattore di produzione sistemi economici ancora troppo gracili.

- 7) Wagner e tutta la corrente dei c.d. socialisti della cattedra individuano nell'erogazioni di reddito il mezzo con cui la finanza pubblica può adempiere al suo ruolo di riparatore delle ingiustizie del mercato: dimenticano, tuttavia che il fenomeno finanziario essendo un fenomeno di produzione ha sempre un costo che comunque deve essere coperto e ripartito altrimenti non produce ricchezza ma distruzione di ricchezza.

Inoltre questo schema di analisi ha il difetto di considerare come faro orientare delle riforme lo schema dell'economia classica, che tuttavia non esiste più da tempo.

La conseguenza di questo riferimento nell'analisi teorica è che studiosi di opposte tendenze Kaldor, il teorico dell'imposta sulla spesa ed Einaudi, il teorico dell'imposta su reddito, si trovano a sostenere entrambi la necessità dell'esenzione dall'imposta del risparmio.

Invece De Viti de Marco ha dimostrato che ogni lira di risparmio nasce gravata da un debito d'imposta perchè lo Stato ha concorso a crearlo con la produzione dei servizi pubblici.

In conclusione, il riflesso dell'Economia Civile nella Scienza delle Finanze può aiutare ad una corretta analisi del fenomeno della finanza pubblica nella società industriale del Terzo Millennio, del tutto diversa da quella cui fa riferimento lo schema dei classici economisti inglesi.

In altri termini il recupero di una tradizione di pensiero squisitamente italiana che affonda le radici nell'umanesimo civile del '400 e del '500, consentendo un'indagine teorica da un'ottica più vicina alle reali caratteristiche del fenomeno finanziario può contribuire ad evitare che, per dirla con De Viti de Marco, il fenomeno finanziario abbia in sé "Il germe di quella stridente contraddizione tra la finanza dello Stato e l'economia della nazione come se fossero persone distinte, espressione di interessi contrapposti".

**IL SISTEMA BANCARIO AUSTRIACO (1995-2000):
LE CASSE DI RISPARMIO
COME POLO DI AGGREGAZIONE?***

Ettore Andreani
Università di Rostock

Nicholas Murphy
Università di Firenze

* Gli autori desiderano ringraziare il Professor A. Bompani, e la Professoressa D. Neuberger per i commenti ad una precedente versione del testo. Gli autori desiderano inoltre ringraziare una anonima Signora senza il cui aiuto il presente lavoro non sarebbe stato possibile.

The domestic banks in continental Europe were, and are, protected as domestic flagships. Our purpose is thus to verify if the previous argument can be applied to the case of banking privatization that occurred in Austria in the period 1994-2001, and if we can consider the creation of “national champions” as a corner stone in the expansion of Austrian banks in the East European countries. On the one hand the outcome of privatization process privileged the Austrian groups, and in particular the savings banks (Sparkassen), on the other hand Austrian banks are actually deeply entrenched with the financial champions of the other European countries. While taking part in the privatization process, the Austrian savings banks consolidated themselves in the national arena through the merger between national and local credit institutions. Finally we can find an high correlation between the privatization outcomes and the rising importance of the Austrian banks in the Central and East European countries.

Introduzione

Secondo Boot (1999, p. 612) una delle caratteristiche principali del sistema bancario europeo è che “Le banche nazionali in Europa erano, e sono, protette come bandiere nazionali. Il credo fondamentale che le istituzioni finanziarie non debbano essere controllate dagli stranieri ha impedito (finora) ogni fusione transnazionale”¹ come postulato l’autore aggiunge che “i banchieri credono fortemente che una posizione di forza nel mercato domestico sia cruciale per una espansione di successo nei mercati esteri”². Allo stesso tempo Inzerillo e Messori (2000, p. 15) sostengono, guardando all’esperienza delle privatizzazioni bancarie italiane, che una delle caratteristiche del processo di aggregazione è stata la volontà di ridurre un eccesso di capacità nel campo dei servizi finanziari, ed in particolare nel retail banking (Neuberger, 1998). Scopo del presente articolo è applicare detto approccio ad un caso

-
- 1) The domestic banks in Europe were, and are, protected as domestic flagships. A fundamental belief that financial institutions should not be controlled by foreigners has (so far) almost prevented any cross-border merger” Boot, (1999, 612)
 - 2) “Bankers strongly believe that a strong position in the home market is crucial for a successful expansion in foreign market”. Boot, (1999, p. 613)

particolare, ovvero quello del sistema bancario austriaco, ed in particolare modo al ruolo svolto dalle casse di risparmio nel periodo 1993-2002. La nostra analisi parte dalle seguenti considerazioni (Hubmer, 1999; Ali e Gstach, 2000):

- nel periodo compreso tra il 1994 ed il 2001 lo Stato austriaco ha privatizzato le due principali banche che esso controllava, ovvero il Creditanstalt e la Post Sparkasse (Aiginger e Moorslechner 1997; Hahn, 2002).
- Nello stesso periodo le banche austriache si sono caratterizzate per essere tra le maggiormente attive nei paesi che nei prossimi anni entreranno a far parte della Unione Europea.

Elemento caratteristico di entrambi i processi, e trait d'union della riorganizzazione del sistema creditizio austriaco negli ultimi 10 anni, è stato il ruolo di aggregazione delle casse di risparmio (sparkassen), processo che ha modificato radicalmente i rapporti tra le differenti componenti del sistema creditizio austriaco. Ciò sembra muovere nella direzione indicata da Boot, fatto al quale è da aggiungere la constatazione che nonostante le ridotte dimensioni dell'Austria, le banche austriache rappresentano alcuni dei principali operatori nei mercati creditizi dei paesi che nei prossimi anni aderiranno all'Unione Europea.

L'evoluzione che ha coinvolto il settore creditizio austriaco è passata attraverso più fasi, ognuna delle quali ha rappresentato la reazione del sistema stesso alla trasformazione dell'ambiente economico circostante (Royer, 2000).

- La prima fase, corrispondente al periodo imperiale, e alla prima industrializzazione dell'area mitteleuropea, si è caratterizzata per la presenza di un piccolo numero di "grandi istituzioni creditizie", con vasti interessi in campo industriale, alle quali si affiancavano una molteplicità di piccole istituzioni a carattere meramente locale (Teichova, 1994).
- La fase successiva corrisponde al secondo dopoguerra, quando il sistema creditizio austriaco fu riformato in base ad una visione di intervento diretto dello Stato nelle vicende economiche, a partire dalla nazionalizzazione dei principali gruppi creditizi del paese, e dalla creazione di nuovi istituti pubblici aventi finalità di credito speciale.

Detta riorganizzazione portò ad una rigida suddivisione in federa-

zioni bancarie, ognuna con uno specifico inquadramento giuridico, situazione che rendeva minime le possibilità di aggregazione tra istituti facenti parte di federazioni diverse, riflettendosi nel lungo immobilismo che ha caratterizzato il sistema creditizio austriaco per lunga parte del dopoguerra.

- La terza fase corrisponde all'insieme di riforme, che, iniziate alla fine degli anni '70 e culminate nel nuovo Bankwesengesetz del 1993 (Legge Federale BGBl N°532/1993, breviter BWG), hanno eliminato le barriere esistenti tra i diversi "tipi" di istituzioni creditizie. Le diverse tipologie di istituti creditizi esistenti prima del 1993 sono state ricondotte a tre sole forme giuridiche (BGBl 532/1993, §5): le società per azioni (Aktiengesellschaft), le società costituite in forma di cooperative (Genossenschaft) e la forma di Cassa di Risparmio (Sparkassen).

Nonostante dette riforme, permangono diversi modelli organizzativi all'interno delle varie federazioni bancarie, modelli che dipendono dai caratteri dimensionali degli istituti partecipanti: nel caso di federazioni caratterizzate da una molteplicità di istituti di piccole dimensioni troviamo uno SpitzenInstitut (Istituto Centrale di Categoria), figura che manca laddove la dimensione media è maggiore. In particolare le HypothekenBanken, le Bausparkassen e le Aktienbanken si caratterizzano per l'assenza di un istituto centrale di categoria, le Volksbanken e le Sparkassen si caratterizzano per la presenza di uno SpitzenInstitut a livello nazionale, mentre le Raiffeisenbanken hanno un sistema a tre livelli (Dreistufige System), con un livello regionale ed uno nazionale.

- La fase attualmente in corso deriva dall'abolizione delle barriere giuridiche tra le differenti categorie di istituti di credito, e da quelle alla loro operatività. Detta fase, iniziata nei primi anni '90, si è caratterizzata per una molteplicità di processi di aggregazione, tutti finalizzati alla creazione di gruppi bancari polifunzionali modellati sull'esperienza della "Banca Universale" (Tichy, 1996; Ali e Gstach, 2000). Le strategie volte alla creazione di gruppi bancari universali si sono affiancate ad una strategia di distribuzione multi-canale dei prodotti finanziari, anche attraverso accordi di bancassurance con i principali gruppi assicurativi del paese, o con gruppi creditizi internazionali (Abraham, Van Dijke, 2003).

Il sistema finanziario austriaco può essere considerato un sistema di tipo “bank-based” (Gugler, 1998; Hahn, 2002); come tale esso si caratterizza per mercati dei capitali meno sviluppati rispetto a quelli dei paesi anglosassoni, mentre il risparmio è trasferito principalmente attraverso il canale bancario, sotto forma di credito a breve o lungo termine. L’Austria si caratterizza infine per un elevato livello di concentrazione della proprietà, ed un ruolo preminente è quello dello Stato federale, delle banche, ed in misura minore, di alcune grandi famiglie (Gugler, Stomper, Zechner, 2000). Secondo Gugler (1998, p. 288) circa la metà delle principali imprese risultavano controllate dallo Stato, dalle banche o congiuntamente da entrambi: come conseguenza il processo di privatizzazione delle principali banche austriache deve essere visto all’interno di un più generale processo di disinvestimento da parte dello Stato, ben oltre i suoi effetti sugli assetti del sistema creditizio (Aiginger, 1999).

2. Il processo di privatizzazione

2.1 Inquadramento giuridico del processo di privatizzazione delle principali banche austriache (1956-2000)

Il processo di privatizzazione delle principali banche a “controllo pubblico” ha investito sia il settore creditizio, che le “partecipazioni statali”, ponendo la questione degli obbiettivi del processo di privatizzazione stesso, al di là delle esigenze della finanza pubblica. La sua premessa è stata l’abolizione dei vincoli relativi alla negoziabilità delle azioni detenute dallo Stato, e la trasformazione in società per azioni degli istituti creditizi che avevano diversa natura giuridica (Helbich, 1990).

Come avvenuto nella maggior parte dei paesi europei, alla vendita delle partecipazioni bancarie si è accompagnata la ricerca di nuovi equilibri negli assetti finanziari interni, ponendo al contempo il problema del trade off tra massimizzazione del ricavo (“bestmöglich zu veräußern” secondo la dizione del BGBl 163/1991 del 1991, art. 1) e preferenza per le “soluzioni nazionali” (Aiginger, 1999). In particolare si trattava di coniugare le molteplici aspettative del mondo

politico ed economico austriaco, che voleva conservare in mani nazionali le maggiori banche/impresе (la così detta *Österreichische Lösung*: soluzione austriaca, in contrapposizione all'*Ausverkauf*, la svendita allo straniero, da molti paventata), ma affiancandole ad uno o più partner che ne potessero favorire lo sviluppo internazionale. Indicativo è il fatto che, nonostante la molteplicità di “manifestazioni di interesse” da parte di operatori stranieri avutesi nel corso degli anni, la scelta finale è avvenuta sempre all'interno della rosa di offerte presentate da soggetti austriaci, anche se sono stati gli stessi acquirenti ad appoggiarsi a partnership internazionali. In secondo luogo il processo di privatizzazione si è accompagnato alla volontà di creare gruppi di dimensione europea, sia per quanto riguarda i volumi intermediati, che per la posizione all'interno del sistema europeo di alleanze cross border.

I due aspetti considerati sono complementari: infatti la ricerca di una soluzione austriaca al riassetto del sistema finanziario si è scontrata con le limitate dimensioni dei principali gruppi del paese, equivalenti a frazioni di quelle dei competitor europei. Allo stesso tempo la mancanza in Austria di gruppi creditizi di “dimensione europea” era una conseguenza del lungo immobilismo di un sistema che aveva nella partecipazione pubblica al capitale, e nelle casse di risparmio a controllo locale, due dei suoi pilastri.

Le Sparkassen hanno certamente rappresentato uno dei punti di riferimento all'interno dello schieramento dei fautori di una soluzione “austriaca” del processo di privatizzazione. Detto ruolo è stato ricoperto da due istituzioni, entrambe espressione diretta della federazione delle Sparkassen: la Erste Bank e Bank Austria.

2.2 La Privatizzazione del Creditanstalt

Quando il Creditanstalt fu salvato all'inizio degli anni trenta c'era molta resistenza a nazionalizzarlo, e questo scetticismo rimase forte seppur nel 1946 fossero state approvate le leggi sulla nazionalizzazione (*Verstaatlichungsgesetz*) (McGraith, 1997).

Il primo provvedimento che muoveva in direzione di un'apertura ai privati del capitale della banca è il BGBl 274/1956 del 1956 con il

quale il governo veniva autorizzato a cedere a privati fino al 40% del capitale della banca. Nel 1987 un'altra legge (BGBl 323/1987 del 1987) aveva autorizzato il ministro delle finanze a ridurre ulteriormente la sua quota fino al limite del 51%, e aveva contestualmente rimosso le limitazioni alla partecipazione al capitale da parte di gruppi finanziari stranieri (Ausländerklauser).

La legge che ha guidato la privatizzazione del Creditanstalt è BGBl 163/1991 del 1991 con la quale si incoraggiava il collocamento di azioni della banca sul mercato: da essa scaturì una prima proposta di secondary share offering, anche attraverso una vendita a trattativa privata, proposta che però fu accolta con scetticismo adducendo l'insuccesso ottenuto da un'analogo operazione nel 1986. Già in questa prima fase emerse una prima possibile rilevanza del mondo delle casse di risparmio, ma fu solo dopo le proposte formulate da gruppi internazionali (GE Capital nel 1993 e Credit Suisse nel 1994) che emerse una prima proposta in questo senso.

La proposta delle Casse di Risparmio, presentata per la prima volta nel 1995, ruotava intorno alla Erste Österreichische Sparkasse (breviter Erste Bank) e cercava di coniugare le molteplici aspettative del mondo politico ed economico austriaco, e del management della banca, che volevano conservare in mani nazionali la banca (la così detta Österreichische Lösung), ma affiancandola ad uno o più partner che ne potessero favorire lo sviluppo internazionale.

Per venire incontro a queste molteplici esigenze la Ea-Generali, la Banca Commerciale Italiana, la tedesca Commerzbank, e le austriache Erste Österreichische Sparkasse (breviter, Erste Bank), e Wuesternrot, insieme ad un gruppo di imprenditori austriaci, tutti riuniti nel "Consortium", si offrirono di rilevare il 37% del Creditanstalt per 7,2 miliardi di scellini (615 scellini per azione), offrendosi nel contempo di provvedere al collocamento delle restanti azioni in possesso del governo, valutate 4,8 miliardi di scellini: complessivamente l'offerta era quindi di 12,26 miliardi di scellini³. All'interno di detta offerta il sistema delle Casse di Risparmio avrebbe rappresentato il 17,4%% del capitale impiegato.

3) Bank und Borse N° 39 del 1995 pag. 13

Tabella 1: Composizione del Consortium

Denominazione	Nazionalità	Importo in scellini	Percentuale
Gruppo Imprenditori Austriaci	Austria	1,15 Miliardi	15,9%
Gruppi Finanziari Austriaci	Austria	2,05	28,5%
Erste Bank	Austria	1,25	17,4%
Regionalbanken	Austria	0,4	5,5%
Wuestenrot	Austria	0,3	4,2%
OeVag	Austria	0,1	1,4%
Totale investitori austriaci		3,2	44,4%
Ea Generali	Italia-Austria	2,1	29,2%
Totale con Ea-Generali		5,3	73,6%
Banca Commerciale Italiana	Italia	1	13,9%
Commerzbank	Germania	0,9	12,5%
Totale investitori esteri		1,9	26,4%
Totale		7,2	100%

Fonte: Grubelnik, (1998, pag. 227)

Nel 1996, la Erste Bank presentò una nuova proposta che prevedeva la costituzione di una holding della quale la AVS (Anteilverwaltung Sparkasse), ovvero la fondazione bancaria che la controllava, avrebbe rilevato il 68%, mentre Consortium avrebbe sottoscritto il restante 32%: detta società avrebbe controllato il 59% di una seconda holding che a sua volta avrebbe controllato il 75% della Erste Bank ed il 100% del Creditanstalt (Grubelnik, 1998). In pendenza di detta offerta, che tardava ad arrivare, la JP Morgan pubblicò, in qualità di advisor del governo, un invito a presentare offerte per la banca, che fu raccolto da vari operatori internazionali, e dall'altra "grande" cassa di risparmio austriaca, Bank Austria.

Dopo anni di trattative il 16 dicembre 1996 solo tre offerte erano rimaste in campo: l'offerta di Bank Austria, pari a 16,7 Miliardi (836 ats per azione), l'offerta di Consortium pari a 13,8 miliardi (14,7 milioni di azioni a 730 ats e 5,2 milioni di azioni a 580 ats) e quella del finanziere austriaco Wlaschek pari a 15 Miliardi. Secondo molti commentatori la cessione a Bank Austria corrispondeva ad una "municipalizzazione (Kommunalisierung) del Creditanstalt", stante il fatto che Bank Austria aveva come azionista di riferimento la

Municipalità di Vienna (Palme, 1997, pag. 23). Detto rilievo sottolinea come la natura delle casse di risparmio rappresentasse una questione ancora aperta nel mondo finanziario e politico, e come tale non esule da contestazioni.

L'advisor individuò, tra le varie offerte presentate e aggiornate nel corso tempo, tre offerte definitive che furono valutate secondo due parametri principali: da un lato la massimizzazione dell'introito per le casse pubbliche, e dall'altro la ristrutturazione del sistema bancario (Aiginger e Moorslechner, 1997)⁴. L'offerta di Bank Austria era la più alta dal punto di vista economico, essendo stata portata a 861 scellini per azione, ma la Erste Bank rappresentava un partner migliore per il Creditanstalt (McGraith, 1997). L'integrazione tra il Creditanstalt e la Erste Bank presentava meno sovrapposizioni nel mercato retail austriaco, mentre la forza del Creditanstalt nel settore dell'investment banking, ben si coniugava con lo stato quasi embrionale delle attività della Erste Bank in questo segmento. La proposta di Bank Austria invece puntava sulla creazione di un "campione nazionale", in vista di un mercato unico europeo (o meglio comunitario), che sarebbe nato con l'introduzione della moneta unica. Il nuovo gruppo si sarebbe piazzato tra le "prime trenta banche dell'Unione Europea, e sarebbe stato il maggior gruppo bancario dell'Europa Centro-Orientale" (Huttner, 1999)⁵.

4) Grunbichter A.: "Egli (il ministro ndr), doveva comportarsi in maniera tale che il Creditanstalt rinanesse nazionale, e con questo migliorare la struttura bancaria austriaca..." in Profil del 7 gennaio 1997, pag. 28

5) Si veda anche "Bank mit Europäische Dimansion", in Wiener Zeitung del 14/01/1997, pag. 4

Tabella 2 : prezzo offerto per le azioni del Creditanstalt, 1994-1997

Offerente	Prezzo per azione (scellini per azione)
Credit Suisse Holding	800
Consortium I°	615
Consortium II°	684
Valutazione JP Morgan	700
Valutazione JP Morgan	800
Consortium III°	730
Bank Austria I°	836
Wlaschek Stiftung	751
Bank Austria II°	861
<i>Fonte:</i> elaborato in proprio	

Alla fine fu Bank Austria a prevalere, anche grazie alle migliori condizioni di acquisto⁶, ma non senza prima dovere accettare una sorta di “compromesso”, rappresentato da quello che va sotto il nome di “Accordo dei 17 punti del 12 gennaio” che come vedremo in seguito mirava a controbilanciare gli effetti della cessione del Creditanstalt sugli equilibri del sistema finanziario austriaco, e che coinvolse direttamente il settore delle sparkassen.

2.3 Il ruolo della AVZ (Anteilverwaltung Zentralsparkasse) e di Bank Austria

Il gruppo bancario Bank Austria è nato nel 1991 a seguito della fusione tra due istituti viennesi, la Zentralsparkasse und Kommerzialbank AG e la Österreichische Länderbank AG, e dopo la fusione divenne il primo gruppo bancario austriaco ed il secondo gruppo industriale del paese. La Zentralsparkasse und Kommerzialbank AG, fondata nel 1905 in base ad una delibera della municipalità di Vienna, nel 1990 era stata trasformata in una Società per Azioni il cui

6) Il quotidiano Der Standard (3/01/1997 pag. 26) aveva espresso forti riserve circa i criteri in base ai quali sarebbe stata scelta l’offerta vincente: “La vendita del CA sarà decisa solo in base a criteri politico-partitocratici” (parteipolitischen Kriterien).

capitale era controllato al 90% da una “fondazione bancaria”, la AVZ (Anteilverwaltung Zentralsparkasse). La Österreichische Länderbank in un primo tempo aveva focalizzato la sua attività nel finanziamento industriale e dopo la crisi degli anni '30 era stata nazionalizzata nel 1946, diventando il secondo pilastro del sistema finanziario pubblico austriaco, accanto al Creditanstalt.

In forza della fusione il nuovo istituto aveva assunto una posizione molto particolare in quanto l'azionista di controllo, la AVZ, essendo una fondazione di derivazione bancaria, non era né pubblico, né privato, almeno in senso stretto, e quindi Bank Austria AG poteva conservare la garanzia pubblica sui suoi debiti, pur operando, a partire dal 5 ottobre 1991, come una società di diritto privato (Grubelnik 1998, pag. 56).

Al momento dell'acquisto del Creditanstalt, Bank Austria AG era il primo gruppo bancario austriaco, con un totale in bilancio di 742,7 miliardi di scellini, ed una rete di 300 sportelli (Bank Austria AG Bilancio 1996, pag. 8; Kosiak, 1998 pag. 62). Tuttavia nonostante il salto dimensionale continuavano a permanere dubbi sul reale raggiungimento degli obiettivi che la fusione si era posta nel 1991, soprattutto in termini reddituali⁷.

Durante tutti gli anni '90 il ruolo della AVZ nel panorama finanziario austriaco è stato al centro di un notevole dibattito, che ha raggiunto il suo climax nella stesura dell'accordo del 12 gennaio 1997. In linea di principio sarebbe molto facile descrivere il ruolo della Anteilverwaltung Zentralsparkasse nel panorama bancario e finanziario austriaco, in quanto essa è una fondazione di derivazione bancaria nata dalla scissione, tra l'attività bancaria, successivamente esercitata attraverso una società per azioni, la Zentralsparkasse und Kommerzbank AG, e che dopo il 1991 è confluita in quella che attualmente è Bank Austria AG, e le altre attività della Gemeinde-sparkasse Zentralsparkasse.

