

Struttura proprietaria e struttura finanziaria nei gruppi quotati italiani

Massimo Cecchi

Università di Firenze

Classificazione JEL: L220; M400; G320

1. INTRODUZIONE

Con la fine del millennio, dopo il definitivo superamento della storica contrapposizione tra capitalismo e comunismo, il dibattito economico si è progressivamente spostato verso una nuova antitesi, avente ad oggetto le diverse forme di capitalismo: quello anglosassone, ad azionariato diffuso, e quello renano, ad azionariato concentrato (Albert, 1989; 1991; 1992; 1999; 2001).

Dalle due forme derivano anche due differenti modelli di separazione tra la proprietà e il controllo:

1. Completa separazione tra capitale e controllo, che si ha nel caso di società ad azionariato diffuso, in cui la proprietà è estremamente frammentata mentre il controllo è esercitato dai manager (Berle, Means 1932; Galbraith, 1967; Marris, 1964). In questo modello, la separazione tra proprietà e controllo è massima poiché, da un lato il management non è espressione di una specifica maggioranza, dall'altro, pur non detenendo partecipazioni significative, è in grado, in qualità di organo di governo, di controllare la società.

2. Separazione tra capitale investito e capitale di controllo, che si ha nel caso in cui uno o più azionisti sono in grado di esercitare stabilmente nell'assemblea un numero di voti sufficienti per eleggere la maggioranza degli amministratori e per prendere le altre decisioni rilevanti.

In quest'ultimo caso, in una situazione in cui ad ogni azione corrisponde un voto, il modo più diretto e sicuro per ottenere la separazione è detenere oltre il 50 per cento del capitale. Ciò determina una separazione tra la proprietà della società (ascrivibile all'insieme degli azionisti) e il controllo di chi invece ha solo la maggioranza dei diritti di voto (tra gli altri, Brioschi *et al.*, 1990; Zattoni, 2006; Zattoni, Cuomo 2010). Ma proprio perché il controllo

depende dal capitale investito dalla maggioranza, è naturale che (almeno nel caso in cui il socio dominante sia un soggetto privato) il modello abbia una sorta di tendenza «genetica» a realizzare strutture finanziarie sottocapitalizzate. Infatti, il mantenimento del controllo, limita la possibilità di accrescere in modo indefinito il capitale apportato, poiché ogni aumento di capitale dovrebbe essere sottoscritto, pro-quota, dai soci di maggioranza (pena la perdita del controllo) le cui risorse sono inevitabilmente limitate.

Come noto, questo possibile disallineamento tra esigenze di crescita della società e mezzi patrimoniali dell'azionista di controllo, può essere superato attraverso:

- azioni con diritti di voto differenziati (*dual-class shares*), così da ottenere la maggioranza dei diritti di voto senza dover investire la maggioranza del capitale (tra gli altri, Grossman, Hart 1988; La Porta *et al.*, 1999);

- strutture piramidali, ovvero catene in cui la capogruppo e ogni società detengono partecipazioni non totalitarie nella sottostante controllata, così da consentire di raccogliere, in un indefinito sviluppo verticale del gruppo, capitali di soci minoritari, in modo altrettanto indefinito (tra gli altri, Almeida, Wolfenzon 2004; Shleifer, Vishny 1997; Claessens *et al.*, 2000; Lemmon, Lins 2003; Bebchuk *et al.*, 2000);

- ricorso al *leverage*, allocando l'indebitamento nelle controllate che, tendenzialmente sottocapitalizzate, conservano il rischio e risultano controllabili attraverso investimenti più limitati (tra gli altri, Bianco, Nicodano 2006; Du, Dai 2004; Shleifer, Visny 1997; Banny *et al.*, 2010).

Pur nella consapevolezza dei limiti derivanti da un'accentuata stilizzazione, come attestano innumerevoli ricerche, è senza dubbio quest'ultimo il modello di controllo che caratterizza il nostro Paese (Airoldi *et al.*, 2010; Bianchi, Bianco 2006; Bianchi *et al.*, 2001; Brioschi *et al.*, 1990; Mengoli, Sapienza 2005; Rossi, 2004; rapporto Commissione Europea-Sherman & Sterling, 2007).

Il nostro studio si pone dunque l'obiettivo di aggiornare e approfondire i caratteristici tratti del «modello italiano», attraverso una metodologia che integra le informazioni derivanti dalle principali banche dati, con l'analisi della struttura finanziaria ricavabile direttamente dai bilanci consolidati pubblicati dai gruppi quotati.

Dall'analisi effettuata, come vedremo, si avranno delle conferme. Ad esempio, rileveremo che su 207 gruppi esaminati in oltre la metà dei casi (54,11 per cento) la capogruppo quotata è controllata da un solo azionista; quota che sale al 76,33 per cento sommando la quota dei primi tre azionisti e che arriva ad oltre l'85 per cento considerando i primi dieci azionisti.

Avremo però anche modo di approfondire alcuni importanti caratteri della struttura finanziaria dei gruppi quotati. Infatti, per quanto attiene la separazione tra capitale investito e capitale controllato dalla maggioranza, verificheremo che:

– l'utilizzo delle azioni con diritti di voto differenziati è modesto: sul nostro campione solo 23 società quotate vi ricorrono con un peso ponderato sulla capitalizzazione di appena il 2,88 per cento¹;

– le strutture di gruppo non sembrano essere utilizzate al fine di raccogliere rilevanti capitali dalle minoranze: verificheremo infatti che queste, pur in presenza di situazioni molto diversificate, apportano mediamente solo il 20 per cento del capitale investito dalla maggioranza;

– il ricorso all'indebitamento risulta invece notevole: i gruppi esaminati presentano mediamente una leva sul capitale della maggioranza pari a 2,5² che, peraltro, risulta essere doppia rispetto alla medesima leva (pari cioè a 1,25) calcolata in testa alla sola holding.

Lo studio procede attraverso una focalizzazione progressiva.

Nel paragrafo seguente esamineremo le principali teorie evolutive dei modelli di separazione tra proprietà e controllo nell'ambito di un determinato «sistema paese». Il terzo paragrafo svilupperà l'analisi sulla struttura proprietaria e struttura finanziaria nei gruppi quotati italiani dove, con l'espressione «gruppo quotato», intenderemo le società quotate alla Borsa Valori di Milano che pubblicano, per l'anno 2010, un bilancio consolidato.

Il campione di 207 società, peraltro sarà formato escludendo quelle che operano in alcuni settori della «finanza» (in particolare banche e assicurazioni), la cui aggregazione, data la loro particolare struttura finanziaria, risulterebbe distorsiva rispetto al campione complessivo.

Per indagare la struttura proprietaria sovrastante il gruppo (indicata come «struttura a monte» della holding) ci siamo avvalsi delle comunicazioni effettuate alla CONSOB, ai sensi dell'art. 120 del d.lgs. n. 58/98, da parte degli azionisti che possiedono partecipazioni rilevanti (superiori al 2 per cento) al capitale sociale di holding quotate.

Il quarto paragrafo, delinea la struttura interna ai gruppi (indicata come «struttura a valle» della holding) in termini di articolazione (numero di società), mediante le informazioni ricavabili direttamente dai bilanci pubblicati e dalla banca-dati AIDA. Il quinto paragrafo, infine, illustra la struttura finanziaria del campione attraverso l'analisi e la correlazione dei principali dati economico-finanziari estratti dai bilanci consolidati. Vedremo così che pur in presenza di un'elevata varianza, il capitale apportato dalle minoranze è modesto e ben retribuito, sia per quei gruppi composti da poche società, che per quelli dove le controllate sono molte centinaia. Risulta invece essere consistente il finanziamento a titolo di debito che, come dicevamo è, in media,

¹ Nostra elaborazione su Base Dati CONSOB, su <http://www.consob.it>.

² Tale valore scende comunque solo a 2,08 se prendiamo in considerazione anche il capitale investito dalle minoranze.

pari a 2,5 volte il capitale netto investito dalla capogruppo. Tale valore peraltro si dimezza se calcolato in testa alla sola capogruppo (1,25 volte).

Il sesto paragrafo conclude il lavoro evidenziando come la struttura di gruppo, intesa come insieme di controllate incluse nell'area di consolidamento, sembri costituire una potente leva, non tanto per raccogliere capitale da minoranze sotto-remunerate, ma soprattutto per raccogliere finanziamenti esterni e limitare la possibilità che il relativo rischio si trasferisca sulle holding e i suoi azionisti.

2. PATOLOGIA E FISIOLOGIA DEL MODELLO DI SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO

Prima di procedere ulteriormente nell'analisi, appare opportuna una più specifica contestualizzazione dei risultati ottenuti dalla nostra ricerca nell'ambito dell'ampio dibattito sulla correlazione tra modelli di capitalismo (diffuso o concentrato) e caratteristiche del sistema paese che sviluppa quel modello.

La più nota correlazione deriva indubbiamente dalla teoria di Gerschenkron, secondo cui il modello di separazione deriva dal «grado di sviluppo del mercato finanziario» (Gerschenkron, 1962).

Si distinguono così paesi *first comers* in cui, per primi, si è avuto il processo di industrializzazione, dai paesi *late joiners*, ovvero i paesi industrializzati di seconda generazione che, al fine di operare un rapido recupero nei confronti degli altri, hanno finanziato il loro sviluppo attraverso l'intervento dello Stato e delle banche, piuttosto che attraverso il mercato.

Questa impostazione ben si adatta allo sviluppo socio-economico del nostro paese. Al momento della sua unità e fino alla vigilia del XX secolo, l'Italia non aveva ancora completato il processo di industrializzazione e il suo sviluppo economico presentava un forte ritardo rispetto ai principali paesi europei (Siciliano, 2001).

L'unificazione portò inizialmente a un'esplosione del fabbisogno finanziario dello Stato a causa dell'ambizioso programma piemontese di infrastrutture (legato soprattutto alla realizzazione di linee ferroviarie); in seguito, a una vera e propria «rivoluzione industriale italiana», con tassi di crescita della produzione del 5,5 per cento e degli investimenti in impianti ed attrezzature ad un tasso del 10,5 per cento.

Lo Stato era il principale attore dei listini borsistici, sia come emittente di titoli pubblici sia come garante di alcune società ferroviarie, che furono fra le prime imprese a essere quotate. Anche il sistema bancario, nonostante la sua relativa fragilità e arretratezza, ebbe un ruolo importante nel favorire il processo di industrializzazione. Le principali banche miste dell'epoca, fra cui la Banca Commerciale Italiana (COMIT) e il Credito Italiano (CREDIT), inizial-

mente controllate da azionisti tedeschi, dettero un forte impulso allo sviluppo economico del paese (Rin, Hellman 2000; Micossi, 2006).

Al contempo, fra il 1900 e il 1907, anche il numero totale di società quotate alla borsa di Milano passò da 59 a 169. Questo è stato il più consistente salto dimensionale del listino italiano di tutto il ventesimo secolo (Polsi, 1993; Pagano, 1989), ma tuttavia non paragonabile a quello avvenuto in un periodo analogo (Siciliano, 2001; 2011) in un paese *first comers* come il Regno Unito, dove il numero delle società quotate, da 60, raggiunse subito una massa critica considerevole di 600 società (Bianco, 1993).

Come noto, però tale ritardo perdura fino ai nostri giorni, tanto da distanziarci anche dagli altri paesi *late joiner* e indurre a ritenere parziale la tesi che il mancato sviluppo del mercato azionario nel nostro paese sia riconducibile al solo ritardo iniziale (Conti, Modiano 2012). Il rapporto tra valore delle azioni quotate e prodotto interno lordo (PIL) a fine 2010 era pari al 27 per cento, contro il 65 per cento della Germania, il 72 per cento dei paesi europei raccolti nel Nyse Euronext (Francia, Belgio, Olanda e Portogallo), l'82 per cento della Spagna, il 101 per cento della Scandinavia, il 117 per cento degli Stati Uniti (Nyse e Nasdaq), il 161 per cento del Regno Unito (borsa di Londra) e il 210 per cento della Svizzera. Questa limitatezza dimensionale si accompagna peraltro alla scarsa rappresentatività: escludendo banche e assicurazioni (quelle iscritte al listino coprono più della metà del rispettivo settore), le imprese industriali e commerciali quotate costituiscono il 5 per cento appena del valore aggiunto nazionale.