Il ruolo della AVZ al momento della privatizzazione del Creditanstalt discendeva dalla vastità di interessi che essa gestiva: nel 1996 essa

7) Blanden (1996, pag. 33) “Dopo molti anni di insoddisfazione, crediamo che Bank Austria si trovi nella giusta posizione per conseguire i progressi operativi previsti nel 1991.”

controllava il 39,93% del capitale ed il 46,25% dei diritti di voto di Bank Austria, principale gruppo bancario del paese, il 51,18% del capitale ed il 56,06% dei diritti di voto del Girocredit, lo spitzeninstitut delle sparkassen, il 55,90% del capitale e dei diritti di voto della Wiener Holding, ed attraverso questa l'8,3% della compagnia assicurativa Wiener Städtische Versicherung, una tra le prime tre del paese⁸. La gestione della Fondazione e delle sue partecipazioni è affidata ad un consiglio detto Sparkassenrat, nominato interamente dal Bürgermeister (sindaco) della municipalità di Vienna: tutti i suoi membri sono al contempo membri del consiglio di amministrazione di Bank Austria, così come coincidente è la figura del presidente (Commissario Europeo per la Concorrenza: Autorizzazione M 873 del 11/03/1997, par. 6).

La questione del ruolo della AVZ nasceva proprio da questa commistione tra interessi pubblici e privati, e dalla natura ibrida del suo status, commistione di interessi che aveva sortito operazioni molto discutibili e scarsamente trasparenti, soprattutto con la controllata Bank Austria AG (Si rimanda all'ampia discussione fatta da Grubelnik nel testo del 1998).

Date queste premesse, con l'accordo del 12 gennaio 1997 si puntava a ridimensionare il ruolo della AVZ, soprattutto in relazione alla volontà di ristrutturare il settore bancario austriaco, ma tenendo anche conto degli equilibri politici del paese, come sottolineato dal ruolo politicamente rilevante di tutti i firmatari dell'accordo stesso.

2.4 La fusione tra Bank-Austria e Creditanstalt.

All'indomani dell'acquisto del Creditanstalt da parte di Bank Austria si pose il problema dell'integrazione tra i due gruppi al fine di creare un "gruppo bancario austriaco di statura europea (Europaformat)"(Randa, 1997) ovvero una "Banca di dimensione Europea"⁹, integrazione che necessariamente doveva avvenire nei limiti posti

8) Die Presse del 31/10/1996 pag. 3

9) "Bank mit europaeischer Dimension" in Wiener Zeitung del 14 gennaio 1997, pag. 4, Österreichische Sparkassenzeitung Folge 1 del 1997, pag. 8

dall'accordo del 12 gennaio 1997.

In particolare sulla riorganizzazione del gruppo post fusione pesavano le seguenti clausole:

N°3) Il Creditanstalt rimarrà un'impresa autonoma per almeno 5 anni (fanno eccezione alcune funzioni).

N°4) La forza lavoro del Creditanstalt sarà conservata: essa potrà essere ridotta solo attraverso uscite naturali.

N°5) Le partecipazioni detenute nella Österreichische Investitioncredit AG e nella Österreichische Kontrollbank AG saranno riallocate attraverso la cessione delle azioni detenute dal Creditanstalt AG e dal Girocredit AG agli altri azionisti. Non coinvolgimento del gruppo Bank Austria nella privatizzazione della Postsparkasse.

N°6) Assenza di asset stripping (eccetto che per alcune partecipazioni). Il processo di integrazione tra Bank Austria ed il Creditanstalt ebbe come primo limite l'impossibilità di una fusione tra le reti bancarie in Austria, almeno fino al 2002, clausola che rifletteva la volontà, anche politica, di evitare un repentino down-sizing post fusione. Allo stesso tempo gli amministratori di Bank Austria cercarono sempre di sottolineare l'importanza della cooperazione tra lo staff delle due banche, pur nella diversità delle rispettive tradizioni (Hall, 1997).

Date queste premesse la riorganizzazione del personale e la razionalizzazione delle strutture si presentavano come le aree più critiche di intervento, anche a causa della differente struttura dei costi¹⁰: infatti il costo medio del personale all'interno del Creditanstalt era inferiore a quello di Bank Austria, mentre la norma n° 4 dell'accordo del 12 gennaio tutelava solo i dipendenti del Creditanstalt.

¹⁰) Comunicato Stampa di Bank Austria Ag del 12 Gennaio 1997.

Tabella 3: Variazione dei dipendenti, 1997-1998

	Dipendenti nel 1998	Variazione rispetto al 1997
Gruppo Bank Austria	14261	-3,8%
Gruppo Erste Bank	9082	-2,9%
Gruppo RZB	4116	+33,9%
Gruppo PSK	2349	+1,3%
Gruppo BAWAG	2557	1,4%

Fonte: Bank und Börse N° 21 del 1999, pag. 1

L'integrazione tra i due gruppi avvenne attraverso una strategia a due-marchi (Zwei-Marken Strategie), definita dal management anche "one factory, two brands": "La clientela nazionale non verrà coinvolta in un primo momento dal processo di integrazione: la zwei-marken strategie consiste in questo"¹¹. I due livelli della strategia erano i seguenti: da un lato le attività direttamente rivolte alla clientela, che sarebbero rimaste separate, dall'altro tutte le attività di back office, la gestione dei prodotti e servizi parabancari e delle controllate che operavano nell'investment banking, sarebbero state organizzate attraverso la creazione di nuove unità operative uniche (Huttner, 1999; Kosiak, 1998). La scelta era collegata anche alle differenti collocazioni di mercato delle due reti bancarie: tradizionalmente Bank Austria aveva il suo punto di forza nelle attività rivolte ai privati, mentre il Creditanstalt in quelle alle imprese, come possiamo vedere dalle seguenti tabelle.

¹¹) Fenyves Alarich, direttore centrale del Creditanstalt in The Banker dell'Agosto 1997, pag. 32

Tabella 4: Struttura di Bilancio, Bank Austria e Creditanstalt

	1994 Credit anstalt	1994 Bank Austria	1995 Credit anstalt	1995 Bank Austria	1996 Credit anstalt	1996 Bank Austria
Totale bilancio (Miliardi Ats)	617,4	636,6	645	677,9	687	742,4
Crediti Interbancari	29,13%	24,80%	34,26%	26,39%	30,71%	28,97%
Crediti alla clientela	43,07%	56,59%	45,82%	55,3%	45,41%	51,61%
Raccolta interbancaria	42,19%	28,36%	48,97%	27,92%	48,32%	29,86%
Raccolta clienti	28,79%	45,99%	27,89%	46,84%	29,83%	41,17%
Utile esercizio (Miliardi Ats)	0,687	1,141	2,166	2,167	2,930	2,151
Dividendo per azione (Ats)	45	23	52	38	59	28

Fonte: Bank und Börse, elaborato in proprio

Tabella 5: Raccolta attraverso libretti di risparmio Bank Austria e Creditanstalt

	Totale libretti di risparmio	Totale raccolto	Percentuale totale sulla raccolta
Bank Austria	1.200.000	172,6 Miliardi	25,1%
Creditanstalt	550.000	76,9 Miliardi	19,2%

Fonte: Trend 1/97 pag. 34

Al fine della riorganizzazione del gruppo, fu effettuata una offerta pubblica di scambio sulle azioni del Creditanstalt, effettuata tra ottobre e novembre 1997, in ragione di 4 azioni Bank Austria ogni 3 azioni Creditanstalt. Detta offerta puntava anche ad ampliare la base azionaria della banca, condizione reputata fondamentale al fine del raggiungere un nuovo standing internazionale del gruppo.

Come conseguenza dell'OPAS l'azionariato di Bank Austria si aprì ad una maggiore partecipazione dei piccoli investitori così come degli investitori internazionali, come possiamo vedere dalla tabella n. 6.

Tabella 6: Azionisti di Bank Austria, 1992-1997

	Azionisti nel 1992	Azionisti nel 1996	Azionisti nel 1996	Azionisti dopo OPAS
AVZ	48,6%	39,9%	26,45%	22,7%
Rep. Austriaca (inclusa la PTBG)	21,7%	16,7%	9,05%	2,3%
WDLB	Nc	6,76%	5,9%	7,88%
CARIPLO	Nc	3,42%	2,54%	3,18%
WIENER HOLDING	Nc	3,15%	2,34%	1,83%
Wiener Std. Versicherung	Nc	0%	5,03%	5,07%
Altri Azionisti Strategici	20,1%	6,66%	4,96%	3,92%
Mercato	29,7%	15,31%	43,73%	53,11%

Fonte: Bilancio Bank Austria 1992 e 1998

Dopo la fusione la struttura adottata dal gruppo fu la seguente: la nuova capogruppo Bank Austria avrebbe controllato direttamente il 100% delle due reti bancarie austriache, e di una sub holding denominata BankAustria Creditanstalt International, alla quale avrebbero fatto capo tutte le attività fuori dal territorio austriaco. Il piano prevedeva che presso la capogruppo fossero accentrate anche tutte le partecipazioni, in vista di una loro razionalizzazione, partecipazioni che da un lato mal si adattavano al core business del gruppo, dall'altro avevano una redditività molto contenuta, quando non erano in perdita (Huttner, 1999, pag. 121).

Le prime partecipazioni nel settore bancario e degli intermediari finanziari ad essere cedute, così come previsto dall'accordo del 12 gennaio 1997 al punto 6, furono l'8% delle azioni della Österreichische Kontrollbank, ceduto alla WestDeutsche Landesbank, ed un ulteriore 17% ceduto alla RZB ed alla ErsteBank. La partecipazione del 55% detenuta nel Girocredit AG congiuntamente alla partecipazione di controllo della società di fondi comuni Bankinvest Austria furono cedute alla Erste Bank (vedi oltre)

Tabella 7: Principali partecipazioni bancarie del gruppo in Austria

	Bank Austria	Creditanstalt	Girocredit	Totale
Österreichische Kontrollbank	35,25%	24,75%	7,64%	67,64%
Österreichische Investkredit	20,88%	19,19%	10,14%	50,21%
Bankinvest Austria	50%	0	50%	100%
Österreichische Investiment	0	71,13%	0	71,13%
Ba Investmentbank Austria	81,7%	0	0	81,7%
Ca-EA Investiment	0	50%	0	50%
HypoBank Burgenland	34,13%	0	0	34,13%
Bank Tirol-Vorarlberg	0	41,7%	0	41,7%
Oberbank	0	31,6%	0	31,6%
Bank Kärnten Steiermark	0	29,1%	0	29,1%
Factor Bank	0	45,16%	0	45,16%
Bankhaus Denzel	0	40%	0	40%
AdriaBank	24%	12%	0	36%

Fonte: Commissario Europeo per la Concorrenza, Autorizzazione M.873 del 1997

Il nuovo gruppo Bank Austria-Creditanstalt divenne di gran lunga il maggior gruppo nazionale, confermando le aspettative relative alla creazione di un “campione nazionale”, con una forte presenza all’estero (48% dell’attivo totale) (Randa 1997), ma anche i dubbi circa il rispetto dei presupposti della concorrenza nel settore finanziario. Richiamando l’analisi di Boot merita rilevare come in paesi di dimensioni simili il maggiore gruppo bancario detiene quote di mercato ancor più rilevanti del 25% del gruppo BankAustria-Creditanstalt(ECB 2000).

Al momento della fusione tra le due banche le quote di mercato dei 5 maggiori gruppi bancari retail austriaci erano le seguenti:

Tabella 8: quote di mercato nel 1996

Gruppo Bancario	Quota di mercato
Bank Austria	12,8%
Creditanstalt	12,1%
Girocredit	6,2%
Erste Bank	4,9%
Bawag	4,3%

Fonte: The Banker del febbraio 1997, pag. 38, dati del 1996.

Merita infine ricordare come la garanzia fornita dalla municipalità di Vienna a Bank Austria, attraverso la AVZ, non fu estesa ne al Creditanstalt ne alle sue controllate (Commissario Europeo per la Concorrenza: Autorizzazione M.873 del 11/03/1997, par. 11). Anche la previsione che la AVZ mantenesse comunque una minoranza qualificata dei diritti di voto si collegava a detta garanzia, in quanto “La Municipalità di Vienna non può sostenere un rischio rispetto alla cui formazione non detiene alcuna influenza”¹².

2.4 La fusione tra il Girocredit AG e la Erste Österreichische Bank

Una delle conseguenze dirette dall’acquisizione del Creditanstalt da parte di Bank Austria fu una profonda riorganizzazione del settore delle casse di risparmio, riorganizzazione che vide il suo punto focale nella fusione tra l’istituto centrale di categoria, il Girocredit AG e la Erste Bank.

Il Girocredit AG è stato fondato, in forma di istituto di diritto pubblico, nel 1937 come Girovereinigung der Sparkassen (Teichova, 1994) ed ha assunto la denominazione attuale in seguito alla fusione, avvenuta nel 1992, con la Österreichisches Creditinstitut (Breviter: Öci), una banca retail austriaca.

La fusione che aveva dato luogo alla creazione del nuovo Girocredit

12) Palme L.: “Haftunsspiele” in Profil del 23/12/1996, pag. 35

AG rappresentò il tentativo dello *spitzen institut* di uscire dalla spirale di erosione dei ricavi dovuta al processo di concentrazione delle *sparkassen*, processo che riduceva le funzioni di intermediazione tra i vari istituti, ma anche la richiesta di servizi parabancari da parte di quei gruppi che avevano creato al proprio interno apposite *business unit* (Grubelnik, 1998). Attraverso essa il Girocredit da un lato avrebbe avuto accesso, attraverso gli sportelli della ÖCI, ad una clientela presso la quale collocare parte dei propri servizi e raccogliere fondi, dall'altro avrebbe potuto operare nel dinamico settore del finanziamento alle comunità locali (*Pfand und Kommunalbriefdarlehen*), per il quale era necessaria una specifica autorizzazione, detenuta dalla ÖCI.

Il Girocredit vedeva una compressione del proprio ruolo di “braccio internazionale” delle *sparkassen* austriache, compressione che sarebbe aumentata in futuro, come conseguenza dell'espansione estera delle due *sparkassen* viennesi, la banca vedeva una compressione del proprio *business*, compressione che sarebbe aumentata in futuro.

Nel 1992 Bank Austria aveva girato alla controllante AVZ., la quota del 55,17% del capitale del Girocredit che deteneva, per un prezzo pari a 400 scellini per azione, prezzo che sarebbe restato fino al 1997, elemento chiave di ogni trattativa sulle sorti della banca. La cessione era stata seguita da una proposta, formulata dalla Erste Bank, anche in nome di altre *sparkassen*, per concretizzare la riorganizzazione del settore delle *sparkassen*, proposta che fu rifiutata nel novembre 1993.

La Erste Bank è stata fondata col nome di Erste Österreichische Spar-Casse in der Leopoldstadt in Wien nel 1819, ed è stata la prima *Verein-sparkasse* a comparire sulla scena bancaria austriaca. Fino al 1979, in ossequio al “principio regionalistico” nell'operatività delle *sparkassen*, la banca aveva operato esclusivamente a Vienna: successivamente aveva iniziato ad espandersi nelle aree circostanti, attraverso l'acquisizione del controllo di molte piccole *sparkassen* locali, processo di espansione che era culminato nel 1994-1995 con l'acquisto della Salzburger Sparkasse, banca che disponeva di una quota di mercato superiore al 20% nell'omonimo *länder* (Stonham, Redhead 1997).

Questo sviluppo aveva proiettato la Erste Bank al vertice del siste-

ma bancario austriaco, ed essa si trovava ormai tra le prime cinque realtà creditizie del paese: proprio in forza di questo standing era incominciata una graduale espansione estera, attuata per soddisfare le richieste della clientela austriaca, piuttosto che per acquisire quote di mercato oltre frontiera (Fink e Petsschigg 1995). Complessivamente nel 1995 la banca aveva 320 sportelli, una delle reti più capillari del mercato austriaco, ed attivi totali pari a 263 miliardi di scellini, che la proiettavano al quarto posto sul mercato austriaco per totale dell'attivo. Nello stesso anno la quota di mercato in Austria era pari al 4,2%, mentre nella raccolta da clientela rappresentava il 6,9% del totale e nel risparmio gestito addirittura il 16%, a sottolineare la vocazione della banca nei confronti dei piccoli e medi risparmiatori¹³.

Tabella 9: Quota mercato della Erste Bank nel 1996

Länder	Quota mercato della Erste Bank	Quota mercato totale delle sparkassen (Esclusa Bank Austria)
Vienna	14,9%	15,4%
Niederösterreich	5,5%	24,3%
Oberösterreich	6,1%	25,2
Salzburg	20,8%	22,1%
Tirol	1%	25,4%
Voralberg	2,3%	23%
Käntner	0,5%	15,8%
Steiermark	3%	27,2%
Burgerland	7,8%	8,2%

Fonte: Elaborato in proprio, dati al 31.12.1996

13) Creditanstalt Investment Bank Report del Maggio 1996

2.5 *La fusione tra la Die Erste Bank ed il Girocredit AG*

Il sovramenzionato accordo del 12 gennaio 1997 tra lo Stato austriaco e Bank Austria prevedeva al punto 5 la cessione di alcune partecipazioni bancarie detenute da quest'ultima o dalla Fondazione AVZ: detta clausola dette l'accelerazione definitiva al riassetto del Girocredit, e del mondo delle casse di risparmio più latamente intese, ponendo fine ad uno stato di cose che durava sin dalla fine degli anni '80, e che si basava sulla "convivenza" di due poli di aggregazione, Bank Austria e Erste Bank, con linee strategiche molto diverse, ancor prima che diretti concorrenti (Hall, 1997; Blanden, 1997; Fink e Petschigg, 1995)

L'aggregazione tra il Girocredit e la Erste Bank corrispondeva anche alla volontà di bilanciare gli effetti sul sistema bancario della fusione tra Bank Austria e Creditanstalt, non solo dal punto di vista economico: in questo senso la cessione del Girocredit aveva rappresentato per Bank Austria una contropartita politico-economica per l'acquisto del Creditanstalt¹⁴.

La prima conseguenza della cessione sarebbe stata infatti che il gruppo Bank Austria-Creditanstalt avrebbe avuto asset totali pari al doppio del suo principale concorrente (1332 rispetto a 652 miliardi ats) la Die Erste stessa, mentre rebus sic stantibus il rapporto era pari a 6,5 volte (1721 contro 263 miliardi ats.) (Janny, 1997a).

L'accordo finale sulla cessione del Girocredit ebbe luogo pochi mesi dopo la privatizzazione del Creditanstalt, e nel mese di luglio le banche erano in grado di fornire un prospetto completo dell'aggregazione, in base al quale l'aggregazione avrebbe avuto luogo entro il 30 settembre, ma i suoi effetti sarebbero stati retrodatati al 1 gennaio 1997.

Il nuovo gruppo avrebbe mantenuto il ruolo, proprio del Girocredit, di istituto centrale di categoria delle sparkassen, e lo avrebbe ampliato in congiunzione con le attività di retail banking della Die Erste¹⁵, e di fornitore di prodotti finanziari da distribuire attraverso le sparkassen "indipendenti" (Blanden, 1997).

Primo passo dell'operazione fu l'acquisto, deliberato dalla AVS nel marzo 1997 delle azioni in possesso della AVZ, che furono cedute per

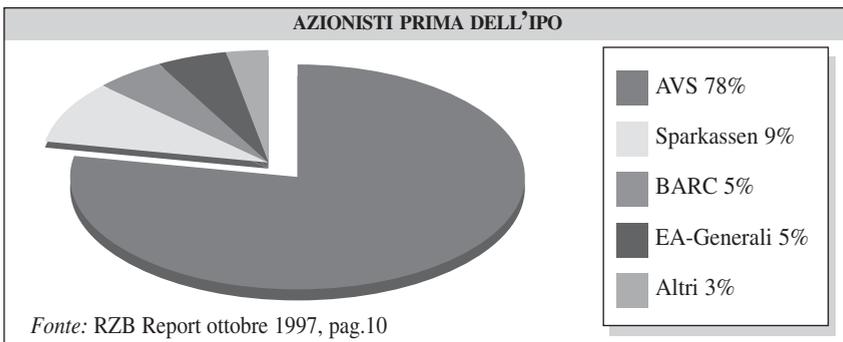
14) Il tema è oggetto del libro: Die Rote Krake, Grubelnik K. 1998

15) Österreichische sparkassenzeitung folge 6 del 1997, pag. 269.

un corrispettivo pari a 400 scellini per azioni, prezzo corrispondente ad un importo totale dell'operazione pari a 8,264 miliardi di scellini. Il prezzo era il medesimo al quale la AVZ aveva acquistato le azioni del Girocredit dalla controllata Bank Austria nel 1994 (Janny, 1997b). L'aggregazione tra le due banche beneficiava di forti complementarità: da un lato una banca dotata di un'ampia rete di agenzie, ma debole nel settore dell'investment banking, dall'altra un gruppo che aveva i suoi punti di eccellenza proprio nel corporate financing e nell'investment banking (Blanden, 1997; Hall 1997).

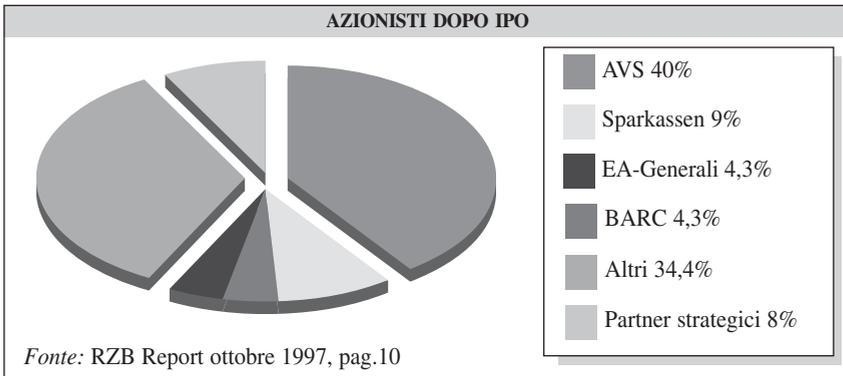
L'aggregazione fu attuata attraverso un concambio previsto in ragione di una azione della die Erste ogni 1,71 del Girocredit, rapporto che avrebbe dato alla Die Erste il 58,8% della nuova banca ed al Girocredit il restante 41,2%¹⁶. La fondazione AVS rappresentava il maggior azionista di entrambe le banche detenendo il 78% delle azioni della Die Erste, ed in seguito all'acquisto del 56% detenuto dalla AVZ, il 82,26% di quelle del Girocredit.

Una forte innovazione, almeno rispetto al mondo delle sparkassen, ma non solo, fu rappresentata dalla decisione di reperire parte dei capitali necessari attraverso una semplificazione della struttura di controllo ed un aumento di capitale pari a 1,707 miliardi di scellini di valore nominale, seguiti da una Initial Public Offering. Detta IPO sarebbe stata la maggiore nella storia della piazza finanziaria austriaca, e avrebbe permesso di raccogliere 10 miliardi di scellini, ben oltre gli 8 miliardi necessari per acquistare le azioni detenute dalla AVZ nel Girocredit (Blanden, 1997).

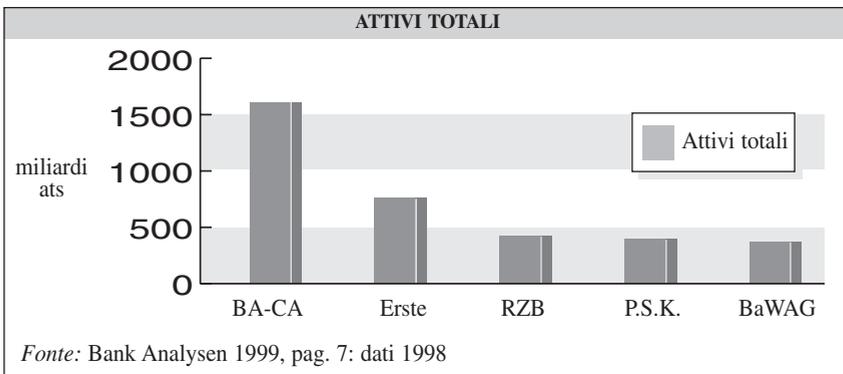


16) RZB Report su Die Erste Bank dell'ottobre 1997.

Come conseguenza dell'operazione la struttura azionaria della Erste Bank mutò profondamente, come possiamo vedere dai seguenti grafici:



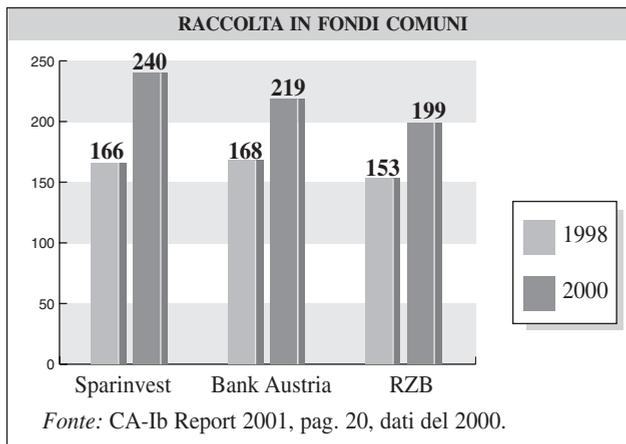
La fusione prevedeva anche la confluenza della rete di sportelli che il Girocredit aveva ereditato dalla fusione con la ÖCI in quella della Erste Bank, che complessivamente avrebbe raggiunto una quota di mercato su scala nazionale pari al 11,6% (rispetto al 24,9% di Bank Austria Creditanstalt), attraverso 377 filiali, diventando la seconda realtà creditizia del paese.



L'aggregazione tra le due banche presentava notevoli vantaggi anche sul fronte delle reti estere, in quanto non esistevano sovrapposizioni tra le rappresentanze delle due banche, mentre il gruppo avrebbe

potuto beneficiare dell'integrazione con le attività austriache delle filiali estere. Al momento dell'acquisto il Girocredit deteneva una molteplicità di partecipazioni estere nell'attraente mercato dell'Europa Centro-Orientale. Allo stesso tempo la Erste Bank, come già detto, aveva acquistato insieme al Girocredit anche la filiale ungherese della Investment Bank Austria, che fu integrata con la Mezo-bank, acquisita nello stesso anno.

Complessivamente possiamo notare come dopo l'acquisto del Girocredit la "nuova" Erste Bank sia divenuta sempre più il motore del settore delle sparkassen, sia in termini di volumi, rappresentando il 36% del settore, che in termini strategici. In particolare in alcuni settori, come quello dei fondi comuni/risparmio gestito, la forza della Erste Bank discende direttamente dalle modalità con le quali nel 1997 fu acquistato il Girocredit.



La rinnovata dinamicità del gruppo Erste Bank ha beneficiato dell'apporto delle attività a più alto valore aggiunto del Girocredit: ciò è sottolineato anche dal fatto che mentre il ROE della Erste Bank nel 1998 era pari al 5% a livello di gruppo saliva al 12% (Bruckner, Stickler, 2000)!

Tabella 10: Roe e Cir della Erste Bank

Settore	Retail	Risparmio gestito	Corporate Finance	Investment Banking
Return on equity	7,9%	29,3%	19,1%	13,5%
Cost-Income Ratio	85,7%	43,3%	42,8%	64,4%

Fonte: Bruckner, Stickler, 2000 pag. 31, dati per il 1998.

3. Le banche austriache nei paesi dell'Europa Centro orientale:

La vitalità dei legami tra l'Austria ed i paesi confinanti è stata confermata nel tempo dalla presenza a Vienna di filiali delle banche per il commercio con l'estero dell'Unione Sovietica e dell'Ungheria, dall'accordo che negli anni '70 aveva portato alla nascita della Adria-Bank AG (Laurie, 1988). La prossimità in senso geografico ha quindi favorito il ruolo dell'Austria nei paesi ex comunisti, ovvero l'intensità delle relazioni economiche e commerciali (Stankovky e Sandor 1991; Firdmuc, Wörgötter, Wörz 1999), che rendevano l'Austria e le sue imprese i soggetti con il maggior know-how per quanto riguardava il finanziamento delle operazioni commerciali con i paesi del COMECON (Haiss, 1991; Hubmer, 1999). Date queste premesse lo sviluppo dei gruppi bancari europei nell'area, è avvenuto essenzialmente in due fasi:

-in un primo momento, corrispondente al periodo 1989-1995/96, le banche europee, ed in particolare le quelle austriache, hanno sviluppato le capacità operative necessarie per gestire il flusso di attività svolte per la clientela del paese di origine che operava in loco, e quelle svolte per la clientela istituzionale del paese e per gli investitori istituzionali esteri.

-solo in un secondo momento, ovvero dopo il 1995/96, quando sono iniziate le maggiori operazioni di privatizzazione delle partecipazioni bancarie detenute dai governi, le banche europee hanno iniziato a sviluppare le attività dedicate alla clientela retail del paese, spesso all'interno di una strategia che affiancava alla fornitura di servizi bancari, la fornitura di servizi assicurativi, nel settore del risparmio gestito e del credito al consumo. Detto sviluppo è passato essenzialmente attraverso la partecipazione, diretta ed indiretta, al processo di

privatizzazioni, ovvero sia attraverso l'acquisizione di partecipazioni strategiche che attraverso accordi di collaborazione e distribuzione di prodotti finanziari (Kager, 2002). Notiamo che è proprio in detta fase che il ruolo dei "campioni nazionali" sembra trovare conferma: a titolo indicativo citiamo i casi della Erste Bank nelle Repubbliche Ceca e Slovacca e nel 2003 in Ungheria, di Unicredito Italiano in Polonia e Croazia, e della RZB in Bulgaria.

Parziale conferma del ruolo dei campioni nazionali, Bank Austria Creditanstalt ed Erste Bank, è che questi sono stati gli unici ad avviare la seconda fase di sviluppo delle attività estere, mentre gli altri gruppi bancari austriaci hanno limitato la loro operatività a quello che abbiamo descritto come "primo momento" dello sviluppo, date anche le caratteristiche della loro clientela nei paesi di origine (Colombo, 2002). Ne stupisce che all'interno delle federazioni delle Banche Popolari e delle Raiffeisenbanken siano stati gli istituti centrali di categoria a svolgere la funzione di catalizzatori dello sviluppo nei paesi dell'area Est Europea. Forti evidenze empiriche dimostrano anche l'attivismo delle casse di risparmio austriache, raccolte sotto la direzione strategica ed operativa della Erste Bank, le quali hanno partecipato con successo al processo di privatizzazione delle banche statali in tutti i paesi confinanti.

Tabella 11: Acquisizioni della Erste Bank nei paesi dell'Europa dell'Est

Anno	Paese	Banca	Posizione sul mercato nazionale
1997	Ungheria	Mezobank	10°
2000	Rep. Ceca	Ceska Sporitelna	1°
2001	Rep. Slovacca	Slovenska Sporitelna	1°
2002	Croazia	Rijecka Bank	3°
2003	Ungheria	Postbank	2°

Fonte: elaborato in proprio su dati Erste Bank.

Riassumendo potremmo dire che le strategie seguite dai principali gruppi bancari austriaci ed europei sono state essenzialmente due:

-una strategia di tipo Kernmarket, attraverso la focalizzazione su un'area definita, Kernmarkt (letteralmente: nocciolo di mercato), ovvero su un mercato principale, inteso come un'area geografica caratterizzata da una forte integrazione economico commerciale, e con forti legami anche culturali, con l'Unione Europea. A questo riguardo si ricordi il caso delle banche scandinave nei paesi baltici (Colin, 2000a e 2000b), di quelle italiane nell'area balcanica, e di quelle austriache nell'area mitteleuropea.

-una Strategia di tipo Regional-Global-Player, attraverso la presenza in tutti i paesi dell'area, ed in tutti i segmenti di mercato, proponendosi come punto di riferimento per i "grandi clienti", ovvero multinazionali e grandi gruppi industriali, ma anche per le società indigene e gli Stati stessi, sia come consulenti per le privatizzazioni che come finanziatori.

Passando a considerare il risultato del processo di espansione a cui abbiamo assistito negli ultimi anni possiamo notare come tra i gruppi maggiormente attivi nei nuovi mercati bancari troviamo gruppi bancari di paesi di medie dimensioni, e che in patria si sono focalizzati sul mercato retail. Tra i casi maggiormente esemplificativi possiamo ricordare il gruppo bancario-assicurativo belga KBC e le banche austriache Erste Bank (Colin, 2000c) e Raiffeisen Zentral Bank (Lehnert, 1999): per tutti questi gruppi i mercati dell'area rappresentano una quota superiore al 10% del totale dell'attivo (De Felice, Revoltella, 1999;The Economist, 2002).

Considerando il dato relativo a gruppi di maggiori dimensioni, come l'olandese ING, la francese Société Generale, il gruppo Banca Intesa/BCI e la tedesca Commerzbank l'area rappresenta una quota inferiore al 5% degli attivi totali (Colin, 2001). Unica eccezione tra le grandi banche dell'Europa occidentale è il gruppo tedesco Hypovereinsbank, per il quale gli attivi nell'area corrispondono a circa il 10% del totale di bilancio, anche se detto dato risente fortemente delle conseguenze della fusione con il gruppo Bank Austria (Hampel, 2002).

Tabella 12: I dieci principali gruppi bancari dell'Europa Centro-orientale

Gruppo	Totale di Bilancio Mil. Dollari	Percentuale attività nell'area su totale di bilancio	Quota di mercato nella Regione
KBC	19,2	11%	11,7%
Ba-CA-HVB	16,3	2%	9,9%
UniCredito	12,7	7%	7,7%
Société Generale	12,7	3%	7,7%
Citibank	12,5	1%	7,6%
Erste Bank	11,5	19%	5,4%
Banca Intesa/BCI	8,9	3%	7,4%
ING	7,2	2%	4,4%
RZB	6,5	19%	4,0%
Commerzbank	6,5	1%	3,8%

Fonte: The Banker del Novembre 2001, pag. 50

L'ipotesi di vocazione mitteleuropea del sistema bancario austriaco sembra confermata anche dal fatto che, oltre alla presenza del principale mercato finanziario europeo dedicato ai soli titoli di emittenti con sede in paesi (europei) non facenti parte dell'Unione Europea (il Newex), tutti i gruppi creditizi austriaci sono presenti nei paesi appartenenti a detta area. Alle aspirazioni del settore bancario corrispondevano infatti analoghe aspirazioni di "FinanzZentrum für Mittel-und Ost Europa" della Wiener Börse (Borsa di Vienna), e dell'ÖTOB (mercato austriaco delle Opzioni e dei Future) (Stankovsky, Schnitzel 1996).

Conclusioni

Il processo di sviluppo e concentrazione all'interno del settore bancario austriaco, pur nella molteplicità di istanze che lo hanno caratterizzato, può essere visto alla luce di tre elementi caratterizzanti. In primo luogo esso deve essere ricollegato alle conseguenze del processo di privatizzazione delle principali banche a controllo pubblico, ed alla ricerca di un nuovo equilibrio all'interno di un sistema carat-

terizzato da un'eccessiva frammentazione operativa.

In secondo luogo le aggregazioni si muovevano verso una maggiore integrazione del sistema bancario austriaco all'interno della rete europea delle alleanze bancarie cross border ricollegando ogni operazione all'individuazione di uno o più partner bancari internazionali e alla ricerca di quella massa critica necessaria per operare con successo sui mercati internazionali. Per esempio nel caso della fusione tra Bank Austria e Creditanstalt lo scopo era quello di utilizzare le risorse liberate dall'integrazione sul mercato domestico per incrementare i ricavi e la concorrenzialità del gruppo a livello del mercato bancario europeo (Huttner 1999). In particolare la strategia del nascente gruppo, così come quella del gruppo Erste Bank, si basava sull'incremento ed il rafforzamento della posizione di mercato nell'Europa Centro-Orientale e lo sfruttamento delle sinergie di ricavo, legate alle possibilità che nascevano dal nuovo standing internazionale dei gruppi coinvolti, che erano cresciuti fino a diventare i maggiori gruppi bancari dell'Europa Centro-Orientale.

In terzo luogo il processo di aggregazione che ha attraversato il sistema bancario austriaco tra il 1993 ed il 2002 si è caratterizzato per il ruolo delle due principali casse di risparmio del paese. Da un lato le casse di risparmio hanno incarnato al meglio il ruolo di "garanti degli interessi nazionali", concorrendo a creare quel favore che ha permesso, così come in altri paesi, il nascere e svilupparsi di campioni nazionali con una forte proiezione estera. Detta attività è passata attraverso l'aggregazione delle maggiori Sparkassen "regionali", secondo una tendenza le cui radici possono essere fatte risalire allo Sparkassengesetz del 1979. Il processo non può essere considerato concluso anche perché, così come in Italia, notevoli incertezze permangono sul futuro di quelle banche che, pur avendo assunto la veste giuridica di AG (società per azioni), restano controllate delle Anteilverwaltung (le fondazioni di origine bancaria). A tal riguardo l'esperienza austriaca fornisce esempi discordanti: se da un lato la fusione tra Bank Austria ed il gruppo tedesco HVB, avvenuta nel 2000, ha riaperto il dibattito relativo alle fusioni con gruppi esteri, dall'altro bisogna sottolineare come siano state le casse di risparmio a riacquistare partecipazioni in precedenza detenute da gruppi esteri in banche austriache (vedasi il caso della Tirolersparkasse ceduta da un

gruppo tedesco alla Erste Bank)¹⁷.

Concludendo possiamo dire che, pur restando aperta la questione del futuro ruolo delle “fondazioni bancarie”, l’esperienza austriaca fornisce, nel momento in cui il dibattito sulle casse di risparmio risorge come tema centrale in tutta Europa, dalla Germania alla Spagna, una indicazione forte di un ruolo aggregante delle casse di risparmio.

Bibliografia

“After the Slumber” in *The Banker* 07/1994, p. 29.

Abraham, J. P. and P. Van Dijk (2003): La concentrazione finanziaria cross-border in Europa: l’Europa al bivio? Per eccezione, evoluzione o rivoluzione? In Cesarini F. (a cura di): *Le strategie delle grandi banche in Europa*, Bancaria Editrice, 215-250.

Aiginger, K. (1999): The privatization experiment in Austria. *Austrian Economic Quarterly*, 1, 261-270.

Aiginger, K. and P. Mooslechner (1997): Framework conditions, methods and processes of privatization: Lessons from the trade sale of an Austrian bank. Eleventh Plenary Session of the OECD Advisory Group on Privatization (AGO) on Banks and Privatization, Roma, 18 Settembre 1997.

Ali, A.I. and D. Gstach (2000): The impact of Deregulation during 1990-1997 on Banking in Austria. *Empirica*, 27, 265-281.

Bank und Börse N° 21 del 1999, pag. 1.

Bank und Börse N° 39 del 1995 pag. 13.

Blanden M (1996): Vienna Flurry in *The Banker* 08/1996, pag. 33.

Blanden, M.(1997): “The shape of things to come”, in *The Banker* 08/1997 pag. 30.

Boot, A. (1999): European lessons on consolidation in banking. *Journal of Banking and Finance*, 23, 609-613.

Bruckner B. e R. Stickler (2000): *Österreichs Bankwirtschaft*, Bankverlag Wien CA-IB report su Erste Bank AG del 9 Febbraio 2001, p. 8.

Colin J (2000c): “A long way here, a long way to go” in *The Banker* 10/2000, pag. 62.

17) La presenza ed il ruolo delle banche estere in Austria è ampiamente discussa in Mooslechner, P. (1997).

- Colin J. (2000b): "Foreign bank still expand" in *The Banker* 04/2000, pag. 57.
- Colin J. (2000a): "Foreign Invasion" in *The Banker* 04/2000, pag. 48.
- Colombo, L.(2002): "E' l'ora dell'Euro-Banking" in *Giornale della Banca e della Finanza* 01/2002, pag. 39.
- Commissario europeo per la concorrenza, Autorizzazione M.873 del 1997.
- Comunicato Stampa di Bank Austria Ag del 12 Gennaio 1997.
- Comunicato Stampa di Bank Austria Ag del 27 Agosto 1997.
- Creditanstalt Investment Bank Report su Erste Österreichische Sparkasse AG del Maggio 1996.
- De Felice, G. e D. Revoltella (2001): *Towards a Multinational Bank? European Banks growth strategies*, IntesaBCI , Collana Studi e Ricerche, Ottobre 2001.
- Die Fast Unendliche Geschichte, in *Trend* 2/1997 pag. 68.
- European Central Bank (2000): "Mergers and acquisitions involving the EU banking industry- facts and implications". ECB, Occasion Paper, December 2000
- Fink, G. e R. Petsschigg (1995): Seminardiscussion "The businessStrategy of die Erste Oesterreichische Sparkasse".
- Firdmuc, Wörgötter, Wörz (1999): in "Ost-West handel: 10 Jahre danach" in *OstReport in BankAustria Report* del Marzo 1999 p. 19-22.
- Grubelnik K.(2000a): "Das Tagebuch von Randas Megadeal" in *Format* 31-2000 p. 61.
- Grubelnik, K. (2000): *Der zweite Anschluss*. 2000, Molden Verlag, Wien.
- Grubelnik, K.(1998): *Die rote Krake*, 1998, Molden Verlag, Wien.
- Gruenblichler, A. (1997): "Von wegen Europa-Liga", in *Profil* 07/01/97 pag. 28.
- Gugler, K, Stromper A., e J. Zechner (2000): *Corporate Governance, ownership, and Board structure in Austria*. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*,1, 23-42.
- Gugler, K.(1998): *Corporate Ownership Structure in Austria*. *Empirica*, 25, 285-307.
- Hahn, F.R. (2002): *The politics of Financial development: the case of Austria*. WIFO Working Papers Serie, N° 187.
- Haiss, P. (1991): *Central European Strategies of Austrian banks*. *Österreichische Bank Archiv*, 5, 327-335.
- Hall, W.(1997): "The waltz stops here", in *The Banker* 02/97 pag. 37.
- Hampel, E.(2002): *Successful banking in an enlarged EU*. *European Investment Bank Papers*, Volume 7, N°1, 109-115.
- Helbich, F. (1990): "Zur Einbringung von sparkassen in Aktiengesellschaften", in *Österreichische Sparkassen Zeitung* n 19 del 15/10/90 pag. 522.
- Hubmer, G. (1999): *Effects of the Euro on the stability of Austrian banks*. Focus

- on Austria, ÖNB, 3, 62-78.
- Huttner, H.(1999): Integrationprozesse bei Unternehmenfusionen am Beispiel der Bank Austria, Diplomarbeit Wirtschaft Universität Wien 1999.
- Inzerillo, U e M. Messori (2000): Le privatizzazioni bancarie in Italia. Centro Studi Confindustria, Working Paper 25, 2000.
- Janny, S.(1997a): "Der Kampf um die Creditanstalt", in Trend 1/97 pag. 30.
- Janny, S.(1997b): "Randa's Eröffnungs-Bilanz" in Profil del 10/03/1997, pag. 48.
- Kager, M. (2002): The Banking System in the Accession Countries on the Eve of EU Entry. Focus on Austria, ÖNB, 2, 99-117.
- Kosiak, P.(1998): Die Auswirkungen einer Fusion auf die Unternehmensmarke bzw. Das Image der an dieser Fusion Beteiligten Banken, Diplomarbeit Wirtschaft Universität Wien 1998.
- Laurie, S.(1988): "Much yodelling in the marsh", in The Banker 08/88 pag. 59
- Lehnert, P.(1999): Die Allfinanz Strategie der Raiffeisenbanken Diplomarbeit Wirtschaft Universität Wien.
- McGrath, J.(1997): "A Hong Kong for eastern Europe", in Euromoney 01/97 pag. 83.
- Moorslechner, P (1997): Some aspects of foreign ownership in the Austrian banking sector. Austrian Economic Quarterly, 1, 1997, 19-31.
- Moorslechner, P.(1995): Die Ertragslage des Bankensystems in Österreich und Deutschland. WIFO Vienna.
- Neuberger, D. (1998): Industrial organization of banking: a review. International Journal of the Economics Business 5, 97-118.
- Önb-Financial markets Austria Service: The Austrian Financial Markets 1995-2003.
- Österreichische Sparkassenzeitung Folge 1 del 1997, pag. 8.
- Österreichische Sparkassenzeitung Folge 6 del 1997, pag. 269.
- Palme, L. (1996): "Haftunsspiele" in Profil del 23/12/1996, pag. 35.
- Palme, L.(1997): "Schwarz-Blaue Kostentreiber", in Profil of 13/01/97 pag. 23.
- Randa, G. (1997): BA und CA gemeinsam stärker in Europa, in Bank Austria AG Report 03/97.
- Royer, K.(2000): Struktur der Österreichischen Kreditwirtschaft, ServiceFach-Verlag WU-Wien 2000.
- RZB Report su Die Erste Bank dell'ottobre 1997.
- Stankovsky, J. and Y. W. Schnitzel (1996): "Österreich als Standort für Ostzentralen" WIFO Vienna.
- Stankovsky, J. and R. Sandor (1991): "Die neue Rolle Österreichs im Ost-West-

Handel" WIFO Vienna.

Stonham, P. e K. Redhead (1997): The Business strategy of Die Erste Österreichische Spar-Kasse AG. European Casebook on Finance, PrenticeHall Publishing.

Teichova A.(1994): Banking in Austria in Handbook on the European banks, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

Tichy, G. (1996): Rationalisierung in Banken: Reorganization, outsourcing und Personalabbau. Österreichische Bank Archiv, 9, 696-701.

Wiener Zeitung of 14/01/1997 p. 4, "Rasches Angebot der Giro-Anteil".

Wiener Zeitung of 14/01/1997, p. 4 "Bank mit Europäische Dimension".

**I FATTORI ESPLICATIVI DELLA STRUTTURA
FINANZIARIA DELLE PMI: UN'ANALISI EMPIRICA**

Francesco Vallasca
Facoltà di Economia, Università degli Studi di Cagliari

The aim of this paper is to evaluate if traditional capital structure theories can contribute to explain the financing choices adopted by a large sample of Italian small-medium enterprises (Smes). To do so, we will first present a brief review of these theories and we will point out the problems deriving from their application to Smes. Secondly, we will introduce our empirical methodology, based on both static and dynamic panel data techniques. The last part of the paper will show our empirical results. It is worth mentioning that a single theory cannot completely explain the capital structure choices of the selected firms. On the one hand, some findings support a simple pecking order behaviour of Smes, on the other hand, the leverage seems to converge towards a target value, as suggested by both the trade-off theory and the agency theory.

Introduzione

Le linee interpretative che possono essere adottate per identificare le motivazioni alla base delle scelte di struttura finanziaria effettuate dalle imprese sono molteplici¹.