Un altro importante filone di ricerca è associato al cosiddetto *law and finance approach* (La Porta *et al.*, 1997; 1998; 2008). Questo, pur sottolineando il ruolo delle condizioni iniziali nello spiegare lo sviluppo dei mercati finanziari di un paese (e di conseguenza la struttura finanziaria delle imprese che in esso operano), documenta come vi sia un'elevata correlazione fra il livello di protezione che il sistema legale di un paese offre agli azionisti di minoranza e lo sviluppo del mercato azionario.

Quindi, poiché i sistemi legali derivati dal codice napoleonico (*French civil law*) garantirebbero una più debole protezione agli azionisti di minoranza e ai creditori rispetto ai paesi che hanno sistemi derivati da quello di origine britannica (*common law*), è inevitabile che nel primo caso si abbiano sistemi finanziari complessivamente meno sviluppati, ma soprattutto meno orientati al mercato.

La tesi che una debole protezione degli azionisti di minoranza offra un incentivo alla concentrazione proprietaria, appare condivisibile. A nostro avviso, risulta invece più difficile, sostenere che tra protezione degli azionisti e sviluppo dei mercati finanziari, esista sempre e comunque una sorta di relazione biunivoca, e cioè che *i*) un assetto proprietario concentrato è sintomo inevitabile di insufficiente protezione; e quindi che *ii*) un aumento adeguato del grado di protezione provoca necessariamente diffusione della proprietà.

Qualora fosse sempre vera la prima proposizione, ci si domanda come sia possibile che la proprietà diffusa si manifesti solo negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Pur trattandosi dei due sistemi finanziari più sviluppati, risulta improbabile che tutti gli altri sistemi giuridici si trovino nella retroguardia sotto il profilo della protezione degli investitori (Cheffins, 1999; Spaventa, 2001).

La seconda proposizione appare invece contraddetta dal fatto che, all'inevitabile miglioramento del livello di protezione dell'investitore nell'Europa continentale, e in Italia in particolare, non si siano poi accompagnati mutamenti di rilievo della struttura proprietaria (Spaventa, 2001).

Possiamo poi individuare in letteratura un terzo importante approccio che, ampliando le variabili prese in considerazione, pone l'attenzione sull'importanza dei fattori sociali e politici.

In tal senso Coffee (2001) rileva una sorta di circolo virtuoso tra *public company* e tutela dei diritti dei piccoli azionisti: così come la separazione fra proprietà e controllo creò in America, fra la fine dell'Ottocento e gli inizi del Novecento, un grande gruppo di pressione (dato dalla massa di piccoli azionisti dispersi), questo a sua volta sollecitò l'adozione di regole efficaci per tutelare i loro diritti dando ulteriore impulso al modello della *public company* (Coffee, 2001).

In merito alle socialdemocrazie europee, appare invece condivisibile la tesi di Roe (2000), e cioè che i valori politici di queste sono incompatibili con modelli di capitalismo manageriale tipici dei paesi anglosassoni.

Più esplicitamente, sia Pagano e Volpin (2001) che Perotti e Von Thadden (2003), collegano l'orientamento del modello adottato da un Paese alle caratteristiche del suo elettorato. Se la ricchezza dell'elettorato dipende dal suo capitale umano (*stakeholder society*), piuttosto che dalle rendite di asset finanziari (*shareholder society*), è plausibile che, al fine di ottenere un sistema più garantista sul fronte dell'occupazione e meno orientato al rischio, sia politicamente tollerabile anche un sistema di regole che consenta l'appropriazione di benefici privati da parte di un azionariato concentrato e un sistema finanziario più incentrato sul debito bancario.

Delle possibili patologie di tale sistema si occupano invece Rajan e Zingales (2003) sottolineando come un sistema finanziario troppo «relazionale» e incentrato sulle banche, possa risultare poco efficiente nella selezione dei competitors. I nuovi entranti, che dipendono in maniera critica dai capitali esterni, possono risultare svantaggiati rispetto agli *incumbents*, che invece possono contare sull'autofinanziamento e sulle relazioni «preferenziali» e consolidate con il mondo bancario.

Il mancato sviluppo del mercato azionario in Italia, come espressione di esplicite politiche pubbliche, è documentato da Aleotti (1990) e Siciliano (2001), i quali prendono in esame l'insieme dei provvedimenti punitivi nei

confronti della borsa e dei dividendi, talora con contenuti di vera e propria espropriazione. Misure draconiane di divieto di distribuire gli utili, tassazione e prelievo patrimoniale, furono adottate, ad esempio, dopo la prima guerra mondiale, a metà degli anni trenta e durante la seconda guerra mondiale. Ma anche nel dopoguerra, tra il 1962 e il 1976, il sospetto verso la borsa si è manifestato con provvedimenti mirati sulla nominatività dei titoli e la tassazione (nel 1976, ad esempio, l'aliquota dell'imposta cedolare secca venne aumentata al fino al 50 per cento).

Non rientra nell'economia di questo scritto la validazione di una supposta superiorità di un assetto proprietario diffuso rispetto ad uno concentrato, rimandando per questo all'ampia letteratura. Ci limitiamo solo a rilevare che la tesi di una necessaria convergenza dei sistemi finanziari verso il modello anglosassone debba essere oggetto di attenta ponderazione (Prodi, 1993; Barca, 1997; Becattini, 1989; Sapelli, 1993; Siciliano, 2001; Traû, 1999).

Negli anni Settanta-Ottanta, ad esempio, la vigorosa crescita di Giappone e Germania, rispetto agli Stati Uniti, metteva in luce tutte le potenzialità del modello ad azionariato concentrato, dove i manager sono sottoposti a meccanismi di controllo interni (i cosiddetti «insider system» basati sulla supervisione diretta di banche e intermediari finanziari che oltre a svolgere il ruolo di creditori e azionisti, normalmente intervengono anche nei consigli di amministrazione con propri rappresentanti). La successiva fase d'intenso sviluppo degli Stati Uniti e del Regno Unito, hanno invece portato ad enfatizzare il ruolo del modello ad azionariato diffuso dove i manager sono sottoposti a forme di controllo esterne alla società (i cosiddetti «outsider system», quali ad esempio le minacce di scalata e elevati standard di trasparenza nella comunicazione ai mercati) (Spaventa, 2001).