Una prima, suggerita dai principi propri dell'economia d'azienda, ricollega la composizione delle fonti di finanziamento al ciclo di ritorno degli investimenti: l'impresa dovrebbe soddisfare la quota costante del proprio fabbisogno finanziario, necessaria a garantire le condizioni di minima operatività, con mezzi vincolati alla gestione aziendale a tempo indeterminato, la cui remunerazione dipenda dai risultati economici realizzati.

Una seconda linea interpretativa si compone poi di tutta quella serie di proposizioni elaborate dalla teoria della finanza al fine di rettificare la tesi sostenuta da Modigliani e Miller (1958), secondo cui la composizione della struttura finanziaria non contribuisce alla massimizzazione del valore aziendale².

Più in particolare, in relazione alle conclusioni raggiunte, le proposi-

1) Sul punto si veda Lazzari V., La struttura finanziaria delle piccole-medie imprese in Italia, in *Gli intermediari finanziari di fronte allo sviluppo della Corporate Finance*, Quaderni di Politica industriale, n. 23, 1998.

2) Cfr. Modigliani F., Miller M.H., The cost of capital, corporation finance, and the theory of investments, in *American Economic Review*, n. 48, 1958.

zioni in esame possono essere, in sintesi, raggruppate in due principali filoni teorici.

Da un lato si collocano quelle teorie che, seppure in base a presupposti talvolta differenti, sostengono l'esistenza di un mix ottimale tra il capitale di rischio ed il capitale di debito, e che giungono ad una sua quantificazione attraverso il bilanciamento dei costi e dei benefici generati dall'indebitamento.

Da un altro lato si posiziona la teoria dell'ordine di scelta (*Pecking Order Theory*), che nega l'ipotesi di tale condizione ottimale, a motivo dell'esistenza di asimmetrie informative tra impresa e mercato, limitandosi a identificare esclusivamente una gerarchia tra le alternative di finanziamento attivabili dalle imprese.

Questi schemi interpretativi, propri come detto della teoria della finanza, nascono in ogni caso con l'intento di spiegare le scelte di struttura finanziaria di una impresa che sia in grado di ricorrere ad una pluralità di forme di finanziamento, che vanno dal credito bancario all'emissione di titoli di debito sui mercati finanziari, per giungere sino all'ipotesi di diretto reperimento del capitale di rischio presso un vasto pubblico di risparmiatori. Come dire che queste teorie sembrano fondamentalmente riferirsi a unità produttive non piccole, peraltro preferibilmente operanti in sistemi finanziari *market oriented*.

Una tale tipologia di impresa è tuttavia poco diffusa nel contesto internazionale e, ancor meno, in quello italiano. All'interno del nostro Paese prevalgono infatti le unità produttive di ridotta, o ridottissima, dimensione, che non relazionandosi con i circuiti diretti del sistema finanziario, dispongono di una gamma di scelte di finanziamento ben più ristretta di quella sopra indicata. In altre parole, si tratta di imprese che, a motivo di vincoli non solo posti dall'esterno, ma anche indotti dalle caratteristiche solitamente riscontrate nell'assetto proprietario e manageriale, operano esclusivamente nei circuiti intermediati, costruendo strutture finanziarie tipicamente orientate al debito bancario³.

3) Peraltro in queste imprese "la carenza di beni da porre a garanzia dei debiti contratti e la minore forza contrattuale nei rapporti commerciali, determinano l'abnorme dilatazione dei debiti finanziari a breve termine e la loro connessa, particolare costosità"; in Malavasi R., Il mercato dei capitali di rischio delle piccole e medie imprese: un'applicazione al caso della Regione Sardegna, in *Annali della Facoltà di Economia*, Vol. XIV, Università degli studi di Cagliari, 1998, pag. 375.

Stante tale quadro di riferimento, si pone allora il problema di valutare in quale misura le proposizioni elaborate dalla teoria della finanza siano applicabili anche alle imprese in esame.

Il lavoro che segue intende per l'appunto verificare empiricamente la capacità di dette teorie di interpretare i comportamenti finanziari osservati in un significativo campione di piccole e medie imprese italiane.

A tal fine l'analisi viene suddivisa in tre parti. La prima parte propone una rassegna critica di queste ipotesi teoriche e descrive le problematiche che derivano da una loro applicazione alle imprese di minori dimensioni. In particolare, l'attenzione si sofferma dapprima sulle principali teorie incentrate sull'ipotesi dell'ottimo e, quindi, sulla teoria dell'ordine di scelta.

Il lavoro prosegue con una sintesi delle ricerche empiriche aventi ad oggetto le determinanti del rapporto di indebitamento nelle imprese italiane, illustrando le metodologie di indagine utilizzate e i risultati più significativi sinora ottenuti.

La terza parte è, infine, dedicata all'analisi empirica condotta, per il periodo dal 1996 al 2001, su un campione di oltre 10.500 piccole e medie imprese nazionali operanti nel settore industriale.

Nello specifico, si procede inizialmente a valutare in quale misura il rapporto di leverage delle imprese del campione dipenda dalle determinanti proposte dalle teorie considerate e da talune caratteristiche osservate nelle aree regionali e/o provinciali di insediamento.

Il lavoro si conclude poi verificando se nelle imprese in esame sia presente la tendenza a modificare la struttura finanziaria nell'intento di raggiungere un valore ritenuto ottimale del rapporto di indebitamento.

La struttura finanziaria ottimale: la teoria del trade-off e la teoria dell'agenzia

Il dibattito sull'esistenza di una struttura finanziaria ottimale trae origine dalla nota proposizione dell'irrelevanza formulata da Modigliani e Miller (M&M) nel 1958⁴. I due autori dimostrarono, infatti, che

4) Cfr. Modigliani F., Miller M.H., op. cit., 1958.

in presenza di mercati concorrenziali e perfetti, e di assenza di imposizione fiscale, le scelte di finanziamento delle imprese sono irrilevanti rispetto all'obiettivo di massimizzare il valore aziendale. Quest'ultimo dipenderebbe cioè dalla composizione delle attività dell'impresa e dai flussi da queste generati, e non dalle modalità di copertura finanziaria privilegiate.

Alcuni anni dopo gli stessi autori rettificarono la tesi dell'irrelevanza, abbandonando l'ipotesi di assenza di imposizione fiscale⁵. Si giunse così ad evidenziare la convenienza di strutture finanziarie poco capitalizzate, in presenza di sistemi di tassazione dei redditi di impresa che penalizzano i finanziamenti a titolo di capitale di rischio. In altri termini, la deducibilità fiscale riconosciuta agli interessi passivi pagati sui debiti finanziari, dovrebbe indurre le imprese a ricorrere quasi esclusivamente al capitale di terzi.

Buona parte degli sviluppi teorici successivi, partendo talvolta da presupposti sostanzialmente differenti, rimuovono le ipotesi semplificatrici dei modelli di M&M e identificano il leverage ottimale attraverso il bilanciamento dei costi e dei benefici generati dall'indebitamento.

Una tale impostazione si ritrova ad esempio nella teoria del *trade-off*, che estende la seconda proposizione di M&M del 1963, incentrata sui benefici fiscali del debito, introducendo quale ulteriore elemento di analisi il rischio di default dell'impresa.

Più in particolare, l'incremento delle esposizioni finanziarie nei confronti dei creditori, determinando un accrescimento della probabilità di fallimento dell'iniziativa imprenditoriale, produce anche una accentuazione dei costi attesi, diretti e indiretti, che l'impresa deve sostenere nel caso venga assoggettata ad una procedura concorsuale⁶.

5) Cfr. Modigliani F., Miller M.H., Corporate income taxes and the cost of capital a correction, in American Economic Review, n. 53, 1963.

6) In altre parole, i costi attesi dal dissesto aziendale devono essere determinati considerando l'entità dei costi diretti ed indiretti generati dalla procedura concorsuale e la probabilità di incorrere in tale procedura. I costi diretti del fallimento includono ad esempio le spese giudiziarie e professionali legate alla procedura concorsuale ed i costi connessi alle difficoltà di gestione dell'impresa nel corso della procedura stessa. Tra i costi indiretti si possono ricomprendere quelli derivanti dal maggior premio per il rischio richiesto dai finanziatori e/o dall'eventuale richiesta di garanzie collaterali. Indicando, pertanto, con PD la probabilità di default dell'impresa, con CD i costi diretti del default e con CID quelli indiretti, i costi attesi E(C) possono essere espressi nel modo seguente: $E(C) = PD (CD + CDI)$

Ne deriva, quindi, un leverage ottimale identificato dal punto di equilibrio tra tali costi ed i benefici fiscali prodotti dal debito finanziario. Questi ultimi, peraltro, dovrebbero essere misurati non solo in base al sistema di imposizione fiscale sui redditi aziendali, ma tenendo in considerazione anche il regime di tassazione che viene applicato sui proventi percepiti dai soggetti che, a vario titolo, finanziano l'impresa⁷.

La teoria in esame conduce ad ipotizzare un maggior ricorso al debito per le imprese che risentono di una forte pressione fiscale, dovuta ad esempio alla elevata profittabilità dell'iniziativa economica. Al contrario, minori esposizioni debitorie si dovrebbero osservare in quelle imprese che usufruiscono di scudi fiscali alternativi al debito e/o che risultano contraddistinte da un elevato rischio operativo⁸.

Al rischio dell'iniziativa imprenditoriale si ricollega poi anche la relazione attesa tra il leverage e le caratteristiche del capitale investito: una forte dotazione di attività tangibili, indicativa di una più efficace tutela degli interessi dei creditori in caso di attivazione di procedure concorsuali a danno dell'impresa, rende tollerabili strutture finanziarie più orientate verso il capitale di terzi.

Una seconda modalità per identificare la combinazione ottima tra il capitale proprio ed il capitale di terzi, attraverso la compensazione degli effetti positivi e negativi prodotti dall'indebitamento, viene suggerita dalla teoria dell'agenzia, originariamente proposta da Jensen e Meckling (1976)⁹. Secondo questo approccio il leverage ottimale deriva dalla minimizzazione dei costi totali di agenzia generati dai contratti di finanziamento, vale a dire di quei costi posti a carico dell'impresa dai finanziatori per assicurarsi la corret-

7) punto si veda Pencarelli T., Dini L., *Teorie della struttura finanziaria e piccola impresa*, in *Piccola Impresa/Small Business*, n. 3, 1996, pag. 51; La Rocca M., *La struttura finanziaria delle imprese italiane: il ruolo delle determinanti fiscali*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 3, 2001, pag. 121.

8) Gli scudi fiscali alternativi al debito sono rappresentati da quelle componenti di reddito quantificabili con una certa misura di discrezionalità da parte del management. Da ciò la possibilità che il processo valutativo venga finalizzato a ridurre la pressione fiscale a carico dell'impresa. Un esempio in tal senso è costituito dagli ammortamenti imputati al conto economico.

9) Jensen M., Meckling W., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 3, 1976, pp. 305-360.

ta e non opportunistica esecuzione del contratto¹⁰.

I costi di agenzia derivanti ad esempio da un finanziamento a titolo di capitale proprio vengono ricondotti al rischio di conflitto tra i manager/azionisti dell'impresa ed i soci che ricoprono una esclusiva funzione di finanziamento. Tali conflitti si manifestano ogniqualvolta il manager/proprietario si propone di massimizzare la propria funzione di utilità e non quella dell'impresa, appropriandosi di un insieme di benefici economici (retribuzioni, premi.....), che vengono fatti gravare sui soci di minoranza.

La possibilità che si manifesti un siffatto comportamento opportunistico risulta crescente al diminuire della quota azionaria detenuta dal manager, divenendo massima in caso di completa separazione tra la proprietà e il controllo dell'impresa, e induce i nuovi apportatori di capitale di rischio a richiedere una svalutazione delle quote in sottoscrizione.

Quanto appena descritto non rappresenta peraltro l'unica fonte di conflitto tra il manager/proprietario ed i soci finanziatori. Infatti, al ridursi della quota di partecipazione detenuta dal manager, diviene più elevato il rischio che si manifesti il disinteresse del gruppo dirigente a ricercare nuove opportunità di profitto per l'impresa. E questo sia per l'impegno da approfondire in tale ricerca, sia per l'eventuale difficoltà a dover poi gestire, o utilizzare, nuove tecnologie.

Questi comportamenti opportunistici del manager/proprietario possono però essere disciplinati attraverso l'incremento dell'indebitamento. Un aumento del livello del debito, infatti, dal momento che accresce il rischio di dissesto del business aziendale, dovrebbe stimolare il manager/proprietario ad agire nell'esclusivo, o quantomeno prevalente, interesse dell'impresa.

Inoltre, l'aumento del debito, in quanto determina un impegno finanziario programmato a carico dell'azienda, ha l'effetto di ridurre il flusso di cassa libero che i soggetti incaricati della funzione manageriale possono destinare al soddisfacimento dei propri benefici individuali.

Ad evidenza, l'efficacia di questa funzione disciplinante riconosciuta al debito tende a variare in funzione della durata del rapporto di

10) Cfr. Metallo G., Pencarelli T., I circuiti finanziari tra localismo e globalizzazione, verso un'integrazione, Giuffrè, 1996, pag. 31.

finanziamento. Nel caso, infatti, il debito venga negoziato sulle brevi scadenze, l'impegno contrattuale a carico dell'impresa diviene, almeno formalmente, più stringente con l'effetto di ridurre sostanzialmente i margini di discrezionalità nell'attività dei managers.

L'incremento del debito, tuttavia, non produce soltanto i descritti benefici, ma aumenta anche il rischio che si manifestino elementi di conflittualità nei rapporti con i finanziatori, in particolare qualora questi ritengano incompleta l'informazione ricevuta sull'iniziativa imprenditoriale.

Nello specifico, i conflitti in esame derivano da un possibile utilizzo distorto delle risorse conferite dal finanziatore, che si concretizza in una loro destinazione al soddisfacimento di finalità meramente personali dei manager/azionisti, oppure alla realizzazione di progetti di investimento più rischiosi di quelli inizialmente programmati. In entrambi i casi, i costi di agenzia si manifestano nella forma di un incremento del premio per il rischio posto a carico dell'impresa, tale da rendere conveniente per il finanziatore una più stringente attività di monitoring sul soggetto finanziato.

Peraltro, anche l'entità di questa seconda tipologia di costi di agenzia muta in funzione della natura del debito negoziato. La quantità e la qualità dell'informazione disponibile per il creditore appare infatti più elevata nel caso di finanziamento bancario, in particolare se negoziato a breve scadenza.

In base alla teoria in esame, pertanto, sono le imprese che sopportano minori costi di agenzia del debito a mostrare strutture finanziarie meno capitalizzate. Si tratta ad esempio di imprese contraddistinte da una maggiore dotazione di attività tangibili, da offrire in garanzia ai finanziatori, oppure operanti in settori maturi o regolamentati, in cui risulta più ridotto il rischio di un utilizzo distorto dei finanziamenti ricevuti.

Un esame congiunto delle due teorie sinora descritte evidenzia infine la presenza di elementi comuni, dato che il rischio di default dell'impresa è sia il presupposto della teoria del *trade-off*, sia l'elemento che nell'ambito della teoria della agenzia consente dapprima di attribuire al debito finanziario una funzione disciplinante (dei comportamenti del manager/azionista), motivando poi l'insorgere di potenziali rapporti conflittuali dell'impresa con gli apportatori di capitali di credito.

I costi ed i benefici del debito e la dimensione aziendale

La teoria del trade-off e la teoria dell'agenzia non esplicitano nella loro impostazione l'effetto esercitato dalle caratteristiche dimensionali delle imprese sulle scelte di composizione della struttura finanziaria. Sembrerebbe, quindi, implicitamente accettata l'ipotesi che i costi e i benefici dell'indebitamento, che determinano il grado di leverage ottimale, non assumano generalmente una valenza dipendente dalla dimensione aziendale.

Questa ipotesi pare, invece, nel complesso da rigettare, sebbene il legame tra la variabile dimensionale e alcune specifiche tipologie di costi e benefici del debito descritte in queste teorie sia tuttora caratterizzato da elementi di incerta valutazione.

Incerta, ad esempio, è la relazione che lega i benefici di natura fiscale del debito e la dimensione della scala produttiva. Detta relazione viene peraltro solitamente ricollegata alla presenza di una pressione fiscale effettiva differenziata per categorie dimensionali di impresa.

Sotto questo profilo, per l'Italia, per il periodo precedente la riforma fiscale del 1997, si è giunti ad ipotizzare che fosse il meccanismo di applicazione dell'ILOR a generare un carico fiscale complessivo inferiore per gli azionisti di piccole imprese¹¹.

Indagini successive alla riforma citata, e alla conseguente abolizione dell'ILOR, sembrano comunque confermare la presenza di oneri fiscali più contenuti per le imprese di piccola dimensione¹².

Ecco che allora l'influenza esercitata sulle scelte di struttura finanziaria delle imprese dalla possibilità di dedurre fiscalmente gli interessi pagati sui debiti, dovrebbe attenuarsi al decrescere della scala dimensionale.

11) A questo proposito Pencarelli T. e Dini L. nel 1996 scrivevano: "Nell'ambito di società di capitali di piccola dimensione accade spesso che (i pochi soci) rivestono anche la carica di amministratori della società. In questo modo essi possono comprimere il reddito di impresa aumentando il compenso loro spettante.....Ciò permette di sottrarre all'applicazione dell'ILOR un reddito, quello di impresa, che se percepito sotto forma di dividendi sconterebbe detta imposta ma che, se percepito sotto forma di compenso agli amministratori risulta non imponibile ai fini dell'ILOR." Cfr. Pencarelli T., Dini L., op. cit., pag. 55.

12) Cfr. Commissione Europea, Company Taxation in the internal market, 2001.

Di problematica valutazione appare anche la relazione tra i costi attesi di dissesto dell'impresa e la dimensione operativa, sebbene taluni elementi portino a privilegiare la tesi di una maggiore rilevanza di detti costi per le imprese minori¹³.

In primo luogo si osserva, infatti, come i costi conseguenti all'attivazione di una procedura concorsuale, siano in gran parte fissi, e, quindi, la loro incidenza relativa divenga più elevata al ridursi della dimensione aziendale.

Allo stesso tempo alle piccole imprese pare associarsi, in media, una più elevata probabilità di incorrere in detta procedura. Una prima conferma in tal senso proviene, ad esempio, dall'esame dei tassi di decadimento dei prestiti bancari erogati alle imprese non finanziarie, distinti per classi di grandezza del fido utilizzato¹⁴. Si osservano, cioè, tassi mediamente più elevati per i finanziamenti di importo più contenuto, vale a dire quelli che è ipotizzabile vadano proprio a beneficio delle imprese di minori dimensioni¹⁵.

Una seconda conferma della maggiore rischiosità (media) delle piccole imprese viene poi fornita dall'indagine dell'Istat sui fallimenti verificatisi in Italia nel 2001. La possibilità di essere assoggettati a tale procedura risulta infatti più elevata per le imprese con meno di dieci addetti, in particolare se operanti sul mercato da non più di dieci anni¹⁶. Ne deriva quindi, che in base all'ipotesi del trade-off, al ridursi della dimensione operativa, l'impresa dovrebbe attribuire una maggiore rilevanza al rischio di dissesto e quindi privilegiare strutture finanziarie con un più elevato grado di capitalizzazione.

Estendendo l'analisi alla relazione tra i costi di agenzia e la dimensione aziendale, le specificità delle PMI sembrano emergere con mag-

13) Sul punto si veda Pencarelli T. e Dini L., op. cit., pag. 57.

14) Cfr. La Base pubblica informativa della Banca d'Italia, 2003.

15) 2002, ad esempio, la media dei tassi di decadimento trimestrale dei prestiti risulta pari allo 0,45% per i finanziamenti di importo inferiore a 125.000 euro e allo 0,48% per prestiti compresi tra 125.000 e 500.000 euro. E questo mentre per il totale dei finanziamenti utilizzati lo stesso tasso si attesta allo 0,39%.

16) Mentre, infatti, l'incidenza delle unità produttive con meno di dieci addetti su totale delle imprese attive si attesta attorno al 95%, la quota di tale categoria dimensionale si accresce di circa 3 punti percentuali laddove si considerino le sole imprese fallite nell'anno osservato.

giore chiarezza. Nelle imprese in esame, infatti, la frequente identità tra la proprietà ed il management, rende poco rilevante il rischio di conflitto tra questi due gruppi di interesse, e quindi poco diffusi anche i comportamenti manageriali volti al perseguimento di finalità contrastanti con quelle proprie della base azionaria.

Al contrario, nelle PMI appaiono più accentuate le asimmetrie informative a carico dei potenziali nuovi soci, dal momento che la divulgazione dell'informazione necessaria a favorire apporti esterni di capitale di rischio, si scontra sovente con l'esigenza dell'impresa di salvaguardare i fattori alla base del vantaggio competitivo dell'iniziativa economica.

Maggiori risultano, inoltre, anche le asimmetrie informative gravanti sui creditori. Nelle piccole e medie imprese è cioè più elevato il margine di discrezionalità di cui la proprietà può disporre per mutare gli orientamenti dell'ordinaria gestione, con il conseguente accentuarsi del rischio di un utilizzo distorto delle risorse apportate dai finanziatori.

Queste valutazioni di tipo generale basate sulle sole specificità dimensionali delle unità produttive assumono poi connotati del tutto peculiari laddove si considerino anche le caratteristiche proprie del sistema finanziario con il quale le imprese si relazionano. In altre parole in un sistema bancocentrico, l'entità dei costi di agenzia del debito dipende in forte misura dalla tipologia di relazione che viene instaurata tra banca e impresa (*grado di esclusività della relazione*).

Nello specifico, in una ipotesi di stretta e continuativa relazione di credito la banca dovrebbe ridurre l'entità dei costi di agenzia a carico del finanziato, derivanti dalla possibilità che il credito, una volta erogato, venga utilizzato dal beneficiario per finalità differenti, e più rischiose, di quelle inizialmente proclamate.

Infatti, la relazione di credito appena delineata comporta un notevole arricchimento della quantità e della qualità dell'informazione di cui l'intermediario può disporre ai fini della definizione dei tratti caratterizzanti il rapporto contrattuale: si accresce in tal modo la capacità della banca di stimare adeguatamente il rischio associato all'operazione di finanziamento.

Nel caso peraltro la relazione di credito coinvolga imprese di

ridotta dimensione emergono, ancora una volta, delle problematiche del tutto particolari.

In primo luogo, si osserva come la concreta possibilità per un intermediario di instaurare rapporti di finanziamento stretti e continuativi con le imprese in esame, e di ottenere così i citati vantaggi informativi, dipenda in buona misura dal suo profilo operativo. Come dire che sono in prevalenza le banche con una operatività territorialmente circoscritta, e quindi portatrici di una offerta di credito focalizzata sui ristretti mercati presidiati, ad essere agevolate nella raccolta di un ricco patrimonio informativo sulle imprese di ridotta dimensione, che operano nelle stesse aree di riferimento¹⁷.

In secondo luogo, per queste imprese, solitamente caratterizzate da una ridotta forza negoziale, è comunque elevato il rischio che i vantaggi informativi conseguiti dall'intermediario non si tramutino in un miglioramento delle condizioni contrattuali, ma generino, più semplicemente, uno status di "monopolio informativo" del creditore, dallo stesso utilizzato per incrementare il costo complessivo del finanziamento da erogare.

Nondimeno, detto rischio risulta soprattutto presente se il mercato del credito appare contraddistinto da un grado di competitività piuttosto contenuto, a cui si associa solitamente una accentuazione del potere contrattuale goduto dal soggetto finanziatore¹⁸.

17) Su questa tesi si veda Ruozi R. e Zara C., Il futuro del credito alle imprese, come cambia il rapporto con le banche, Egea, 2003, pag. 22. Cesarini F., peraltro, osserva: "...le principali banche hanno messo a punto importanti operazioni di riorganizzazione delle proprie strutture distributive anche al fine di tener conto della rilevanza di uno stretto rapporto con le imprese: si pensi alla definizione di aree territoriali dotate di autonomia decisionale e alla creazione di numerosi centri corporate dedicati. La banche di maggiori dimensioni stanno quindi investendo nello sviluppo di strutture *relationship-oriented*, consapevoli della necessità di coniugare valutazioni analitiche avanzate (basate su sistemi di rating) con l'esigenza di un radicamento territoriale e di consolidati rapporti con la clientela". Cfr. Cesarini F., Il rapporto banca-impresa tra relationship lending e ricorso al mercato, in *Bancaria*, n. 12, 2003, pag. 8.

18) Cfr. Forestieri G., Tirri V., Rapporto Banca-Impresa struttura del mercato e politiche di prezzo, in *Quaderni di Ricerche*, n. 31, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, 2002, pag. 16, e Cesarini F., op. cit., pag. 4.

Figura 1 – Costi di agenzia e onerosità del finanziamento bancario

		Grado di competitività del mercato del credito	
		E*	C
Grado di esclusività della relazione di credito	A	<i>Il prezzo del credito beneficia di:</i> <ul style="list-style-type: none"> • Minori costi di agenzia del debito • Minore potere contrattuale del finanziatore 	<i>Il prezzo del credito combina:</i> <ul style="list-style-type: none"> • Minori costi di agenzia del debito • Maggiore potere contrattuale del finanziatore
	B	<i>Il prezzo del credito combina:</i> <ul style="list-style-type: none"> • Maggiori costi di agenzia del debito • Minore potere contrattuale del finanziatore 	<i>Il prezzo del credito risente di:</i> <ul style="list-style-type: none"> • Maggiori costi di agenzia del debito • Maggiore potere contrattuale del finanziatore
* A = Alto; B =Basso; E = Elevato; C = Contenuto			

La figura n. 1 riporta, schematicamente, le considerazioni appena proposte, evidenziando come la combinazione tra il grado, alto (**A**) o basso (**B**), di esclusività della relazione tra banca e impresa, e il grado, elevato (**E**) o contenuto (**C**), di competitività rilevato sul mercato del credito, possa influire sul costo complessivo del finanziamento bancario.

Combinazione che proprio per la piccola impresa, è, come detto, solita accentuare la rilevanza di quegli elementi che determinano condizioni di accesso al credito meno convenienti.

Volendo infine sintetizzare quanto emerso dall'analisi delle complessive relazioni tra dimensione di impresa da un lato e costi e benefici del debito, dall'altro lato, sembrano, in prima approssimazione, rilevanti i due seguenti aspetti:

- la struttura finanziaria *ottimale* per le PMI dovrebbe caratterizzarsi per un grado di capitalizzazione superiore a quello delle grandi aziende;
- le piccole e medie imprese risentono di una maggiore difficoltà ad instaurare relazioni con soggetti esterni (nuovi azionisti e creditori).

Il primo aspetto non sembra però trovare conferma nell'evidenza empirica che mostra al contrario un rapporto (medio) di indebitamento più elevato proprio per le imprese di minori dimensioni.

Tuttavia, assumendo come validi gli approcci teorici sinora discussi, tale contrasto può comunque essere giustificato laddove si consideri che anche la distanza dell'impresa dal presunto rapporto di indebitamento ottimale deriva dal bilanciamento di forze contrapposte.

Il raggiungimento della struttura finanziaria obiettivo comporta cioè non solo l'eliminazione dei costi generati da una condizioni di disequilibrio, ma anche il sostenimento di costi (addizionali) di aggiustamento che possono indurre l'impresa a posizionarsi, più o meno lungamente, su condizioni strutturali distanti dal punto di ottimo¹⁹.

Più in particolare, tali costi possono dipendere dalla necessità di ricercare la tipologia di finanziamento da utilizzare, e una appropriata controparte contrattuale, e dalla realizzazione materiale dello scambio finanziario. Gli stessi costi tendono così ad assumere per la piccola impresa una entità mutevole in funzione delle conoscenze, solitamente non specialistiche, dei soggetti incaricati della gestione finanziaria, della tipologia di rapporti di credito sino ad allora allacciati, e delle effettive esigenze finanziarie che si intendono soddisfare.

Ad evidenza, il persistere di una condizione sub-ottimale si ricollega allora alle caratteristiche dell'offerta di intermediazione finanziaria prevalente all'interno del sistema economico, e quindi alla sua capacità di agevolare nelle PMI l'attivazione di strategie volte a mutare la struttura del passivo.

La Pecking Order Theory e le PMI

Un approccio alternativo alle teorie che postulano l'esistenza di una struttura finanziaria target, viene proposto dalla *Pecking Order*

19) Come osserva Myers: "If there were no costs of adjustment, and the static tradeoff theory is correct, then each firm's observed debt-to-value ratio should be its optimal ratio. However, there must be costs, and therefore lags, in adjusting to the optimum. . . . Large adjustment costs could possibly explain the observed wide variation in actual debt ratio, since firms would be forced into long excursions away from their optimal ratios". Cfr. Myers S.C., The capital structure puzzle, in The Journal of Finance, Vol. 39, n. 3, 1984, pag. 577.

Theory (POT)²⁰. Quest'ultima non giunge alla identificazione di un rapporto di indebitamento ottimale, ma delinea un ordine di preferenze tra le diverse alternative di finanziamento attivabili da una impresa, che deve realizzare nuovi progetti di investimento.

Nel caso di specie la gerarchia identificata deriva da una asimmetrica distribuzione dell'informazione relativa ai progetti di investimento tra i managers e i finanziatori esterni e dagli effetti che le scelte di finanziamento adottate determinerebbero sui mercati finanziari. L'impresa tipo che viene analizzata è quindi una public company quotata sul mercato azionario.

Più in particolare, nella sua schematizzazione originaria il modello prevede da un lato che il comportamento del management sia volto a tutelare gli interessi dei vecchi azionisti, dall'altro lato che le nuove azioni emesse vengano acquistate soltanto da soggetti esterni alla compagine sociale.

Il finanziamento attraverso apporti esterni di capitale di rischio determinerebbe pertanto un trasferimento di ricchezza a favore dei nuovi soci, nel caso in cui le azioni in circolazione fossero sottovalutate. Nell'ipotesi opposta le nuove emissioni porterebbero invece ad un trasferimento di ricchezza a favore dei vecchi azionisti.

Ne deriva, quindi, che nel primo caso i managers chiamati a scegliere la fonte di finanziamento, avrebbero convenienza ad emettere azioni soltanto nell'ipotesi in cui il valore generato dai nuovi investimenti fosse più elevato di quello trasferito ai nuovi sottoscrittori. Tale trasferimento potrebbe però essere contenuto attraverso il ricorso all'indebitamento che diverrebbe così la fonte esterna di finanziamento da privilegiare.

In base alle ipotesi appena descritte, il mercato finanziario sarebbe allora indotto a interpretare negativamente qualsiasi nuova emissione, in quanto indicativa di una condizione di sopravvalutazione delle azioni in circolazione.

Da ciò, per l'appunto, la preferenza delle imprese a ricorrere alle risorse generate internamente, quindi al capitale di terzi e, soltanto come risorsa residuale, al reperimento di nuovo capitale di rischio.

20) Cfr. Myers S.C., op. cit., 1984.

La rigida applicazione di questa gerarchia nella scelta delle fonti di finanziamento implica la mancanza di un mix obiettivo tra il capitale di debito ed il capitale di rischio, a motivo della presenza di due tipologie di equity, una interna e l'altra esterna, posizionate, rispettivamente, all'inizio e alla fine della graduatoria gerarchica²¹. Graduatoria che peraltro esprime "una strategia di autosufficienza finanziaria coerente con gli obiettivi manageriali di sopravvivenza e di indipendenza"²².

Le deviazioni da questo schema comportamentale possono però essere motivate dall'introduzione all'interno del modello di un'altra variabile: la capacità di indebitamento dell'impresa. La possibilità, infatti, di rispettare la scheda di preferenze sopra delineata comporta che l'impresa non abbia esaurito la propria capacità di negoziare debito, posizionandosi su un rapporto di leverage talmente elevato da generare un rischio di insolvenza non sostenibile da nessun potenziale finanziatore²³. Quindi, in particolare le imprese contraddistinte da consistenti prospettive di investimento, possono momentaneamente deviare dall'ordine di scelta appena delineato, al fine di mantenere per il futuro una appropriata capacità di contrarre debito.

Quanto appena affermato sottolinea, quindi, come, pur in presenza di una gerarchia tra fonti di finanziamento, in realtà non sia del tutto accettabile l'ipotesi di assenza di un leverage obiettivo. Laddove, infatti, si considerino non solo le esigenze finanziarie attuali, ma anche quelle prospettiche, si ritiene che il management tenderà comunque a mantenere sotto controllo il rapporto di indebitamento proprio per preservare la futura capacità negoziale dell'impresa. Contrariamente però a quanto evidenziato dalle teorie precedentemente descritte, le imprese con elevata capacità di autofinanziamento, non faranno ricorso all'indebitamento, anche qualora ne abbiano l'opportunità, e le scelte

21) Myers S.C., op. cit., 1984, pag. 581.

22) Venanzi D., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: teoria, evidenza empirica e aspetti di metodo, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 4, 1997, pag. 143.

23) Sul punto Myers sostiene: "Equity issue will occur only when debt is costly – for example because the firm is already at a dangerously high debt ratio where managers and investors foresee costs of financial distress"; in Myers S.C., *Capital Structure*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, n. 2, 2001, pag. 92.

di aggiustamento della struttura finanziaria riguarderanno soltanto quelle imprese caratterizzate da elevati leverage²⁴.

In accordo alle ipotesi appena citate, si dovrebbe quindi osservare una relazione negativa tra il leverage e la profittabilità dell'impresa, in quanto indicativa della capacità di autofinanziamento, e tra il rapporto di indebitamento e le prospettive di crescita. Al contrario dovrebbe risultare positiva la relazione con gli investimenti attuali, che verrebbero, per la parte eccedente la capacità di autofinanziamento, interamente finanziati attraverso il capitale di terzi.

Estendendo l'analisi alle PMI, appare necessario sottolineare alcuni elementi distintivi propri di dette imprese rispetto al prototipo aziendale considerato nell'impostazione teorica descritta.

Nelle imprese di piccola e media dimensione risulta infatti rafforzata la prima ipotesi alla base del modello illustrato, ossia che il comportamento dei managers è volto a favorire la compagine sociale preesistente. Tuttavia appare alquanto irrealistica la seconda ipotesi, vale a dire che le azioni emesse vengano acquistate solamente da soggetti terzi.

Le imprese in esame, infatti, operano tipicamente lontano dai circuiti diretti del sistema finanziario. L'aumento del capitale sociale viene quindi attuato in base a contrattazioni di tipo privato, in cui viene esaltato l'elemento fiduciario, ma non appare prevalente la valutazione di mercato delle azioni. L'obiettivo del manager/azionista diviene invece il contenimento delle interferenze esterne e della diluizione della proprietà, che induce a favorire apporti esterni di capitale di rischio da parte dei vecchi azionisti o di soggetti a questi riconducibili.

Ulteriori problematiche si ricollegano poi alla natura del debito finanziario, che viene tipicamente negoziato nelle PMI sotto forma di finanziamento bancario. Il segnale che riveste quindi una qualche rilevanza per le complessive scelte di indebitamento di dette impre-

24) Sul punto Fama e French si esprimono nel modo seguente: "Our analysis seems to suggest that considering future as well as current financing costs leads to such (leverage) target. If so the targets are soft. Firms with more expected investment may tend to have less leverage, but period-by-period variation in net cash flows is still largely absorbed by debt. Moreover, any leverage targets are one-sided; firms have no particular incentive to increase leverage when positive net cash flows push it below values that allow expected investment to be financed with retained earnings and low-risk debt"; in Fama E.F., French K.R., Testing trade-off and pecking order predictions about dividend and debt, in *The Review of Financial Studies*, n. 1, 2002, pag. 5.

se è unicamente quello proveniente dal sistema creditizio, indicativo della disponibilità a concedere ulteriori apporti di risorse finanziarie. Come dire che la carenza di canali di approvvigionamento finanziario alternativi al circuito creditizio, rende ancor più stringente nelle imprese in esame il problema del mantenimento di una residua capacità di indebitamento, in particolare qualora gli investimenti previsti appaiano consistenti.

Sono infatti i fattori esogeni, propri del rapporto con l'intermediario, a limitare la discrezionalità comportamentale delle piccole e medie imprese, imponendo il rispetto di condizioni minimali di sostenibilità delle esposizioni debitorie.

Dato che non risponde alla realtà che tale riserva di indebitamento venga preservata attraverso periodici apporti esterni di capitale di rischio da parte dei soci, né tanto meno attraverso l'ingresso di nuovi azionisti, la possibilità di mantenere sotto controllo il rapporto di leverage risulta allora affidata alla sola capacità di accantonare gli utili realizzati. In una ipotesi quindi di notevole dilatazione del fabbisogno finanziario esterno si può manifestare nella piccola impresa la rinuncia, o il rallentamento, dello sviluppo, proprio a motivo di insuperabili vincoli di natura esterna.

Alternativamente, l'impresa ricerca una capacità di indebitamento addizionale agendo sulle relazioni con il sistema creditizio. In tal caso, le condizioni di accesso al credito si ricollegano all'utilizzo di idonee garanzie, sia personali dei soci, sia reali, in grado di attenuare il gap informativo per l'intermediario, oppure ad un ampliamento nel numero delle banche finanziatrici.

I vincoli interni ed esterni che condizionano la gestione finanziaria delle PMI, portano pertanto a delineare una gerarchia delle fonti di finanziamento incentrata sull'autofinanziamento, poi sul debito bancario, preferibilmente a breve scadenza, e infine sugli apporti di capitale di rischio, nella forma di conferimenti di risorse da parte dei vecchi soci (*inside equity*), piuttosto che da parte di soggetti esterni (*outside equity*). Qualora, inoltre, si ponesse per l'impresa l'esigenza di salvaguardare la propria capacità (prospettica) di negoziare debito, è probabile che gli apporti finanziari provenienti dai soci scavalchino nella graduatoria il credito bancario, ma soltanto se la proprietà non ritiene possibile agire sulle relazioni con le aziende di credito.

Gli studi empirici sulle determinanti della struttura finanziaria nelle imprese italiane

Gli studi che si pongono l'obiettivo di identificare i fattori che determinano le scelte di struttura finanziaria delle imprese italiane, risultano relativamente recenti e di numero alquanto limitato. Una sintesi delle principali analisi viene presentata, adottando una schematizzazione di tipo cronologico, nella tavola n. 1, riportata in appendice. Il primo elemento che emerge da tale quadro di sintesi è la tendenza degli studi selezionati a non focalizzarsi sulle imprese di piccola e media dimensione, preferendo di solito una analisi incentrata su un aggregato di unità produttive indistinte sotto il profilo dimensionale. La variabile dimensionale viene talvolta ricompresa tra le potenziali determinanti, con risultati spesso contrastanti²⁵.

Una eccezione a tale approccio è rappresentata dal lavoro di Bonato-Faini (1990) in cui si perviene ad una separata modellizzazione delle scelte di finanziamento delle piccole, delle medie e delle grandi imprese²⁶.

L'analisi presenta inoltre la caratteristica di distinguere il rapporto di indebitamento osservato da quello ottimale (di lungo periodo), attraverso la stima di un modello ad aggiustamento parziale. Si ipotizza cioè che le imprese selezionate tendano ad aggiustare nel tempo il leverage verso il rapporto desiderato, espresso da una funzione lineare di un set di variabili finanziarie.

I risultati ottenuti mostrano in tutti i campioni esaminati una tendenza a convergere verso l'ottimo, sebbene la velocità di aggiustamento verso il leverage obiettivo muti sostanzialmente a secondo della dimensione media di produzione. Più in particolare, nelle piccole e medie imprese il tasso di convergenza stimato è inferiore al 50%, mentre nelle grandi imprese supera il 95%, indicando così un riposizionamento pressoché istantaneo sulla struttura finanziaria target.

25) Si vedano ad esempio gli studi di Sapienza (1996) e di Buttignon e De Leo (1994).

26) Bonato L., Faini R., Le scelte di indebitamento delle imprese italiane, in Hamai R. (a cura di), Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione, vol. 1, Il Mulino, 1990, pp. 139-182.

Per le PMI, in particolare, si osserva poi una correlazione positiva del leverage con la dotazione di attività tangibili e con l'indice di borsa²⁷. Al contrario non pare costituire una determinante significativa dello stesso leverage il cash flow generato dalla gestione caratteristica.

L'approccio metodologico sopra descritto, incentrato sulla distinzione tra il rapporto di indebitamento osservato e quello ottimale, ormai comune a buona parte degli studi più recenti condotti nel contesto internazionale, appare tuttavia poco utilizzato nella nostra realtà di riferimento²⁸.

Lo stesso, infatti, viene applicato solamente negli studi effettuati da Bontempi e Golinelli (1996) e, più recentemente, da Bontempi (2002)²⁹. Il primo lavoro, nondimeno, pur identificando alcune significative determinanti del leverage, sia positive (l'incidenza delle attività tangibili) sia negative (il costo del capitale, l'autofinanziamento e gli scudi fiscali diversi dal debito), presenta il limite di analizzare dati aggregati per settore produttivo e non, quindi, dati puntuali della singola impresa. Ad evidenza questo porta inevitabilmente a compensare all'interno di uno stesso settore comportamenti finanziari sostanzialmente dissimili.

Il secondo lavoro, al contrario, utilizza i dati individuali di un campione numeroso di imprese (oltre 20.000), osservato in un esteso arco temporale (oltre 10 anni)³⁰.

27) Gli autori motivano questa relazione ipotizzando l'esistenza di un mercato del credito frazionato in grandi imprese, poco rischiose, e PMI, più rischiose. Ne deriva che a seguito di un aumento dei corsi azionari, diminuendo la domanda di credito da parte delle grandi imprese, si creerebbe un effetto compensativo di segno opposto sul segmento dedicato alle imprese più piccole.

28) Tra gli altri utilizzano questo approccio, seppur adottando metodologie di stima spesso differenti Fama e French (2002), Heshmati (2001), Ozkan (2001), Sogorb-Mira e Lopez-Garcia J. (2003), Frank M. e Goyal V.K. (2003).

29) Cfr. Bontempi M.E, Golinelli R., Le determinanti del leverage delle imprese: una applicazione empirica ai settori industriali dell'economia italiana, in Studi e Note di economia, n. 2, 1996, pp. 35-66; Bontempi M.E., The dynamics specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy, in Empirical Economics, 2002, n. 27, pp. 1-22.

30) Il modello viene costruito inserendo tra le possibili determinanti anche le componenti del flusso di cassa libero dell'impresa. E questo con l'intento di cogliere attraverso l'osservazione dell'influenza che queste componenti esercitano sul processo di aggiustamento delle imprese verso il target, le interrelazioni tra la teoria del *trade-off* e la teoria della gerarchia finanziaria.

L'analisi giunge alla identificazione delle attività tangibili e delle variazioni del capitale circolante netto quali fattori influenti positivamente sulle variazioni del leverage, mentre un effetto di segno contrario verrebbe esercitato dal costo del capitale di debito. Ancora negativo risulta poi l'impatto del flusso di cassa libero, e ciò viene spiegato ipotizzando che all'interno del campione siano presenti aziende che prediligono una strategia di finanziamento impostata secondo una gerarchia tra le fonti di finanziamento.

Una ulteriore peculiarità, almeno nel panorama nazionale, dello studio di cui si tratta è poi rappresentata dall'esame delle relazioni tra il leverage e le sue possibili determinanti anche nel lungo termine. Diviene così possibile osservare come la presenza di scudi fiscali diversi dal debito influenzi le scelte di finanziamento soltanto in un esteso orizzonte temporale.

Per quanto concerne, infine, gli altri studi empirici condotti sulle imprese italiane, questi pur differenziandosi nell'oggetto di indagine e, talvolta, nel metodo utilizzato, mettono costantemente in relazione il rapporto di indebitamento osservato con alcune potenziali determinanti, assumendo, implicitamente, che le imprese esaminate siano posizionate sul punto di ottimo³¹. All'interno di queste analisi risultano solitamente verificate le relazioni negative del rapporto di indebitamento con l'entità degli scudi fiscali diversi dal debito finanziario e con le variabili proxy espressive del grado di redditività delle imprese. Alcune peculiarità risultano però presenti nel lavoro di Sapienza (1997), che incentra l'attenzione sulla disamina degli effetti che le relazioni di clientela tra banca e impresa, misurate attraverso la concentrazione e la durata del rapporto di finanziamento, determinano sul grado di leverage³².

Nello specifico, l'analisi dapprima prevede una verifica delle diver-

31) Buttignon e De Leo (1994), ad esempio, esaminano un campione di 629 imprese non quotate e utilizzano nella stima un sistema di equazioni strutturali. Bigelli, Mengoli e Sandri (2001) verificano invece le teorie sulla struttura finanziaria ottimale in un campione costituito da 95 società quotate, adottando una metodologia di tipo *Panel*. Ancora differente è poi la scelta di Venanzi (2003) che considera soltanto società capogruppo, di cui 13 quotate in borsa.

32) Sapienza P., Le scelte di finanziamento delle imprese italiane, in Angeloni I., Conti V., Passacantando F. (a cura di), *Le banche e il finanziamento delle imprese*, Il Mulino, 1997, pp. 61-91.

se teorie elaborate in tema di struttura finanziaria ottimale, quindi mette in relazione la funzione di domanda con quella di offerta di finanziamenti presente nell'ambito del sistema finanziario nazionale. Relativamente al primo momento di analisi, condotto attraverso un modello *Panel* di tipo statico, i risultati più rilevanti sono rappresentati dalla relazione negativa del rapporto di indebitamento con la redditività, dall'impatto positivo della dimensione (misurata in termini di ricavi netti), ma soprattutto dall'effetto generato dal grado di concentrazione dei finanziamenti bancari. Una crescita di quest'ultimo sembra infatti determinare una riduzione del rapporto di indebitamento, in quanto a fronte di un più agevole accesso al credito, le imprese sconterebbero una maggiorazione del costo del finanziamento.

Tale fenomeno viene poi confermato nel secondo momento dell'analisi, in cui si procede ad una stima, attraverso il metodo dei minimi quadrati a due stadi, sia della funzione di domanda di credito, sia della funzione di offerta, approssimata utilizzando quale variabile dipendente il costo dell'indebitamento.

I risultati ottenuti dal lato della domanda mostrano una relazione inversa del rapporto di indebitamento con il costo del debito e con gli scudi fiscali alternativi a quelli generati dagli interessi passivi.