Non sorprenderebbe che un nuovo ciclo industriale possa provocare un nuovo ciclo della dottrina, ad esempio enfatizzando il modello di paesi emergenti *late joiner*, come la Cina, dove si ha una forte concentrazione del settore bancario e solo un gradualmente lento movimento verso un effettivo potenziamento dei mercati finanziari nazionali e ad una apertura a quelli internazionali (Allen, 2007; 2004).

Contributi più recenti (la cosiddetta *financial service view*) tendono peraltro a mostrare come entrambi i sistemi presentino sia vantaggi che svantaggi e quindi non si possa affatto affermare (Levine, 2002) che un sistema sia universalmente migliore rispetto ad un altro.

In ultima analisi, in assenza di razionalità «forte» che possa guidare nella scelta dell'uno o dell'altro modello, la discriminante appare forse più di carattere ideologico, ovvero se sia preferibile:

– un sistema di imprese ad azionariato diffuso dove i manager, orientati dai mercati finanziari, si concentrano in particolare sulla massimizzazione del valore per gli azionisti in una prospettiva di breve periodo. Un sistema la cui

efficacia dipende in larga misura dall'efficacia dei controlli esterni, dalla trasparenza e dal conseguente contenimento dei costi di agenzia (Jensen, 1986; Friend, Lang 1988);

– un sistema a proprietà concentrata dove gli azionisti di controllo, più vincolati ai poteri forti di un paese (sistema politico, sindacati, istituzioni finanziarie, ecc.), sono anche più inclini a recepire le istanze della comunità nel suo complesso. In questo caso l'efficacia del sistema, pur legandosi all'efficacia dei controlli interni, dipende anche da un più ampio sistema di controlli capace di contrastare adeguatamente la tendenza ad opacità e politiche collusive (Rajan, Zingales 2003).

Ciò premesso, nei paragrafi che seguono ci si propone di indagare la struttura proprietaria e la struttura finanziaria nei gruppi quotati italiani.

3. LA STRUTTURA SOVRASTANTE IL GRUPPO

In primo luogo abbiamo indagato la struttura proprietaria sovrastante i gruppi quotati. Con «gruppo quotato» intendiamo le società quotate alla Borsa Valori di Milano che hanno pubblicato il bilancio consolidato nel 2011 (anno di competenza 2010). Ciò premesso, si prende in esame un campione di 207 società, escludendo banche e assicurazioni le quali, se incluse, data la particolarità delle loro strutture finanziarie, distorcerebbero la significatività dei dati aggregati.

Abbiamo identificato dalla banca-dati CONSOB, il numero di azionisti rilevanti e la quota detenuta da ciascuno di essi secondo le comunicazioni fatte ai sensi dell'art. 120 del d.lgs. n. 58/98.

Il risultato è mostrato nella tabella 1.

In colonna sono riportati gli azionisti rilevanti, aggregati rispetto al raggiungimento del controllo di oltre il 50 per cento di voti nella società quotata. La prima colonna (1 > 50 per cento) indica, rispetto al campione complessivo di 207 società-capogruppo, che per 112 di queste, il primo azionista (indicato con «1») supera il 50 per cento dei diritti di voto.

Possiamo così verificare come in oltre la metà dei casi (54,11 per cento) il gruppo non sia contendibile, poiché un solo azionista, da solo, supera la maggioranza dei diritti di voto con una quota di possesso medio del 61,94 per cento. Se prendiamo in esame i restanti gruppi e identifichiamo quelli in cui la soglia del 50 per cento viene superata sommando la quota del primo a quella del secondo azionista (indicato con «2») più rilevante, aggiungiamo un ulteriore 15,46 per cento. Quindi complessivamente il 69,57 per cento delle società risultano caratterizzate da un azionariato a monte composto al più da due soggetti che assieme, mediamente, posseggono il 58,15 per cento.

TAB. 1. *Struttura di controllo delle holding quotate. Possesso a monte*

	(1) > 50%	(1 + 2) > 50%	(1 + ... + 3) > 50%	(1 + ... + 4) > 50%	(1 + ... + 5) > 50%	(1 + ... + 6) > 50%	(1 + ... + 7) > 50%	(1 + ... + 8) > 50%	(1 + ... + 9) > 50%	(1 + ... + 10) > 50%	Σ az. ril. < 50%	Non indicato
Soc. con (1 + n) azionista > 50%	54,11	15,46	6,76	2,42	1,93	1,45	0,97	0,97	0,48	0,48	12,08	2,90
Progressivo (%)	54,11	69,57	76,33	78,74	80,68	82,13	83,09	84,06	84,54	85,02	97,10	100,00
Quota media possesso (%)	61,94	58,15	54,68	53,41	53,65	52,42	51,84	51,58	50,02	52,22	35,71	0,00
Gruppi esaminati 207	112	32	14	5	4	3	2	2	1	1	25	6

TAB. 2. *Alcuni gruppi Σ az. ril. < 50%*

Numero CCIAA	Nome	1° az.	2° az.	3° az.	4° az.	5° az.	6° az.	Totale
TO0000118	Fiat Spa	30,06	3,23	2,83	2,64	2,01		40,76
RM0007031	Finmeccanica Spa	32,45	4,98	2,24	2,05	2,01		43,72
MI0001055	Pirelli & C Spa	25,57	4,96	4,77	4,52	3,95	2,00	45,77
MI0589396	Prelios Spa	14,81	3,12	2,77	2,70	2,61		26,01
MI1524326	Rcs Mediagroup	14,21	13,03	8,70				35,93
MI1580695	Telecom Italia Spa	22,45	4,99	2,89	2,07			32,40

Se, ancora, prendiamo in esame i restanti gruppi e identifichiamo quelli in cui, sommando la quota del primo, del secondo e del terzo azionista (indicato con «3») più rilevanti si supera il 50 per cento, aggiungiamo un ulteriore 6,76 per cento. Quindi complessivamente il 76,33 per cento delle società risultano caratterizzate da un azionariato a monte composto al più da tre soggetti che assieme, mediamente, posseggono il 54,68 per cento.