Dal lato dell'offerta emerge invece un costo dell'indebitamento più contenuto per le imprese operanti da più tempo sul mercato e per quelle contraddistinte da una maggiore profittabilità. Risulta inoltre evidente una maggiorazione in termini di pricing a danno di quelle imprese che beneficiano di rapporti di finanziamento meno polverizzati.

L'analisi empirica

Il campione

L'analisi delle determinanti della struttura finanziaria delle PMI italiane viene condotta, per il periodo che va dal 1996 al 2001, su un campione chiuso di imprese industriali, costituite nella forma di società di capitali.

Più in particolare, il campione utilizzato deriva da un iniziale aggregato composto da circa 22.000 unità, dal quale sono state escluse le

imprese che non presentavano i seguenti requisiti:

1. chiusura del bilancio al 31/12;
2. quadratura tra le poste attive e quelle passive dello stato patrimoniale;
3. patrimonio netto costantemente positivo;
4. fatturato stabilmente superiore a zero.

Non si sono inoltre considerate le imprese assoggettate nel periodo ad una procedura concorsuale e quelle per le quali non risultava possibile disaggregare l'indebitamento complessivamente negoziato per natura della controparte. Si è giunti così ad un campione di 11.700 unità dal quale si sono infine selezionate le sole imprese che al 2001, e in media nel periodo di riferimento, rispettano i criteri attualmente impiegati dall'Unione Europea per definire la piccola e media dimensione aziendale (fatturato non eccedente i 40 milioni di euro, numero di dipendenti inferiore alle 250 unità).

Il campione finale, pertanto, risulta composto da 10.591 unità, in prevalenza localizzate nel Nord del paese (74,7% del totale). Con riferimento alle caratteristiche dimensionali dell'impresa mediana, nel 2001 si osserva un fatturato pari a poco meno di 7,8 milioni di euro, un numero di dipendenti pari a 43 ed un capitale investito di circa 6,8 milioni di euro.

La definizione di leverage

Le definizioni di leverage adottate nelle indagini empiriche sulle scelte di finanziamento delle imprese risultano spesso differenti³³.

Nel seguito si è scelto di ricorrere ad un indicatore che da un lato considera unicamente le fonti finanziarie esplicitamente onerose e, dall'altro lato, permette di valutare la loro alternatività rispetto al solo capitale di proprietà. Nello specifico, l'indicatore (*Lev*) viene costruito ponendo al numeratore l'indebitamento finanziario complessivamente negoziato dall'impresa, senza alcuna distinzione riguardo alla

33) Per una rassegna delle differenti modalità di calcolo del leverage si veda Rajan R., Zingales L., What do we know about capital structure? Some evidence from international data, in *The Journal of Finance*, Vol. 50, n. 5, 1995, pp. 1421-1459.

scadenza, e al denominatore la somma dello stesso indebitamento e del capitale di rischio³⁴.

Contrariamente, quindi, a talune analisi osservate a livello nazionale, l'indagine non esclude il debito negoziato a breve scadenza, a motivo della rilevanza che questo assume nell'ambito delle scelte di strutturazione finanziaria delle piccole e medie imprese nazionali. Allo stesso tempo non si utilizza quale variabile di scala il capitale complessivamente investito.

Ponendo, infatti, questa quantità al denominatore, si costruirebbe un indicatore la cui variabilità potrebbe esprimere non tanto una mutata propensione delle imprese a combinare il capitale finanziario ed il capitale di proprietà, bensì soltanto gli effetti prodotti da un variabile ricorso a forme di indebitamento non esplicitamente onerose.

Una conferma in tal senso proviene dalla tabella n. 1, in cui si riportano alcune statistiche descrittive relative al rapporto di leverage, e a tre indicatori di struttura finanziaria: il grado di capitalizzazione, l'incidenza sul passivo dei debiti finanziari a medio-lungo termine e quella dei debiti finanziari a breve termine.

34) I debiti finanziari considerati nell'analisi comprendono i finanziamenti bancari, i prestiti obbligazionari e i debiti verso altri finanziatori.

Passacantando F. (a cura di), *Le banche e il finanziamento delle imprese*, Il Mulino, 1997, pp. 61-91.35). Nel periodo di analisi, l'incidenza dei mezzi propri sul passivo cresce di circa 2,5 punti percentuali, mentre l'incidenza media del debito finanziario a breve termine, di natura prevalentemente bancaria, passa da un valore iniziale del 17,2% ad un valore finale del 19,2%. Incremento, quest'ultimo, in parte compensato dalla corrispondente riduzione delle esposizioni finanziarie a medio lungo termine dal 7,5% al 6%.

Tab. 1 - Indicatori di struttura finanziaria per le PMI del campione

		1996	1997	1998	1999	2000	2001
Rapporto di leverage	Media	0,471	0,479	0,479	0,470	0,464	0,461
	Mediana	0,509	0,517	0,518	0,507	0,501	0,497
	Dev. Std.	0,286	0,285	0,293	0,295	0,299	0,303
Grado di capitalizzazione	Media	0,260	0,258	0,263	0,267	0,274	0,285
	Mediana	0,230	0,225	0,229	0,231	0,234	0,245
	Dev. Std.	0,165	0,165	0,172	0,176	0,179	0,189
Incidenza debiti finanziari a mlt	Media	0,075	0,076	0,077	0,076	0,065	0,060
	Mediana	0,035	0,040	0,041	0,036	0,021	0,008
	Dev. Std.	0,096	0,095	0,096	0,097	0,091	0,090
Incidenza debiti finanziari a brt	Media	0,172	0,175	0,179	0,174	0,183	0,192
	Mediana	0,149	0,154	0,158	0,149	0,159	0,170
	Dev. Std.	0,149	0,148	0,153	0,151	0,157	0,163
<i>Fonte:</i> nostre elaborazioni su un campione di 10.591 piccole e medie imprese italiane del settore industriale							

Gli indicatori in esame evidenziano la propensione delle imprese selezionate a ridurre, in media, nel periodo considerato il leverage, pur in presenza di un incremento dell'incidenza media dei debiti finanziari sul passivo.

Più in particolare la riduzione nel periodo di circa 1 punto percentuale riscontrata nel rapporto di leverage (dal 47,1% al 46,1%) è imputabile ad uno sviluppo del grado di capitalizzazione più accelerato di quello mediamente osservato nell'incidenza dei debiti finanziari³⁵.

Ecco che allora le maggiori esposizioni di natura finanziaria non vanno a sostituire i capitali di proprietà, bensì compensano la riduzione del peso di altre fonti di finanziamento.

35) Nel periodo di analisi, l'incidenza dei mezzi propri sul passivo cresce di circa 2,5 punti percentuali, mentre l'incidenza media del debito finanziario a breve termine, di natura prevalentemente bancaria, passa da un valore iniziale del 17,2% ad un valore finale del 19,2%. Incremento, quest'ultimo, in parte compensato dalla corrispondente riduzione delle esposizioni finanziarie a medio lungo termine dal 7,5% al 6%.

Le determinanti del leverage

Le variabili utilizzate al fine di rappresentare le determinanti del rapporto di indebitamento sono riconducibili a due tipologie.

Una prima comprende indicatori che descrivono le caratteristiche proprie delle imprese del campione. Una seconda si focalizza sui connotati delle aree territoriali di insediamento delle PMI, per coglierne la dinamica congiunturale e la struttura del mercato bancario³⁶.

Relativamente al primo set di variabili, l'analisi si propone di verificare l'impatto esercitato sulle scelte di composizione del passivo dalle seguenti caratteristiche aziendali: la profittabilità della gestione operativa, il rischio operativo, la struttura del capitale investito, l'incidenza dell'imposizione fiscale, le opportunità di crescita, la dimensione e l'età.

La prima caratteristica sopra richiamata, la profittabilità, viene misurata dal MOL generato dalla gestione per unità di capitale investito, nel tentativo di approssimare la capacità di autofinanziamento (lordo) delle imprese.

In presenza di un comportamento finanziario basato sulla gerarchia identificata dalla teoria dell'ordine di scelta è ipotizzabile una relazione negativa tra questa variabile e il rapporto di indebitamento. Ad una conclusione opposta si giunge nel caso le scelte di finanziamento siano motivate dai principi indicati dalla teoria del trade-off, dal momento che una maggiore profittabilità accentua l'interesse delle imprese al beneficio fiscale derivante dal pagamento degli interessi passivi.

Il rischio operativo viene misurato adottando l'approccio proposto da Gaud, Jani, Hoesli e Bender³⁷. Questo prevede, per ciascun anno, il calcolo della distanza al quadrato, tra la redditività dell'impresa e la media del campione, distanza che assume poi segno negativo nel caso in cui l'impresa sia posizionata sotto la media e segno positivo in caso contrario³⁸.

36) L'elenco completo delle variabili considerate viene riportato nella tabella n. 2, con l'indicazione delle modalità di computo e della relazione attesa con il leverage.

37) Gaud P., Jani E., Hoesli M., Bender A., The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data, in Fame Research paper, n. 68, 2003.

38) Nel tentativo di ridurre la correlazione tra detta variabile e la misura di redditività utilizzata nell'analisi, lo scostamento dal valore medio del campione viene calcolato con riferimento al ROI e non al MOL per unità di capitale investito.

Appare corretto attendersi che le unità produttive con valori più bassi della variabile in esame siano indotte a privilegiare un contenimento delle esposizioni finanziarie, al fine di ridurre il rischio complessivo dell'attività di impresa.

Al fine di descrivere la struttura del capitale investito, si ricorre a due indicatori del grado di tangibilità dell'attivo, l'incidenza delle immobilizzazioni tecniche nette e quella delle rimanenze, e ad un indicatore del peso delle attività finanziarie liquide (cassa e banca) e prontamente liquidabili (attività finanziarie non immobilizzate) sul totale attivo. I primi due indicatori dovrebbero mostrare una relazione positiva con il leverage, qualora nei rapporti con i finanziatori venga riconosciuto un ruolo di garanzia alle attività tangibili. Al contrario, si è soliti ritenere che la disponibilità di attività finanziarie liquide e prontamente liquidabili, induca le imprese a ridurre il rapporto tra il capitale di debito ed il capitale di proprietà, a motivo della possibilità di utilizzare tali attività a sostegno delle politiche di investimento³⁹.

39) Sul punto si veda Ozkan A., Determinants of Capital Structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data, in *Journal of Business, Finance & Accounting*, n. 28, 2001, pag. 182.

Tab. 2 - Le determinanti del leverage

Codice variabile	Modalità di computo	Relazione con il leverage			
Caratteristiche delle Imprese	Reddittività	Molan	Mol/(Attivo-Crediti verso soci)	Incerta	
	Rischio operativo	Rissq	Se $\overline{Roi_{it}} < \overline{Roi_t}$: - ($\overline{Roi_{it}} - Roi_t$) ² ; $\overline{Roi_{it}} > Roi_t$: - ($\overline{Roi_{it}} - Roi_t$) ²	Positiva	
	Struttura del capitale investito	Incmat	Imm. tecniche nette/(Attivo-Crediti verso soci)	Positiva	
		Incrim	Rimanenze/(Attivo-Crediti verso soci)	Positiva	
	Driver fiscali	Incdisp	(Titoli non immobilizzati + Cassa + Banca)/(Attivo-Crediti verso soci)	Negativa	
		Avtax	Se Risultato lordo (RL) > 0: Imposte/RL; se RL < 0 e imposte > 0: tasso statuario; se imposte < 0: 0	Positiva	
		Scudi	(Ammortamenti + Svalutazione crediti + Rettifiche Tributarie)/Fatturato	Negativa	
		Tsvric	(Fatturato-Fatturato t-1)/ Fatturato t-1	Incerta	
	Caratteristiche delle aree di insediamento	Crescita	Invest	(Imm. tecniche - Imm. tecniche-1)/Attivo nettot	Incerta
		Dimensione	Size	Ln (Fatturato)	Positiva
Age			Ln (1+anno chiusura bilancio - anno costitutivo)	Incerta	
Crescita reale del PIL regionale		TPILr	(Pilt-Pilt-1)/Pilt-1		Negativa
			Sharepr	Sportelli Banche provinciali e interprovinciali/Totale sportelli nella provincia	Incerta
Tasso di interesse regionale sui fin. per cassa a breve termine		Rate	Cfr. Bollettino statistico Banca d'Italia		Negativa

Passando all'esame della relazione tra l'imposizione fiscale e le scelte di composizione del passivo, l'analisi si incentra su due indicatori. In primo luogo si procede alla misurazione della pressione fiscale gravante sulle imprese, computando l'aliquota societaria effettiva tramite il rapporto tra le imposte iscritte in bilancio ed il reddito lordo⁴⁰.

In secondo luogo si misura la propensione delle imprese ad utilizzare scudi fiscali alternativi al debito finanziario, determinando l'incidenza della somma degli ammortamenti, delle svalutazioni dei crediti e delle rettifiche tributarie sul fatturato⁴¹.

Gli indicatori in esame richiamano, ad evidenza, la teoria del *trade-off* e la funzionalità del debito alla riduzione del carico fiscale sulle imprese. Ne deriva, quindi, l'ipotesi di una relazione positiva del rapporto di indebitamento rispetto alla prima variabile e di una relazione inversa rispetto al secondo indicatore.

A motivo della nota difficoltà di rappresentare le prospettive di crescita delle imprese attraverso i soli dati contabili, si è ritenuto opportuno verificare l'effetto esercitato sulla struttura finanziaria da almeno due differenti indicatori dello sviluppo aziendale: il tasso di crescita dei ricavi, gli investimenti netti in immobilizzazioni tecniche per unità di attivo netto⁴².

40) Per il periodo dal 1998 al 2001, l'entità delle imposte in bilancio viene depurata dall'importo (stimato) attribuibile all'Irap, al fine di considerare soltanto gli oneri tributari che prevedono la deducibilità degli interessi passivi pagati sui debiti finanziari. Laddove, inoltre, pur in presenza di un reddito lordo negativo, il valore delle imposte così calcolato sia positivo, l'aliquota effettiva a carico dell'impresa viene approssimata attraverso l'aliquota statutaria.

41) Si è deciso di non utilizzare, contrariamente a quanto spesso si osserva in letteratura, l'indicatore degli scudi fiscali alternativi al debito finanziario, proposto da Titman e Wessel (1988), a motivo dell'elevata correlazione positiva rilevata tra lo stesso ed il tasso di redditività delle imprese. Sulle modalità di computo di detta variabile si rimanda a Titman S., Wessel R., *The determinant of capital structure choice*, in *The Journal of Finance*, Vol. 43, n. 1, 1988, pp. 137-151.

42) Una maggiore connotazione prospettica dovrebbe peraltro essere attribuita al secondo indicatore in quanto "la spesa per investimenti è la manifestazione per eccellenza dell'attività imprenditoriale, quella che determina la qualità e il livello delle produzioni future, quella cioè in cui l'imprenditore deve dimostrare tutta la sua capacità di cogliere e realizzare i processi innovativi", Onado M., *Banca e sistema finanziario*, il Mulino, 1980, pag. 128. Più in generale entrambi gli indicatori hanno comunque il limite di descrivere attraverso i dati storici una caratteristica futura dell'impresa. Gli stessi potrebbero allora cogliere non tanto le prospettive di crescita dell'unità produttiva, ma soltanto la sua crescita attuale.

La relazione tra le opportunità di crescita ed il leverage risulta comunque di incerta valutazione. La teoria dell'agenzia, ad esempio, prevede una relazione negativa, dato che le imprese contraddistinte da maggiori prospettive di sviluppo sono anche quelle caratterizzate da una minore necessità di attribuire al debito una funzione disciplinante. Al contrario, la teoria dell'ordine di scelta, nella sua versione più semplice, ossia quella che prescinde dai vincoli che in prospettiva possono limitare la capacità di indebitamento delle unità produttive, ritiene che, a parità di profittabilità, siano le imprese in forte sviluppo a posizionarsi su rapporti di indebitamento più elevati.

Completano il primo set di indicatori due variabili espresse in forma logaritmica: la dimensione aziendale, misurata in termini di fatturato; l'età dell'impresa, vale a dire il numero di anni di operatività dalla data di costituzione. La dimensione, in quanto consente di cogliere il rischio di default dell'unità produttiva e il grado di asimmetria informativa a carico dei finanziatori, dovrebbe mostrare una relazione positiva con il rapporto di indebitamento.

Risulta invece più problematica l'interpretazione della relazione tra l'età dell'impresa ed il leverage. Da un lato, infatti, se si ipotizza che l'età rappresenti una proxy del rischio di fallimento e della reputazione dell'impresa, si dovrebbero osservare strutture finanziarie più indebitate nelle unità produttive più anziane. Dall'altro lato, per la teoria dell'ordine di scelta, la relazione potrebbe essere negativa, in quanto è ipotizzabile che le imprese più anziane siano contraddistinte anche da una maggiore capacità di autofinanziamento.

Il secondo set di indicatori risulta composto da tre variabili. La prima esprime l'andamento congiunturale regionale, misurato dal tasso di crescita reale del PIL. Detta variabile dovrebbe mostrare una relazione inversa rispetto al rapporto di indebitamento, qualora la crescita dei profitti osservata nelle fasi congiunturali espansive induca le PMI a politiche di finanziamento incentrate su fonti interne.

La seconda variabile descrive la struttura del mercato bancario provinciale, misurando la quota degli sportelli che appartengono alle aziende di credito con una operatività territoriale circoscritta, per

l'appunto, all'ambito provinciale o interprovinciale.⁴³

La relazione che lega questa variabile ed il leverage appare peraltro di difficile previsione. Qualora, infatti, si ritenga che le banche con una operatività limitata al territorio di insediamento, o poco oltre, riconoscano nelle relazioni di credito con le PMI un minor peso ai costi di agenzia, creando in questo modo condizioni di più agevole accesso al finanziamento per le stesse imprese, è ipotizzabile una correlazione positiva tra l'indicatore in esame ed il rapporto di indebitamento.

Dall'altra parte, tuttavia, se la più forte presenza di questa tipologia di intermediari nei mercati provinciali è indicativa di un minor grado di competitività da lato dell'offerta del credito, è allora possibile osservare nelle piccole e medie imprese un ricorso più "prudenziale" all'indebitamento bancario.

L'ultima variabile utilizzata risulta, infine, influenzata sia da fattori congiunturali che da connotati strutturali del mercato del credito. Nell'analisi si considera infatti il tasso di interesse praticato dalle banche sui finanziamenti per cassa a breve termine erogati nell'ambito regionale, per il quale si ipotizza una correlazione negativa rispetto al rapporto di indebitamento.

Ad evidenza, l'intensità di detta relazione pare interpretabile come una proxy del grado di sensibilità della domanda di credito rispetto alle politiche di pricing adottate dagli intermediari bancari.

I modelli econometrici: l'analisi statica e l'analisi dinamica

Le relazioni tra il leverage e i potenziali fattori esplicativi in precedenza descritti, vengono formalizzate in due modelli econometrici.

Più in particolare, si procede dapprima alla stima di un modello di tipo "statico", che pone in relazione il leverage osservato con le variabili

43) L'indicatore viene costruito ricorrendo alle informazioni statiche pubblicate dalla Banca d'Italia. Si utilizza quale riferimento territoriale l'area provinciale in quanto anche recenti indagini, condotte su un campione di imprese italiane con una dimensione media peraltro più elevata di quella qui considerata, mostrano come l'azienda identifichi solitamente la banca principale nell'ambito della provincia di insediamento.

Cfr. Osservatorio sulle piccole e medie imprese, Indagine sulle imprese manifatturiere, ottavo rapporto sull'industria italiana e sulla politica industriale, Capitalia 2002, pag. 124.

rappresentative delle caratteristiche aziendali e di quelle delle aree territoriali. L'analisi prosegue, quindi, con la stima di un modello "dinamico", che mostra il processo di aggiustamento del rapporto di indebitamento verso un leverage obiettivo e permette di verificare l'impatto che le potenziali determinanti esercitano sulle scelte di composizione del passivo sia nel breve, che nel lungo periodo.

Relativamente al primo momento di analisi, considerata la natura longitudinale dei dati esaminati, vale a dire l'osservazione di unità cross-section in un arco temporale, il modello assume la seguente configurazione:

$$y_{it} = \sum_{k=1}^n \beta_k x_{k,it} + \sum_{j=1}^3 \theta_j z_{j,it} + \alpha_i + y + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

dove:

- è il leverage, così come definito in precedenza;
- indica la caratteristica k osservata al tempo t nell'impresa i-esima;
- indica la caratteristica j osservata al tempo t nell'area territoriale (regionale o provinciale) di riferimento dell'impresa i-esima;
- rappresenta l'effetto individuale, specifico di ciascuna impresa e costante nel tempo;
- misura l'effetto temporale, vale a dire l'evoluzione delle condizioni macroeconomiche non colte dal vettore rappresentativo delle caratteristiche del contesto territoriale.

La scelta della metodologia da adottare nella stima dell'equazione n. 1 deriva poi dalla natura dell'effetto attribuito alle caratteristiche individuali di ciascuna impresa, non formalizzate all'interno del modello⁴⁴.

44) Laddove infatti si accetti l'ipotesi che tale effetto sia fisso, il modello può essere stimato attraverso il metodo OLS applicato alle variabili espresse come scostamento dal valore medio del periodo, calcolato per ciascuna osservazione *cross-section*. Se, invece, tale effetto viene ipotizzato *random*, il modello è riconducibile alla tipologia REM (*Random effect model*), stimabile con il metodo GLS (*Generalised Least Squares*). La scelta tra le alternative sopra delineate viene nel seguito effettuata dapprima verificando l'esistenza degli effetti attribuibili alle caratteristiche, non osservate, delle imprese selezionate, quindi verificando, attraverso il test di Hausman, l'ipotesi, propria del modello REM, di assenza di correlazione tra detti effetti e gli altri regressori. Sui modelli di tipo Panel si veda Greene W.H., *Econometric Analysis*, Prentice Hall, 2000, pp. 557-580.

Nel secondo momento di analisi, si suppone che il rapporto ottimo di indebitamento, non osservabile, sia una funzione lineare di un set di variabili finanziarie, di un effetto specifico di ciascuna impresa, costante nel periodo di riferimento, di fattori ambientali e di un effetto temporale. Più in particolare, adottando la notazione precedentemente illustrata, la funzione in esame può essere espressa nel modo seguente:

$$y_{it}^* = \sum_{k=1}^n \beta_k x_{kit} + \sum_{j=1}^3 \theta_j z_{jit} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Detta equazione è, ad evidenza, la rappresentazione di lungo termine delle relazioni tra la struttura target e i potenziali fattori esplicativi e, come tale, non può essere esplicitamente stimata.

Si ipotizza, pertanto, che in ogni esercizio le imprese si muovano verso il rapporto ottimale, secondo un tasso di aggiustamento λ , derivante dal bilanciamento dei costi e dei benefici imputabili ad una struttura finanziaria sub-ottimale:

$$(y_{it} - y_{it-1}) = \lambda (y_{it}^* - y_{it-1}) \quad (3)$$

Il tasso di aggiustamento dovrebbe assumere valori compresi tra zero ed uno, raggiungendo il valore massimo soltanto nell'ipotesi in cui le imprese si riposizionino istantaneamente sul rapporto obiettivo. In tale circostanza i costi derivanti da una situazione finanziaria sub-ottimale risultano sostanzialmente più elevati rispetto ai costi necessari a mutare la struttura del passivo⁴⁵.

Sostituendo l'equazione (2) nella (3) si giunge quindi a definire la seguente relazione tra il rapporto osservato di indebitamento e le variabili esplicative:

45) Nel caso in cui il tasso di aggiustamento assuma valori contenuti sono invece i costi di transazione a prevalere su quelli generati da una condizione sub-ottimale.

$$y_{it} = \lambda \alpha_i + (1 - \lambda) y_{t-1} + \sum_{k=1}^n \beta_k \lambda x_{kit} + \sum_{j=1}^3 \theta_j \lambda z_{jit} + \gamma_t \lambda + \lambda \varepsilon_{it} \quad (4)$$

L'equazione sopra indicata, a motivo della sua natura dinamica e delle caratteristiche del panel data a disposizione, ossia l'elevato numero di osservazioni *cross-section* ed il ristretto arco temporale di riferimento, viene stimata utilizzando l'approccio proposto da Arellano e Bond⁴⁶. Quest'ultimo si avvale dello stimatore GMM e dell'utilizzo di variabili strumentali in luogo della variabile dipendente ritardata⁴⁷.

L'equazione così stimata esprime le relazioni di breve termine tra il rapporto di indebitamento e le potenziali determinanti, consentendo allo stesso tempo di pervenire alle relazioni di lungo periodo. Diviene cioè possibile computare i coefficienti indicati nell'equazione n. 2, riportando i valori di breve termine al tasso di aggiustamento λ in base al quale le imprese si muovono verso la struttura finanziaria target.

I risultati dell'analisi statica

I test statistici utilizzati per selezionare la metodologia di stima da adottare nell'analisi delle relazioni tra il leverage e le sue potenziali determinanti, inducono a privilegiare il modello panel a effetti fissi, riportato nella tabella n. 3⁴⁸. Il modello in esame evidenzia in primo

46) Sull'approccio in esame si veda Bond S., Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice, in Cemmap Working Paper, n. 9, 2002.

47) In particolare, la metodologia adottata stima i coefficienti del modello espresso in forma differenziale, al fine di eliminare l'impatto dell'effetto specifico di impresa, e utilizza y_{t-2} quale strumento per la variabile dipendente ritardata. Tale metodologia si rende opportuna in quanto l'utilizzo degli stimatori basati sul metodo dei minimi quadrati per ottenere l'equazione n. 4, produce delle stime inconsistenti a motivo della correlazione tra la variabile dipendente ritardata e l'effetto individuale. Inoltre, gli stessi stimatori applicati all'equazione espressa in forma differenziale, conducono a stime inconsistenti per effetto della correlazione tra $(y_{t-1} - y_{t-2})$ e $(\lambda \varepsilon_{t-1} - \lambda \varepsilon_{t-2})$.

48) Più in particolare, il rifiuto dell'ipotesi che gli effetti specifici di impresa siano nulli, rende non appropriato un modello OLS pooled, mentre il test di Hausman, fortemente significativo, indica il rifiuto dell'ipotesi, propria del modello Random, di assenza di correlazione tra detti effetti e gli altri regressori. Da notare anche la significatività delle dummies temporali, non riportate nella tabella, che denota la propensione delle PMI a ridurre rispetto all'anno base, il 1997, il rapporto di indebitamento.

luogo l'esistenza di molteplici, e significative, relazioni tra il rapporto di indebitamento e le caratteristiche aziendali, confermando, spesso, quanto emerso in precedenti analisi empiriche⁴⁹.

Tab. 3 - Modello panel a effetti fissi (Stimatore Within)

	(1)		(2)	
	Coefficienti	S. E	Coefficienti	S. E
Costante	0,585*	0,044	0,581*	0,044
Incmat	0,042*	0,101	0,047*	0,101
Incrim	0,123*	0,011	0,123*	0,011
Incdisp	-0,211*	0,010	-0,211*	0,010
Avtax	0,001**	0,000	0,001**	0,000
Scudi	0,036*	0,013	0,036*	0,013
Molan	-0,432*	0,010	-0,432*	0,010
Rissq	0,079*	0,004	0,079*	0,004
Crescita	0,009*	0,002	0,000	0,000
Size	0,031*	0,003	0,031*	0,003
Age	-0,053*	0,009	-0,054*	0,009
TPILr	-0,219*	0,063	-0,219*	0,063
Rate	-1,880*	0,322	-1,882*	0,322
Sharepr	-0,039**	0,018	-0,039**	0,018
N. osservazioni	52.955		52.955	
F test modello	189,53*		188,28*	
F test: all $\alpha_i = 0$	22,97*		22,96*	
Test di Hausman	2157,88*		2049,74*	

* Significativo all'1%;
 ** Significativo al 5%. Nel modello n. 1 la crescita viene misurata attraverso la variabile Invest. Nel modello n. 2 le prospettive di crescita dell'impresa vengono misurate in termini di sviluppo del fatturato. Nel test di Hausman si verifica l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra gli effetti di impresa e gli altri regressori.

49) Il coefficiente di determinazione del modello non risulta tuttavia particolarmente elevato (17,4%). Tale valore si incrementa sostanzialmente (85% circa) qualora si consideri il contributo esplicativo apportato dagli effetti fissi di impresa, stimando il modello con la metodologia OLS e con una variabile dummy per ciascuna unità *cross-section*.

Trova, ad esempio, evidenza la relazione inversa tra il grado di redditività aziendale e il grado di indebitamento finanziario, indicativa quindi della propensione delle piccole e medie imprese a privilegiare fonti interne di approvvigionamento, nel rispetto di quanto stabilito dalla teoria della gerarchia finanziaria. All'aumentare, infatti, di un punto percentuale dell'indicatore di redditività si osserva una riduzione di circa 0,43 p.p. dell'incidenza dell'indebitamento finanziario sul totale delle fonti di finanziamento.

Inoltre, risulta confermato anche il legame significativamente positivo tra il leverage e le attività tangibili del capitale investito. Più in particolare, l'intensità di detta relazione tende a mutare in funzione della tipologia di attività, divenendo più accentuata per la variabile che esprime l'incidenza sul capitale investito delle scorte di magazzino. E questo, probabilmente, a motivo della natura, prevalentemente a breve, del debito negoziato dalle imprese esaminate.

Esercita, al contrario, un impatto negativo sul grado di indebitamento la disponibilità di attività finanziarie liquide. Anche questa relazione pare riconducibile ad una strategia di finanziamento incentrata sull'obiettivo di salvaguardare l'autonomia e l'indipendenza dell'impresa, quale è quella delineata dalla teoria della gerarchia. In tal caso, infatti, è ipotizzabile che il management preferisca finanziare gli investimenti utilizzando le risorse derivanti da attività facilmente liquidabili piuttosto che instaurare rapporti con terzi finanziatori.

Passando all'esame della relazione tra la variabile proxy del rischio operativo ed il rapporto di indebitamento, si osserva un coefficiente positivo e con forte valenza statistica. Sembrerebbe, pertanto, che la maggiore rischiosità della gestione operativa, espressa da valori più bassi della variabile in esame, spinga le imprese ad un contenimento del rischio complessivo, tramite la riduzione dell'incidenza dell'indebitamento.

Ulteriori elementi di riflessione provengono poi dall'osservazione della relazione tra il leverage e, rispettivamente, la dimensione e l'età delle imprese.

In particolare, nonostante le modalità di composizione del campione tendano a ridurre il grado di variabilità della dimensione aziendale, risulta comunque presente nelle imprese selezionate una maggiore capacità di accesso al debito finanziario all'aumentare del volume dei

ricavi. La dimensione sembra quindi confermarsi una proxy del grado di asimmetria informativa percepito dal finanziatore e del livello di rischiosità che lo stesso attribuisce alla controparte contrattuale.

Il coefficiente significativamente negativo associato all'età delle imprese, smentisce invece la tesi che riconosce a tale variabile la capacità di approssimare la reputazione goduta dalle aziende sul mercato finanziario.

Nel caso di specie detto coefficiente sembra esprimere la difficoltà che incontrano le imprese più giovani a realizzare scelte di strutturazione finanziario incentrate su canali di finanziamento alternativi a quello bancario. Qualora, inoltre, si consideri una capacità di autofinanziamento, solitamente, più elevata al crescere dell'anzianità delle unità produttive, tale coefficiente è conferma della propensione delle piccole e medie imprese a privilegiare le fonti interne di finanziamento.

Relativamente agli effetti attribuiti ai fattori fiscali, si osserva, in ottemperanza ai dettami della teoria del *trade-off*, come all'aumentare dell'aliquota effettiva a carico dell'impresa il grado di leverage tenda a ridursi. Il coefficiente stimato, sebbene significativo, risulta però di valore alquanto contenuto, rendendo ipotizzabile che tale indicatore non determini, comunque, comportamenti finanziari fortemente dissimili tra le imprese esaminate⁵⁰. La significatività dei driver fiscali trova peraltro conferma anche nella rilevanza che le PMI analizzate riconoscono alla disponibilità di scudi fiscali alternativi a quelli generati dall'indebitamento finanziario⁵¹.

Con riferimento all'impatto della crescita aziendale sul grado di leverage, si rileva una relazione positiva, e con valenza statistica, soltanto con la variabile che misura gli investimenti in attività materiali per unità di attivo netto. Detta relazione positiva appare anch'essa in linea con le previsioni della teoria dell'ordine di scelta, assumendo, tuttavia, una intensità molto contenuta.

50) Risultati sostanzialmente simili a quelli riportati sono stati ottenuti anche non escludendo dall'indicatore della pressione fiscali l'importo dell'IRAP che è stato stimato per gli anni dal 1998 al 2001.

51) Quest'ultima relazione può peraltro essere indotta anche dalla forte correlazione (0,40 circa) tra detta variabili e quella rappresentativa dell'incidenza della dotazione di immobilizzazione tecniche.

Estendendo l'analisi all'influenza esercitata dalle variabili che catturano le caratteristiche delle aree di insediamento delle PMI, si osservano leverage più bassi per le imprese operanti in territori contraddistinti da più elevati tassi di sviluppo del PIL. Considerato che la crescita dell'economia determina, di solito, un miglioramento della capacità di autofinanziamento delle unità produttive, la relazione osservata è quindi una ulteriore conferma della tendenza delle piccole e medie imprese a privilegiare politiche di finanziamento incentrate su fonti di natura interna.

Significativo appare anche l'effetto esercitato sulle scelte di composizione del passivo dalle caratteristiche strutturali riscontrate nel mercato bancario provinciale. Più in particolare, nei mercati in cui è più forte la presenza di intermediari con una operatività territorialmente circoscritta, con i quali dovrebbe quindi risultare più agevole per le PMI instaurare rapporti di credito stretti e continuativi, sembrano osservarsi strutture finanziarie meno indebitate.

Ad evidenza, il fenomeno di cui si tratta appare in contrasto con le previsioni proprie della teoria dell'agenzia, risultando invece spiegabile in mercati poco competitivi in cui il più stretto rapporto tra banca e impresa induce l'intermediario a sfruttare il vantaggio informativo da lato delle politiche di pricing⁵². Del resto, la relazione fortemente negativa tra il leverage ed il tasso mediamente praticato nelle aree regionali sui finanziamenti per cassa a breve termine, conferma come le politiche di prezzo adottate dagli intermediari bancari incidano sensibilmente sulle scelte di finanziamento delle piccole e medie imprese.

I risultati dell'analisi dinamica

La stima del modello ad aggiustamento parziale è stata inizialmente effettuata considerando tutte le variabili esplicative impiegate nell'analisi statica. Si sono poi escluse dalla formulazione conclusiva quelle determinanti caratterizzate da coefficienti che non risultavano

52) Lo stesso studio della Sapienza conferma del resto che all'aumentare del grado di concentrazione dei rapporti con le banche, le imprese tendono a ridurre il rapporto di indebitamento. Cfr. Sapienza P., op. cit., pag. 80.

significativi sotto il profilo statistico.

In particolare, dal lato degli indicatori rappresentativi delle caratteristiche specifiche delle imprese, l'approccio descritto ha portato a non considerare nel modello la variabile che misura gli scudi fiscali alternativi all'indebitamento e quella rappresentativa dell'anzianità dell'attività imprenditoriale. Con riferimento invece al set di indicatori che descrivono i connotati propri delle aree di insediamento, non hanno mostrato una valenza statistica sia il tasso di crescita del PIL, sia il costo mediamente praticato in ambito regionale sui finanziamenti per cassa a breve termine⁵³.

Si è così giunti ai risultati riportati nella tabella n. 4, che mostrano la tendenza del leverage rilevato nelle piccole e medie imprese a convergere verso un valore obiettivo⁵⁴. Più in particolare, questo processo di convergenza è espresso dalla forte significatività statistica e dal valore (0,657) assunto dal coefficiente della variabile dipendente ritardata.

La significatività statistica del coefficiente in esame è cioè conferma dell'ipotesi che la struttura finanziaria osservata nelle imprese del campione sia distante da quella ritenuta ottimale.

53) La non significatività statistica di tali variabili può essere almeno in parte determinata dalla riduzione, rispetto all'analisi statica, del periodo di stima del modello.

53) La tabella presenta due test finalizzati a verificare la validità della metodologia econometrica utilizzata. Il test $M(2)$, asintoticamente distribuito secondo una $N(0,1)$, non consente di rifiutare l'ipotesi nulla di assenza di correlazione seriale di secondo ordine nei residui. La rilevanza di tale test emerge qualora si rammenti che lo stimatore GMM è consistente soltanto in assenza di detta tipologia di correlazione seriale. La non significatività del test di Sargan, asintoticamente distribuito secondo una χ^2 , è invece indicativa della validità della variabile strumentale utilizzata (*Levr-2*).

54) La tabella presenta due test finalizzati a verificare la validità della metodologia econometrica utilizzata. Il test $M(2)$, asintoticamente distribuito secondo una $N(0,1)$, non consente di rifiutare l'ipotesi nulla di assenza di correlazione seriale di secondo ordine nei residui. La rilevanza di tale test emerge qualora si rammenti che lo stimatore GMM è consistente soltanto in assenza di detta tipologia di correlazione seriale. La non significatività del test di Sargan, asintoticamente distribuito secondo una χ^2 , è invece indicativa della validità della variabile strumentale utilizzata.

Anche nell'analisi dinamica, infine, il modello viene stimato con l'utilizzo di variabili dummies temporali che si rivelano significativamente differenti da zero.

Tab. 4 - Modello dinamico: coefficienti di breve termine, stimatore GMM con variabili strumentali

	Coefficienti	Standard Err. Robusti
L. Lev	0,657*	0,027
Incmat	-0,136*	0,026
Incrim	0,044***	0,025
Incdisp	-0,153*	0,024
Molan	-0,461*	0,035
Avtax	0,001*	0,000
Rissq	0,088*	0,007
Invest	0,021*	0,009
Size	0,012*	0,006
Sharepr	-0,045**	0,022
N. osservazioni	31.773	
H0: M(2)=0	0,02	
Test di Sargan	3,07	

* Significativo all'1%;
 ** Significativo al 5%;
 *** Significativo al 10%.

Gli Standard Error risultano corretti per tenere conto dell'eteroschedasticità.
 Il test di Sargan consente di verificare l'ipotesi nulla di validità delle variabili strumentali utilizzate.
 La variabile strumentale impiegata nel modello in luogo della variabili dipendente ritarda è Lev_{t-2}

Il valore dello stesso coefficiente è invece indicativo di come il processo di convergenza verso la struttura target sia nelle imprese selezionate piuttosto lento: annualmente il tasso di aggiustamento del leverage, misurato dal complemento ad uno del coefficiente di cui si tratta, risulta pari a poco più del 34% di quello che sarebbe il valore necessario a raggiungere la struttura ottimale.

La lentezza del processo osservato è allora evidenza di come per le PMI i costi associati all'attivazione di scelte di mutamento della composizione del passivo assumano un peso più elevato rispetto ai costi derivanti dal mantenere una condizione finanziaria sub-ottimale.

Quest'ultima, può del resto essere ritenuta tollerabile anche a moti-

vo delle commistioni, ormai note, che interessano la gestione aziendale e la gestione finanziaria della proprietà. Si pone cioè per il management il problema di verificare se il raggiungimento della struttura ottimale, sia poi compatibile non solo con i vincoli esogeni all'impresa (possibilità di ricorrere ad appropriati canali di finanziamento), ma anche, ed in particolare, con quelli endogeni provenienti per l'appunto dalla proprietà.

Da lato delle relazioni tra il leverage e i fattori esplicativi ricompresi nel modello finale, non sembrano emergere differenze sostanziali rispetto a quanto evidenziato dall'analisi statica. Una eccezione è rappresentata dal legame tra il rapporto di indebitamento e la dotazione di immobilizzazioni tecniche.

Introducendo infatti elementi di dinamicità all'interno dell'analisi econometrica, detta relazione diviene negativa, indicando così il venir meno di quella funzione di garanzia che secondo l'analisi statica i creditori attribuirebbero alle immobilizzazioni tecniche. La relazione riscontrata prospetta invece un comportamento finanziario delle piccole e medie imprese volto a privilegiare il matching delle scadenze tra fonti ed usi di capitale⁵⁵.

Per quanto concerne le relazioni di lungo termine tra il leverage ed i potenziali fattori esplicativi, la tabella n. 5 riporta i coefficienti stimati e la relativa valenza statica.

Come è dato osservare, nel lungo periodo non solo si trova conferma dell'impatto dei fattori considerati sul grado di indebitamento delle imprese del campione, ma in talune circostanze si riscontra una sensibile accentuazione nell'intensità della relazione stimata.

Un esempio in tal senso è rappresentato dalla relazione tra il leverage e la profittabilità operativa: la riduzione indotta sul rapporto di indebitamento dall'incremento di 1 p.p. del MOL (per unità di capitale investito), passa dai circa 0,46 p.p. del breve termine, ad un valore di poco più di 1,3 p.p..

55) Negli altri casi, il modello conferma la direzione delle relazioni emerse con l'analisi statica, pur differenziandosi talvolta quanto a intensità dei legami stimati. Appare, ad esempio, più accentuata la relazione positiva tra il rapporto di indebitamento e la variabile proxy delle prospettive di crescita delle imprese, mentre si riduce il grado di correlazione rispetto alla dotazione di magazzino.

In altre parole, all'ampliarsi dell'orizzonte temporale diviene ancor più forte la propensione delle PMI verso politiche di auto-finanziamento e di contenimento del grado di dipendenza dai finanziatori esterni.

Tab. 5 - Modello dinamico:coefficienti di lungo periodo

	Coefficienti	Standard Err. Robusti
Incmat	-0,396*	0,084
Incrim	-0,129***	0,075
Incdisp	-0,448*	0,078
Molan	-1,344*	0,135
Avtax	0,004*	0,001
Rissq	0,257*	0,026
Invest	0,060**	0,027
Size	0,036**	0,018
Sharepr	-0,132**	0,066

* Significativo all'1%;
 ** Significativo al 5%;
 *** Significativo al 10%.

La seconda colonna riporta i coefficienti di lungo termine ottenuti dividendo i valori di breve periodo per il tasso di convergenza verso la struttura finanziaria target.

La terza colonna mostra gli Standard Error corretti per tenere conto dell'eteroschedasticità

Si pone allora il problema di riconciliare tale orientamento finanziario, proprio dell'ipotesi della gerarchia tra fonti di finanziamento, con la tendenza del rapporto di leverage a convergere verso un target, così come ipotizzato invece dalle teorie che postulano l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale.

A tal fine un valido supporto interpretativo può essere ritrovato in alcune recenti indagini empiriche, che giungono agli stessi risultati qui presentati. Si osserva infatti che tassi di aggiustamento non elevati, possono indicare, non solo il citato bilanciamento tra i costi transazionali e quelli derivanti da una condizione sub-ottimale, ma anche un processo di aggiustamento che riguarda in prevalenza le

imprese vicine ad esaurire la loro capacità di indebitamento⁵⁶. Si osserverebbero così nelle PMI i tratti comportamentali delineati dalla teoria dell'ordine di scelta, associati ad un tentativo di contenimento delle esposizioni debitorie entro soglie in grado di preservare la capacità negoziale dell'unità produttiva sul mercato del credito.

Conclusioni

I risultati che si ottengono dall'insieme delle verifiche realizzate permettono di rilevare come le scelte di finanziamento effettuate dalle piccole e medie imprese non appaiano esattamente inquadrabili in una delle varie teorie elaborate dalla finanza aziendale.

Le stesse scelte sono infatti condizionate da peculiari vincoli aventi sia origine interna che esterna. I vincoli interni sono riconducibili alla riluttanza dell'imprenditore ad allargare la base azionaria, condividendo così il rischio dell'iniziativa economica con soggetti terzi, e alla perifericità attribuita alla funzione finanziaria rispetto ad altri aspetti della gestione aziendale.

I vincoli esterni si ricollegano invece alle condizioni di accesso al mercato dei capitali, che richiedono non solo il rispetto di stringenti obblighi informativi, ma anche il sostenimento di elevati costi fissi. Ne deriva che l'emissione e il collocamento dei titoli risulta conveniente soltanto per reperire volumi di risorse superiori ad una soglia minima dimensionale difficilmente raggiungibile dalle piccole e medie imprese.

Queste ultime, pertanto, quanto a varietà di alternative utilizzabili per la raccolta di fondi, risultano ben distanti dal prototipo aziendale tipicamente considerato nell'ambito delle teorie in precedenza citate. I principi interpretativi dalle stesse proposti, dunque, se applicati alle piccole e medie imprese richiedono delle necessarie integrazioni. L'operare delle PMI esclusivamente sui circuiti indiretti pone, ad esempio, l'esigenza di considerare i condizionamenti esercitati sulle scelte di finanziamento dalla tipologia di relazione instaurata con

56) Cfr Fama E.F., French K.R., op. cit., 2002, pag. 30.

l'intermediario e dalle caratterizzazioni morfologiche del mercato del credito.

Proprio per questo, nell'analisi empirica realizzata, l'attenzione si è soffermata non solo sulla relazione tra il leverage ed i fattori specifici aziendali, ma anche sui condizionamenti posti al comportamento finanziario da alcune caratteristiche delle aree di insediamento, vale a dire il tasso di crescita economica e la struttura del mercato bancario. Con riferimento alle relazioni tra la struttura finanziaria e le variabili rappresentative delle caratteristiche delle imprese selezionate, l'analisi sembra confermare la significativa influenza delle determinanti solitamente considerate dalle teorie tradizionali. I legami osservati risultano, inoltre, in prevalenza robusti, dal momento che prescindono dalla metodologia di investigazione utilizzata.

È questo il caso, ad esempio, dell'impatto fortemente negativo sulla combinazione tra il capitale di debito e il capitale di proprietà esercitato dal grado di profittabilità della gestione operativa e dalla disponibilità di attività finanziarie liquide. Le relazioni appena descritte sembrano così esprimere la propensione delle piccole e medie imprese verso politiche di finanziamento volte a privilegiare condizioni di autonomia e di indipendenza da soggetti esterni.

Nelle diverse elaborazioni effettuate si trova, inoltre, costante evidenza di una significativa influenza della pressione fiscale sull'entità del rapporto di indebitamento. L'intensità del legame rilevato, induce comunque a ritenere che le PMI non riconoscano a tale fattore il ruolo guida nella definizione della composizione del passivo.