Procedendo in questo modo, possiamo verificare che i diritti di voto di oltre l'85 per cento dei gruppi quotati risultano concentrati al più nei primi dieci azionisti con una quota di possesso medio del 52,22 per cento.

Solo il 12,08 per cento dei gruppi esaminati hanno una struttura proprietaria sovrastante dove, neppure sommando le quote detenute dai primi dieci azionisti (Σ az. ril. < 50 per cento), si arriva ad una quota di possesso che supera il 50 per cento dei diritti di voto.

Questo tuttavia non esclude che, pur in assenza di un controllo di diritto, la dispersione dei diritti di voto non possa consentire un «controllo di fatto».

A titolo esemplificativo, la tabella 2 che segue riporta alcuni gruppi dove, sommando l'insieme delle comunicazioni CONSOB degli azionisti rilevanti al settembre 2012, non si arriva alla maggioranza assoluta.

4. LA STRUTTURA INTERNA AL GRUPPO

Per procedere ulteriormente nell'indagine e verificare la struttura finanziaria interna ai gruppi del campione, ci siamo avvalsi delle informazioni riportate nella banca-dati AIDA sulle società quotate al 2012 e dei relativi bilanci consolidati pubblicati nel 2011.

Al fine di ottenere la certezza del controllo e una maggiore oggettività e comparabilità dei dati, abbiamo selezionato esclusivamente quelle sottoposte ad un «controllo di diritto», ovvero con percentuali superiori al 50 per cento.

I risultati sono riportati nella tabella che segue (tab. 3).

Come possiamo osservare, sui 207 gruppi, ad esempio, 20 (cioè il 9,66 per cento), hanno tra una e cinque controllate. La distribuzione assume ca-

TAB. 3. *Numero di controllate*

	controllate > 50%	
1-5	20	9,66%
6-10	31	14,98%
11-25	67	32,37%
26-50	49	23,67%
51-100	22	10,63%
101-500	16	7,73%
501-1000	2	0,97%
> 1000	0	0,00%
Totale	207	100,00%

ratteristiche normali, con l'apice raggiunto dai gruppi con 11-25 controllate (67 società – pari al 32,37).

Rispetto ai 207 gruppi esaminati, come visto, il 54,11 per cento è controllato da un solo azionista, con una percentuale media di possesso del 61,94 per cento. Se tale situazione si correla alla numerosità delle imprese del gruppo, organizzate nelle predette classi, possiamo osservare che anche qui vi è una distribuzione pressoché normale (tab. 4, colonna (1) > 50 per cento).

Infatti, il picco massimo, in termini di numerosità dell'intero campione, è stato registrato sempre nella classe dei gruppi con 11-25 controllate (pari a 38 gruppi) per poi degradare progressivamente, sia nelle classi con gruppi meno numerosi, sia più numerosi. Tale andamento lo si riscontra anche nelle altre colonne, per poi disperdersi nei gruppi in cui l'aggregazione degli azionisti rilevanti non risulta arrivare alla maggioranza assoluta.

5. LA STRUTTURA FINANZIARIA DEL GRUPPO

Il passo successivo della nostra analisi comporta l'esame integrato dei dati dei bilanci consolidati dei gruppi del campione.

L'aggregazione dei dati di differenti gruppi e la loro elaborazione ha però implicato una ulteriore restrizione del campione al fine di garantire maggiore significatività al confronto. Abbiamo infatti dovuto escludere quei gruppi che presentavano valori negativi rispetto al capitale investito dalle maggioranze e/o minoranze³.

³ Il senso di tale scelta può essere chiarito con un esempio: qualora un gruppo avesse debiti per 10 e netto per 100 avremmo una leva del 10 per cento; se un altro avesse debiti per 10 e netto (deficit) -100 avrebbe però poco significato sostenere che avremmo una leva di -10 per cento. L'aggregazione dei dati poi, inficerebbe il significato complessivo. Inoltre, riteniamo che comunque, il limitato numero di esclusioni (solo 18), a fronte del concreto rischio di distorsioni sull'insieme dei dati, avvalorino l'opportunità dell'esclusione.

TAB. 4. *Distribuzione dei gruppi. Possesso a monte*

	(1) > 50%	(1+2) > 50%	(1+...+3) > 50%	(1+...+4) > 50%	(1+...+5) > 50%	(1+...+6) > 50%	(1+...+7) > 50%	(1+...+8) > 50%	(1+...+9) > 50%	(1+...+10) > 50%	Σ az. ril. < 50%	Non indicato
Soc. con (1+n) azionista > di (%)	54,11	15,46	6,76	2,42	1,93	1,45	0,97	0,97	0,48	0,48	12,08	2,90
Progressivo (%)	54,11	69,57	76,33	78,74	80,68	82,13	83,09	84,06	84,54	85,02	97,10	100,00
Quota media possesso (%)	61,94	58,15	54,68	53,41	53,65	52,42	51,84	51,58	50,02	52,22	35,71	0,00
Contrite > 50%												
1-5	20	5	4	1	-	1	-	-	-	-	4	4
6-10	31	15	2	4	-	-	-	-	1	-	6	2
11-25	67	38	15	5	2	-	1	1	-	-	2	-
26-50	49	29	6	3	2	2	1	-	-	1	5	-
51-100	22	17	3	-	-	-	-	1	-	-	1	-
101-500	16	7	2	1	-	-	-	-	-	-	6	-
501-1000	2	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-
>1000	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale	207	112	32	14	4	3	2	2	1	1	25	6

Degli iniziali 207 gruppi ne abbiamo quindi selezionati 189 e esclusi 18 (tab. 5).

Possiamo osservare come la riduzione del campione, quantitativamente modesta, sia anche sufficientemente uniforme rispetto al campione iniziale. A tal proposito la figura 1 confronta la distribuzione del campione dei gruppi rispetto a quella dei gruppi con bilancio consolidato esaminato.