Ancora, si osserva tra le imprese esaminate una maggiore capacità di accesso al debito finanziario al crescere della dimensione operativa. E questo probabilmente a motivo di un accrescimento della qualità e della quantità dell'informazione che il finanziatore può utilizzare nell'effettuare la valutazione del merito di credito della controparte contrattuale.

Più in generale, se da un lato l'analisi conferma la capacità delle differenti teorie di cogliere alcune tendenze di fondo che caratterizzano le scelte di finanziamento delle PMI, dall'altro lato, come detto, indica con chiarezza l'impossibilità di circoscrivere i comportamenti osservati entro un unico quadro interpretativo predefinito.

In altre parole, all'emergere di precise indicazioni in favore della teo-

ria dell'ordine di scelta, si associa poi un processo di convergenza, sebbene lento, del leverage verso un valore obiettivo, con ciò introducendo alcune spiegazioni appunto tipiche di quelle teorie che sostengono l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale.

Il comportamento prevalente tra le imprese del campione pare allora finalizzato a salvaguardare, per quanto possibile, l'indipendenza dell'unità produttiva dai soggetti esterni, evitando nel contempo di mantenere valori del leverage che possano ostacolare la capacità di contrarre debiti nelle fasi di forte espansione del fabbisogno finanziario. Per quanto concerne l'impatto sulla struttura finanziaria delle variabili utilizzate per descrivere il contesto territoriale di riferimento, i risultati ottenuti appaiono sensibili alla metodologia di analisi adottata. Una eccezione si ritrova proprio nell'influenza esercitata dalla conformazione strutturale del mercato provinciale del credito.

Nelle aree cioè in cui è più forte la quota di mercato degli intermediari con una operatività territorialmente circoscritta, la struttura finanziaria delle imprese si caratterizza per una minore incidenza del debito finanziario. Ad evidenza, laddove si ipotizzi che i mercati sopra indicati siano caratterizzati da un minor grado di competitività, a motivo ad esempio di barriere informative all'ingresso di intermediari di più grande dimensione, il fenomeno di cui si tratta è riconducibile alle scelte di pricing adottate dal lato dell'offerta del credito.

In definitiva, la capacità esplicativa dei modelli stimati risulta, sotto il profilo statistico, comunque contenuta, evidenziando altresì l'influenza sulle scelte di finanziamento di connotati specifici di ciascuna impresa difficilmente riconducibili a schemi interpretativi precostituiti.

Tav. n. 1 - I Principali studi empirici sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese italiane

Anno	Autori	Campione	Misura di Leverage	Determinanti	Modello	Principali risultati
1990	L. Bonato - R. Faini	Vengono utilizzati tre campioni: 1) piccole imprese (periodo 1982-1987); 2) 913 medie imprese (periodo 1982-1987); 3) 48 grandi imprese (periodo 1975-1987).	Debito finanziario a lungo termine/Fatturato; il debito viene espresso al valore di mercato.	Fattori fiscali; Capitale fisso; Variabilità utili; Cash Flow; Tasso di crescita; Indice del mercato di borsa.	Panel di tipo dinamico per le determinanti con maggiore variabilità. Le altre variabili vengono regredite sugli effetti fissi di impresa.	Piccole e medie imprese: <i>relazione positiva</i> con capitale fisso; indice del mercato azionario; aliquota fiscale effettiva (solo per le piccole imprese); <i>relazione negativa</i> con: variabilità utili. Grandi imprese: <i>relazione positiva</i> con capitale fisso; rapporto tra cash flow e tasso medio di crescita; <i>relazione negativa</i> con: tasso di crescita fatturato; cash flow. <i>Relazione negativa</i> con: scudi fiscali diversi dal debito; dimensione; redditività.
1994	F. Buttignon; F. De Leo	629 imprese non quotate per il periodo 1984-1989	1) Debiti finanziari a breve / Capitale proprio; 2) Debiti finanziari a medio/Capitale proprio.	Valore collaterale attività; scudi fiscali diversi dal debito; opportunità di sviluppo; dimensione; rischiosità; redditività.	Sistema di equazioni strutturali	<i>Relazione negativa</i> con: scudi fiscali diversi dal debito; dimensione; redditività.
1996	M.E. Bontempi R. Golinelli	Dati aggregati settoriali Centrale Bilanci per il periodo 1982-1991	Debiti finanziari a ml/ Fatturato	Autofin./Fatt.; Invest.netti/Fatturato al lordo degli ammortamenti delle imposte e degli oneri finanziari; Scudi fiscali/Fatturato; Working capital/Fatturato; Costo del capitale di debito; Imm. materiali/ attivo netto	Panel dinamico per le variabili con maggiore variabilità. Le altre variabili sono regredite sugli effetti fissi di impresa	<i>Relazione positiva</i> con: investimenti materiali e immateriali; working capital. <i>Relazione negativa</i> con: costo del capitale; autofin.; scudi fiscali diversi dal debito; redditività. <i>Tendenza a convergere verso l'ottimo.</i>
1999	D. Venanzi	Dati aggregati per il settore della trasformazione industriale Centrale Bilanci per il periodo 1982-1996	1. Debiti finanziari/ Capitale netto (Media di periodo); 2. Variazione annuale leva finanziaria.	1. Un numero elevato di indicatori viene ridotto dalla Factor analysis. I fattori esprimono: Redditività; Dimensione e sensibilità MOL, Costo esogeno, Integrazione verticale, Incidenza attivo corrente. 2. Andamento mercato azionario; divario leva e leva media, inflazione, Scudi fiscali alternativi al debito, payout, investimenti futuri.	1. Regressione sui fattori individuati dalla Factor analysis. 2. Regressione lineare multipla.	1. <i>Relazione positiva</i> con fattori: dimensione e sensibilità mol, incidenza attivo corrente su attivo fisso, crescita attuale. <i>Relazione negativa con fattori:</i> integrazione verticale, payout, settori alla tecnologia, asimmetria informativa redditività. 2. <i>Relazione negativa</i> con tutti gli indicatori considerati.

Tav. n. 1 (segue) - I Principali studi empirici sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese italiane

Anno	Autori	Campione	Misura di Leverage	Determinanti	Modello	Principali risultati
2001	M. Bigelli; S. Mengoli; S. Sandri	95 società quotate per il periodo 1992-1996	1) Debiti finanziari/ (Debiti finanziari + Capitale netto); 2) (Passività a breve + passività a medio termine)/ Totale attivo 3) Mol/Oneri finanziari; Gli indicatori vengono calcolati in termini di scostamento dal valore medio del settore.	Imposte/fatturato; Scudi fiscali alternativi al debito/Attivo netto (scudi calcolati secondo la formula proposta da Titman e Wessel, 1988); Incidenza attività tangibili; Attività correnti su passività correnti; ROE; Mol su attività totali; Crescita (Rapporto tra attivo contabile e attivo di mercato)	Panel di tipo REM	Indicatore n. 1, <i>relazione negativa</i> con scudi fiscali; Attivo corr. su passivo corr.; redditività; <i>relazione positiva</i> con il rapporto tra imposte e fatturato. Indicatore n. 2, <i>relazione negativa</i> con scudi fiscali, incidenza imm., redditività, attivo corr. su passivo corr. Indicatore n. 3, <i>relazione positiva</i> con attivo corr. su passivo corr., scudi fiscali; <i>relazione positiva</i> con imposte su fatturato
2001	M. La Rocca	Bilanci aggregati per raggruppamento settoriale e per categoria dimensionale per il periodo 1982-1998	Debiti finanziari/ (Debiti finanziari + Capitale netto)	Capienza fiscale; Benefici fiscali del debito; Redditività; Leva finanziaria; Scudi fiscali alternativi al debito; Rischiosità; Attività tangibili; Opportunità di crescita; Dimensione	Regressione lineare multipla	<i>Relazione positiva</i> con capienza fiscale; tangibilità dell'attivo, opportunità di sviluppo. <i>Relazione negativa</i> con redditività, rischiosità, e scudi fiscali.
2002	M.E. Bontempi	20.152 imprese manifatturiere per il periodo 1985-1995	Debiti finanziari /Attivo netto	Costo del debito; scudi fiscali diversi dal debito; Attività tangibili; Attività intangibili, Capitale circolante netto; Cash flow, Investimenti in attività tangibili; Investimenti in attività intangibili Variazione del capitale circolante netto Le variabili vengono rapportate all'attivo netto	Panel di tipo dinamico	<i>Relazione positiva</i> (di breve termine) con: attività tangibili; investimenti in attività tangibili; Capitale circolante netto, costo del capitale proprio. <i>Relazione negativa</i> (di breve termine) con: costo del capitale di debito; flusso di cassa libero.
2003	D. Venanzi	58 imprese capogruppo, di cui 13 quotate in borsa, per il periodo 1992-1997	Debito finanziario/ Attivo netto	Le determinanti vengono selezionate attraverso l'analisi fattoriale applicata ad indicatori delle seguenti caratteristiche aziendali: struttura proprietaria; struttura gruppo; diversificazione; internazionalizzazione; settore; rischio operativo-costi e probabilità di fallimento; redditività-flussi finanziari-fabbisogno; determinanti fiscali; valore collaterale attivo; dividendi; sviluppo; dimensione; rapporti di finanziamento; contesto esogeno.	Regressione sui fattori individuali dalla analisi fattoriale.	1) Esiste una gerarchia tra fonti di finanziamento; 2) Le imprese più diversificate e con più donne negli organi decisionali risultano meno indebitate; 3) Scarsa rilevanza variabile fiscale; 4) Rilevanza del rischio operativo.

Bibliografia

- Auerbach A.J., *Real Determinants of corporate leverage*, in *NBER Working paper series*, n. 1151, 1983.
- Benito A., *The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?*, in *Documento de Trabajo Banco de Espana*, n. 0310, 2003.
- Bigelli M., Mengoli S. e Sandri S., *I fattori determinanti la struttura finanziaria delle imprese italiane: una verifica empirica sulle società quotate*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 3, 2001, pp. 104-116; n. 4, 2001, pp. 71-93.
- Bonato L. Faini R., *Le scelte di indebitamento delle imprese italiane*, in Hamaui R. (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, vol. 1, Il Mulino, 1990.
- Bonato L., Hamaui R. e Ratti M., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, in *Politica Economica*, n. 1, 1993, pp. 49-103.
- Bond S., *Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice*, in *Cemmap Working Paper*, n. 9, 2002.
- Bontempi M.E., Golinelli R., *Le determinanti del leverage delle imprese: una applicazione empirica ai settori industriali dell'economia italiana*, in *Studi e Note di economia*, n. 2, 1996, pp. 35-66.
- Bontempi M.E., *The dynamics specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy*, in *Empirical Economics*, n. 27, 2002, pp. 1-22.
- Buttignon F., De Leo F., *I fattori determinanti la struttura finanziaria: analisi empirica nel caso italiano*, in *Finanza, Imprese e Mercati*, n. 1, 1994, pp. 3-23.
- Cesarini F., *Il rapporto banca-impresa tra relationship lending e ricorso al mercato*, in *Bancaria*, n. 12, dicembre 2003, pp. 2-8.
- Chirinko R., e Singha A., *Testing Trade-off against Pecking order models of Capital structure: A critical comment*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, n.3, 2000, pp. 412-425.
- Dissanaike G., Lambrecht B.M. e Saragga A., *Differentiating Debt Target from Non-target firms: an Empirical Study on Corporate Capital Structure*, in *Working paper Cambridge University*, 2001.
- Fama E.F., French K.R., *Testing trade-off and pecking order predictions about dividend and debt*, in *The Review of Financial Studies*, n. 1, 2002, pp. 1-33.
- Forestieri G. e Tirri V., *Rapporto Banca-Impresa struttura del mercato e politiche di prezzo*, in *Quaderni di Ricerche*, n. 31, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, 2002.
- Frank M., Goyal V.K., *Testing the pecking order theory of capital structure*, in

- Journal of Financial Economics*, Vol. 67, n. 2, 2003, pp. 217-248.
- Gaud P., Jani E., Hoesli M., Bender A., *The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data*, in *Fame Research paper*, n. 68, 2003.
- Greene W.H., *Econometric Analysis*, Prentice Hall, 2000.
- Jensen M., Meckling W., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 3, 1976, pp. 305-360.
- Harris M., Raviv A., *The theory of capital structure*, in *The Journal of Finance*, Vol. 46, n. 266, 1991, pp. 297-355.
- Heshmati A., *The dynamics of capital structure: evidence from Swedish micro and small firms*, in *Research in Banking and Finance*, Vol. 2, 2001, pp. 199-241.
- Kremp E., Stoss E. e Gerdesmeier D., *Estimation of a debt function: evidence from French and German firm panel data*, in Sauv e A., Scheuer M., (a cura di), *Corporate finance in Germany and France. A joint research project of Deutsche Bundesbank and the Banque de France*, 1999.
- La Rocca M., *La struttura finanziaria delle imprese italiane: il ruolo delle determinanti fiscali*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 3, 2001, pp. 117-136.
- Lazzari V., *La struttura finanziaria delle piccole-medie imprese in Italia*, in *Gli intermediari finanziari di fronte allo sviluppo della Corporate Finance*, in *Quaderni di Politica industriale*, Mediocredito Centrale, n. 23, 1998, pp. 17-84.
- Lemmon M.,L. e Zender F., J., *Debt capacity and tests of Capital Structure Theories*, SSRN Working paper, 2002.
- Malavasi R., *Il mercato dei capitali di rischio delle piccole e medie imprese: un'applicazione al caso della Regione Sardegna*, in *Annali della Facolt  di Economia*, Vol. XIV, Universit  degli studi di Cagliari, 1998, pp. 373-424.
- Marchini I., *Finanza aziendale e piccola impresa: alla ricerca di nuovi paradigmi*, in *Piccola Impresa/Small Business*, n. 1, 2000, pp. 3-14.
- Modigliani F. e Miller M.H., *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investments*, in *American Economic Review*, n. 48, 1958, pp. 261-298.
- Modigliani F., Miller M.H., *Corporate income taxes and the cost of capital a correction*, in *American Economic Review*, n. 53, 1963, pp. 433-443.
- Myers S.C., *The capital structure puzzle*, in *The Journal of Finance*, Vol. 39, n. 3, 1984, pp. 575-592.
- Myers S.C. e Majluf N. S., *Corporate Financing and investment decisions*

- when firms have information the investors do not have, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 1984, n.2 pp. 187-221.
- Myers S.C., *Capital Structure*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, n. 2, 2001, pp. 81-102.
- Ozkan A., *Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, n. 28, 2001, pp. 175-198.
- Pencarelli T., Dini L., *Teorie della struttura finanziaria e piccola impresa*, in *Piccola Impresa /Small Business*, n. 3, 1996, pp. 47-86.
- Rajan R., Zingales L., *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, in *The Journal of Finance*, Vol. 50, n. 5, 1995, pp. 1421-1459.
- R. Ruozi e C. Zara, *Il futuro del credito alle imprese*, come cambia il rapporto con le banche, Egea, 2003.
- Sapienza P., *Le scelte di finanziamento delle imprese italiane*, in Angeloni I., Conti V., Passacantando F. (a cura di), *Le banche e il finanziamento delle imprese*, Il Mulino, 1997, pp. 61-91.
- Shyam-Sunder L., Myers S.C., *Testing static trade-off against pecking order models of capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, n. 2, 1999, pp. 219-244.
- Sogorb-Mira e Lopez-Garcia J., *Pecking order versus trade-off: an empirical approach to the small and medium enterprise capital structure*, SSRN Working paper, 2003.
- Titman S., Wessel R., *The determinant of capital structure choice*, in *The Journal of Finance*, Vol. 43, n. 1, 1988, pp. 137-151
- Venanzi D., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: teoria, evidenza empirica e aspetti di metodo*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 4, 1997, pp. 139-165.
- Venanzi D., *La scelta della struttura finanziaria delle imprese italiane. Teoria ed evidenza empirica*, Utet, 1999.
- Venanzi D. (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane. Evidenza empirica*, Morlacchi Editore, 2003.
- Zingales L., *In search of new foundations*, in *The Journal of Finance*, Vol. 55, n. 4, 2000, pp. 1623-1653.

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

a cura di Elisabetta Boccia

Emmanuele Francesco Maria Emanuele, *Evoluzione e vicende delle fondazioni di origine bancaria*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2004

Partendo dalla ricostruzione della storia delle Casse di Risparmio, nate, come noto, nei primi decenni del 1800, come strumento destinato a sostenere lo sviluppo economico del territorio, ed a riversare successivamente sullo stesso, attraverso opere di carattere sociale, i proventi degli investimenti, il libro ne ripercorre, seppur con la dovuta sintesi, gli avvenimenti principali, descrivendo poi in modo sistematico le vicende delle Fondazioni di origine bancaria, continuazione delle Casse di Risparmio e degli istituti di credito di diritto pubblico, nate sotto questa veste nel 1990 con la legge Amato.

Il volume rappresenta il resoconto fedele e preciso con cui un protagonista diretto tratteggia l'intera dinamica delle complesse vicende normative che hanno interessato questi soggetti proprio a partire dal 1990, per arrivare ad oggi con la conclusione della difficile stagione che ha visto le Fondazioni agire nella difesa della loro natura giuridica privata e della loro autonomia statutaria e gestionale, definitivamente acclamate con le recenti sentenze della Corte Costituzionale n.300 e n.301 del 2003.

Il libro, che contiene un'ampia appendice con tutti i principali provvedimenti normativi dal 1990 in poi, sia di fonte primaria che secondaria, oltre che ad una disamina degli stessi e del contenzioso che ne è scaturito, dedica una parte significativa alla descrizione delle norme contraddittorie sulla "governance" delle Fondazioni ed a quelle sulle dismissioni delle partecipazioni bancarie da esse detenute, come elemento chiave per capire l'impostazione portata avanti dal legislatore negli anni che vanno dal 1990 ad oggi.

In prospettiva, l'Autore tratteggia da ultimo gli scenari futuri in cui intravede per le Fondazioni un ruolo centrale nella stagione dell'ammodernamento dell'economia e della società del nostro Paese. In particolare, egli ipotizza per questi soggetti la possibilità di divenire protagonisti di una filantropia adulta e concreta, fondata sul princi-

pio della sussidiarietà orizzontale accolta nella nostra Costituzione, e di poter concorrere alla crescita in termini di benessere e qualità della vita del Paese attraverso l'intervento, forte, ma discreto e rispettoso degli ambiti di operatività di tutti gli altri soggetti, in quei settori dove le carenze del *welfare* pubblico lasciano insoddisfatti bisogni primari della collettività. A questo compito deve accompagnarsi quello di introdurre nel sistema creditizio e finanziario quel rispetto per l'osservanza delle regole necessaria per il funzionamento del sistema stesso, e per rinnovarlo attraverso l'affermazione dei principi dell'etica che servono per ricondurre ogni attività al completo servizio dell'uomo.

In più, l'Autore ipotizza per le Fondazioni un ruolo centrale anche nella fase di studio e di ricerca finalizzata ad individuare nuovi e più corretti equilibri tra il mondo della produzione e quello della finanza, al fine di evitare il ripetersi di eventi così gravi come quelli che hanno interessato di recente il nostro Paese.

Nonostante l'abbondante letteratura sull'argomento, il volume rappresenta uno strumento unico ed indispensabile per tutti coloro che volessero avvicinarsi, con l'intento di approfondirle, alle tematiche che riguardano le Fondazioni ex bancarie, vicenda cardine per comprendere anche l'evoluzione del sistema creditizio nazionale

Valerio Castronovo, *Storia di una banca. La Banca Nazionale del Lavoro nell'economia italiana 1913-2003*, Einaudi, 2003, Torino.

La Banca Nazionale del Lavoro ha compiuto 90 anni di vita nel 2003. Per celebrare la ricorrenza l'Istituto ha sviluppato, nel corso degli ultimi tre anni, il progetto "Le radici del futuro" che ha promosso attraverso una pluralità di eventi, una riflessione sul domani partendo dalla storia della Banca. La realizzazione di questo volume è una delle iniziative di maggior valore nell'ambito di questo progetto: esso illustra la storia dell'economia italiana, le vicende della BNL dalla sua nascita come Banca delle Cooperative nel 1913, attraverso la banca di

Stato e più tardi del Tesoro, fino alla trasformazione in banca di mercato. Ripercorrere l'itinerario della Banca Nazionale del Lavoro nei suoi novant'anni di esistenza è come ricostruire una pagina fondamentale della storia d'Italia. "tante è così emblematiche sono le circostanze che, nella vicenda della Banca romana, risultano strettamente legate sia agli orientamenti dei governi di differenti matrici succedutisi a capo del nostro Paese dall'età liberale al fascismo, sia alle trasformazioni dello scenario economico e sociale italiano. Il volume è pubblicato nella "Biblioteca di cultura storica" Einaudi.

P.A.Valentino, M.R. Delli Quadri (a cura di), *Cultura in gioco. Le nuove frontiere di musei, didattica e industria culturale nell'era dell'interattività*, Gruppo Editore, Firenze 2004

Il nuovo Rapporto dell'Associazione Civita, il VI per l'esattezza, propone un doppio approccio alla cultura in genere, e in particolare a quella museale: da una parte, infatti, la cultura è oggi messa in gioco da una società che cambia rapidamente col cambiare del suo rapporto con la realtà. Tale rapporto, complici i nuovi mezzi di comunicazione di massa, richiede, infatti sempre più, un coinvolgimento diretto del pubblico e un costante scambio uomo-conoscenza-macchina-conoscenza, in cui l'attività umana, fisica oltre che mentale, è continuamente stimolata e sfidata, in una dialettica che chiamiamo "interattività".

Già nel titolo gli intenti del volume: letteralmente, volgere la cultura in gioco, o educare alla cultura attraverso di esso. Ma non si tratta di banalizzare, né di semplificare: Il "gioco" qui è inteso come vero e proprio impegno mentale e fisico che, se diretto in modo consapevole e costruttivo, può diventare un percorso straordinario verso l'apprendimento non tanto di specifiche nozioni, bensì delle modalità stesse dell'apprendere. In questo contesto, le nuove tecnologie offrono opportunità straordinarie, oltre a costituire uno strumento privilegiato per entrare in contatto col mondo dei giovani che ne fa un uso sempre maggiore. Questo connubio tra didattica – nuove tecnologie – intrattenimento è quello che gli americani hanno chiamato *edutainment* (*education + entertainment*).

Questo volume vuole dare conto sia delle ragioni per cui le aspettative di diffusione dei prodotti per l'*edutainment* sono state in parte disattese sia, soprattutto, delle potenzialità che l'introduzione e la diffusione di questi prodotti potrebbe avere per il rinnovamento dei processi di apprendimento e comunicazione dei valori storici, artistici, sociali dei beni culturali e per la crescita di una industria culturale, o di un suo comparto, caratterizzata da un alto contenuto di scienza e conoscenza.

A questi scopi, nella prima parte del libro, vengono presentati un insieme di saggi che danno conto di una più generale riflessione su contenuti e sui possibili usi di questi prodotti e, nelle sezioni successive, vengono illustrate le esperienze più significative, presentati alcuni dei prodotti attualmente disponibili e, avvalendosi di indagini condotte *ad hoc* sono puntualizzati gli elementi caratterizzanti l'offerta e la domanda. Le introduzioni al volume sono di Gianfranco Imperatori e di Antonio Paolucci.