5.1. I rapporti con le minoranze

Passando ad esaminare le informazioni finanziarie ricavabili dai bilanci, il primo riscontro operato è quello del rapporto esistente tra capitale investito e posseduto dalla maggioranza del gruppo (E_M) e capitale invece investito dalle minoranze e controllato dalla maggioranza (E_m).

La domanda di ricerca che ci poniamo è se sia validata la tesi che la struttura di gruppo venga impiegata dalla maggioranza per amplificare le risorse controllate, ben oltre la soglia del 50 per cento meno un voto, utilizzando la leva sul capitale.

In termini matematici, una quota di possesso superiore al 50 per cento in una società detenuta attraverso partecipazioni, nell'ipotesi che non vi siano rilevanti differenze tra la quota di netto acquistata e il prezzo pagato per detta quota, configurerebbe una leva tra netto controllato e netto investito appena inferiore a 2.

In altri termini (fig. 2, ipotesi 1), se una società «A» con capitale di 50,001 (E_M) investisse tali risorse per controllare una società «B» con un capitale di 100 (supponiamo si acquisiscano in tal modo il 50 per cento+1 dei diritti di voto), alle minoranze di «B» resterebbe un capitale di 49,999 (E_m) «posseduto», ma non «controllato».

Complessivamente il capitale di rischio apportato nel gruppo «A+B» dalle due società è allora 100 ($E_G = E_M + E_m$) e il rapporto tra netto controllato dalla maggioranza e capitale investito da questa (cioè, E_G/E_M ⁴) sarà appunto pari ad un valore approssimativo inferiore a 2.

Ma se invece interponessimo tra la società «A» e la società «B» una società intermedia «H» (ipotesi 2), a questo punto per «A» sarebbe sufficiente controllare al 50 per cento la società intermedia, investendo poco più di 25 (E_M), e la nostra leva salirebbe così ad un valore approssimativo di 4. Le minoranze apporterebbero quindi, approssimativamente 75 (E_m) contro 25 investito dalla controllante (E_M). Ma essendo queste divise in due società, rispettivamente con un investimento approssimativo di 25 (minoranze di H, cioè E_{mH}) e 50 (minoranze di B, cioè E_{mB}), risultano comunque dominate dalla capogruppo.

⁴ E quindi $E_G/E_M = 1 + E_m/E_M$.

TAB. 5. *Distribuzione dei bilanci esaminati. Possesso a monte*

	(1) > 50%	(1 + 2) > 50%	(1 + ... + 3) > 50%	(1 + ... + 4) > 50%	(1 + ... + 5) > 50%	(1 + ... + 6) > 50%	(1 + ... + 7) > 50%	(1 + ... + 8) > 50%	(1 + ... + 9) > 50%	(1 + ... + 10) > 50%	Σ az. ril. < 50%	Non indicato
Soc. con (1+n) az. > di (%)	50,88	14,16	6,19	2,21	1,77	1,33	0,88	0,88	0,44	0,44	11,95	8,85
Progressivo (%)	50,88	65,04	71,24	73,45	75,22	76,55	77,43	78,32	78,76	79,20	91,15	100,00
Quota media possesso (%)	61,71	58,15	54,68	53,41	53,65	52,42	51,84	51,58	50,02	52,22	35,98	0,00
Contr.te > 50%												
1-5	15	4	2	-	-	1	-	-	-	-	3	4
6-10	26	14	3	1	-	-	-	-	1	-	3	2
11-25	62	36	4	2	2	-	1	1	-	-	2	-
26-50	46	27	5	-	2	2	1	-	-	1	5	-
51-100	22	17	3	-	-	-	-	1	-	-	1	-
101-500	16	7	2	-	-	-	-	-	-	-	6	-
501-1000	2	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-
> 1000	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale	189	106	28	3	4	3	2	2	1	1	21	6

FIG. 1. Distribuzione del campione di bilanci esaminati

Ipotesi 1

Società A			
Investimenti		Finanziamenti	
Partecip. in B	50,001	E_M	50,001
Totale	50,001	Totale	50,001

Società B			
Investimenti		Finanziamenti	
Attività operative	100	E_M	50,001
		E_m	49,999
Totale	100	Totale	100

Consolidato gruppo (A+B)			
Investimenti		Finanziamenti	
Attività operative	100	E_M	50,001
		E_m	49,999
Totale	100	Totale	100

Ipotesi 2

Società A			
Investimenti		Finanziamenti	
Partecip. in H	25,0006	E_M	25,0006
Totale	25,0006	Totale	25,0006

Società H			
Investimenti		Finanziamenti	
Partecip. in B	50,001	E_M	25,0006
		E_{mH}	25,0004
Totale	50,001	Totale	50,001

Procedendo con la stessa logica è possibile verificare come siano sufficienti due soli livelli intermedi (H_1 e H_2) per arrivare ad una leva di 8 e come, in generale, la leva cresca in progressione geometrica all'aumentare dei livelli intermedi che separano la società A dalla società B.

Ciò premesso, come possiamo osservare nella tabella 6, in Italia la media dei rapporti, tra capitale delle minoranze (E_m) e capitale della maggioranza (E_M), ponderata sulla base del valore assoluto del capitale investito dalla maggioranza ($\Sigma E_m / \Sigma E_M$) risulta estremamente modesta, pari a 0,20.

In altri termini, su un netto complessivo investito nel gruppo di 1,20 ($E_G = E_M + E_m$), mentre la maggioranza in media apporta 1 (E_M), le minoranze in media apportano solo 0,20 (E_m).

Altro dato significativo è poi la varianza rilevata all'interno del campione (0,29), la quale indica che vi è attorno al dato medio una forte disomogeneità e, quindi, la presenza di molteplici tipologie di strutture finanziarie. Esistono cioè, strutture dove il ricorso al capitale di minoranza per finanziare il gruppo appare rilevante. A fronte di queste vi sono però altrettanti gruppi che non ricorrono al mercato azionario e identificano fundamentalmente il loro «capitale di rischio» nel capitale investito dai soci della capogruppo.

Ciò che se ne deduce allora, è che non sembra possibile identificare una «struttura tipica del modello italiano». Ma al contempo sembra anche possi-

FIG. 2. Esempio di struttura piramidale

Ipotesi 1

Società A			
Investimenti		Finanziamenti	
Partecip. in B	50,001	E_M	50,001
Totale	50,001	Totale	50,001

Società B			
Investimenti		Finanziamenti	
Attività operative	100	E_M	50,001
		E_m	49,999
Totale	100	Totale	100

Consolidato gruppo (A+B)			
Investimenti		Finanziamenti	
Attività operative	100	E_M	50,001
		E_m	49,999
Totale	100	Totale	100

Ipotesi 2

Società A			
Investimenti		Finanziamenti	
Partecip. in H	25,0006	E_M	25,0006
Totale	25,0006	Totale	25,0006

Società H			
Investimenti		Finanziamenti	
Partecip. in B	50,001	E_M	25,0006
		E_{mH}	25,0004
Totale	50,001	Totale	50,001

Società B			
Investimenti		Finanziamenti	
Attività operative	100	E_M	25,0006
		E_{mH}	25,0004
		E_{mB}	49,9990
Totale	100	Totale	100

Consolidato gruppo (A+H+B)			
Investimenti		Finanziamenti	
attività operative	100	E_M	25,0006
		E_m	74,9994
Totale	100	Totale	100

bile escludere che vi sia quel «modello italiano» spesso citato, caratterizzato da esigue maggioranze che dominano ampie e divise minoranze.

Peraltro, muovendosi verticalmente lungo la catena societaria interna all'area di consolidamento (possesso a valle), non sembra che vi sia alcuna correlazione tra il numero di società del gruppo e la leva sul capitale.

Neppure muovendosi orizzontalmente, lungo la struttura proprietaria che controlla il gruppo (possesso a monte), appaiono evidenti correlazioni tra il numero di azionisti rilevanti, che potenzialmente sono necessari per esercitare la dominanza, e la leva sul capitale.

Abbiamo poi confrontato la remunerazione delle minoranze (ROE_m) rilevata come rapporto tra gli utili attribuiti alle minoranze e il capitale da queste investito con la remunerazione della maggioranza (ROE_M) letta come rapporto tra gli utili della capogruppo e il netto da questa investito.

Tab. 6. Capitale minoranze/capitale capogruppo (E_{nr}/E_M). Possesso a monte

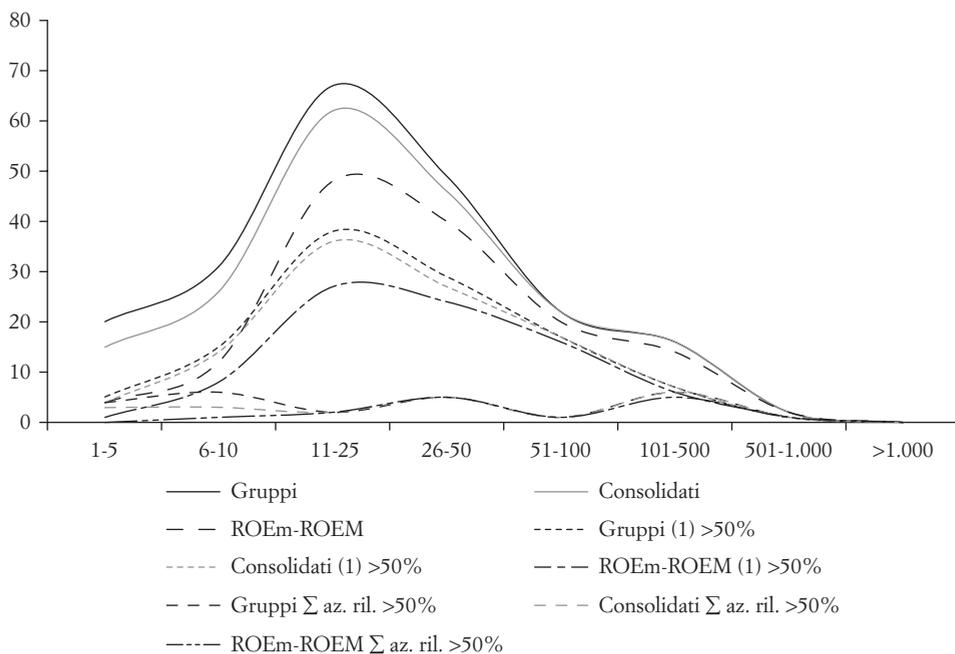
	(1) > 50%	(1 + 2) > 50%	(1 +...3) > 50%	(1 +...4) > 50%	(1 +...5) > 50%	(1 +...6) > 50%	(1 +...7) > 50%	(1 +...8) > 50%	(1 +...9 > 50%	(1 +...10) > 50%	Σ az. ril. < 50%	Non indicato
Soc. con (1 + n) azionista > di (%)	50,88	14,16	6,19	2,21	1,77	1,33	0,88	0,88	0,44	0,44	11,95	8,85
Progressivo (%)	50,88	65,04	71,24	73,45	75,22	76,55	77,43	78,32	78,76	79,20	91,15	100,00
Quota media possesso (%)	61,71	58,15	54,68	53,41	53,65	52,42	51,84	51,58	50,02	52,22	35,98	0,00
Contrade > 50%												
	Totale											
1-5	Media 1,27	0,00	0,00	-	-	0,00	-	-	-	-	0,00	0,01
	dev. st. 0,62	0,02	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,03
6-10	Media 0,01	0,01	0,00	0,00	-	-	-	-	0,01	-	0,01	0,00
	dev. st. 0,22	0,03	-	-	-	-	-	-	-	-	0,12	0,01
11-25	Media 0,32	0,35	0,02	0,13	0,14	-	0,04	0,00	-	-	0,41	-
	dev. st. 0,16	0,18	0,01	0,60	0,04	-	-	-	-	-	0,26	-
26-50	Media 0,11	0,08	0,11	-	0,30	0,25	-	-	-	0,00	0,02	-
	dev. st. 0,18	0,14	0,05	-	0,22	0,53	-	-	-	-	0,29	-
51-100	Media 0,13	0,11	0,28	-	-	-	-	0,08	-	-	0,06	-
	dev. st. 0,30	0,34	0,22	-	-	-	-	-	-	-	-	-
101-500	Media 0,16	0,24	1,03	-	-	-	-	-	-	-	0,10	-
	dev. st. 0,38	0,16	1,07	-	-	-	-	-	-	-	0,04	-
501-1.000	Media 0,09	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	dev. st. 1,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
> 1000	Media 0,20	0,42	0,04	0,04	0,30	0,24	0,00	0,08	0,01	-	0,18	0,00
	dev. st. 0,29	0,31	0,07	0,49	0,13	0,46	0,03	0,06	-	-	0,16	0,02
Bilanci esaminati	189	106	12	3	4	3	2	2	1	1	21	6

Possesso a valle

TAB. 7. Confronto $ROE_M - ROE_{M_t}$ - Possesso a monte

	(1)	(1 + 2)	(1 + ... + 3)	(1 + ... + 4)	(1 + ... + 5)	(1 + ... + 6)	(1 + ... + 7)	(1 + ... + 8)	(1 + ... + 9)	(1 + ... + 10)	Σ az. ril.	Non indicato
	> 50%	> 50%	> 50%	> 50%	> 50%	> 50%	> 50%	> 50%	> 50%	> 50%	< 50%	
Soc. con (1 + n) azionista > dt (%)	50,88	14,16	6,19	2,21	1,77	1,33	0,88	0,88	0,44	0,44	11,95	8,85
Progressivo (%)	50,88	65,04	71,24	73,45	75,22	76,55	77,43	78,32	78,76	79,20	91,15	100,00
Quota media possesso	61,71	58,15	54,68	53,41	53,65	52,42	51,84	51,58	50,02	52,22	35,98	0,00
Contribute > 50%												
1-5		1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
	ROEm > ROEM	3										1
	ROEm < ROEM	1										1
6-10		-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
	ROEm > ROEM	9										1
	ROEm < ROEM	3							1			-
11-25		1	1	1	2	-	1	-	-	-	1	-
	ROEm > ROEM	31										-
	ROEm < ROEM	17										-
26-50		5	2	1	-	-	1	-	-	-	1	-
	ROEm > ROEM	25										-
	ROEm < ROEM	15									4	-
51-100		8	3	1	1	1	-	-	-	-	1	-
	ROEm > ROEM	17										-
	ROEm < ROEM	3									1	-
101-500		1	-	-	-	-	-	-	-	-	3	-
	ROEm > ROEM	10										-
	ROEm < ROEM	4									2	-
501-1.000		2	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-
	ROEm > ROEM	4										-
	ROEm < ROEM	2									1	-
> 1.000		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	ROEm > ROEM	-										-
	ROEm < ROEM	-										-
Totale		62	13	4	1	2	1	1	1	-	10	2
	ROEm > ROEM	97										1
	ROEm < ROEM	43									5	1
Totale Gruppi (%)	140	83	23	5	2	3	2	1	2	1	15	3
ROEm < ROEM	31	25	43	20	50	33	50	0	50	100	33	33

FIG. 3. Distribuzione del campione rispetto al confronto ROE_m-ROE_M



Per operare un confronto significativo aggregando i dati, abbiamo ritenuto preferibile escludere quei gruppi che attribuivano perdite alle minoranze e/o maggioranze (tab. 7). Il campione si è quindi ristretto a 140 gruppi, con una riduzione a nostro avviso sufficientemente uniforme nelle varie categorie di possesso a monte e a valle individuate (fig. 3).

Il confronto è stato di tipo binario. Abbiamo cioè individuato e distinto i gruppi dove $ROE_m > ROE_M$ da quelli dove $ROE_m < ROE_M$.

L'obiettivo è quello di testare la tesi di sistematica espropriazione, ai danni delle minoranze nell'ambito delle società appartenenti all'area di consolidamento.

Come possiamo osservare, su 140 gruppi 97, ovvero il 69 per cento, attribuiscono alle minoranze un ROE_m superiore al ROE_M della maggioranza. Solo per il 31 per cento si ha un rendimento assegnato alle minoranze minore di quello assegnato alla maggioranza. Il dato sembra quindi contraddire l'ipotesi di una sistematica sotto-remunerazione delle minoranze.

5.2. L'indebitamento

L'analisi precedente, come detto, porta a nostro avviso ad escludere che in Italia vi sia un utilizzo dei gruppi finalizzato ad una sistematica strategia di

raccolta di risorse finanziarie da vaste e frazionate minoranze, i cui interessi vengono poi, oltretutto, lesi da politiche di *tunneling* e sotto-remunerazioni, che avvantaggiano la maggioranza.

Resta tuttavia da chiarire la funzione che tali strutture, così diffuse nel nostro paese, svolgono in favore degli interessi dei proprietari. Per far ciò dobbiamo iniziare ad indagare le altre fonti di finanziamento del gruppo, ovvero il suo indebitamento.

Riproponiamo quindi il medesimo modello di analisi confrontando (tab. 8), per i 189 gruppi del campione, il rapporto esistente tra i finanziamenti esterni (D_G) e il capitale investito dalla maggioranza (E_M). Risulta subito evidente che in questo caso la leva è molto più alta. Pur in presenza di enormi deviazioni standard (la quale conferma la presenza, nelle strutture finanziarie, di equilibri molto diversificati), questa in media arriva a 2,50. In altri termini, per ogni euro investito dalla maggioranza, il gruppo raccoglie 2,50 euro a titolo di indebitamento (a fronte di una leva sul capitale delle minoranze che, come visto, è pari a solo 0,20). E tale risultato risulta omogeneo sia al cambiare della struttura interna al gruppo, sia al cambiare della struttura proprietaria.

La tabella 9 sintetizza la struttura finanziaria rilevata per il campione esaminato rispetto al dato medio ponderato complessivo. Riporta in primo luogo le leve sul capitale della capogruppo, ovvero, rispetto all'insieme delle risorse investite nel gruppo (« TA_G », «total assets»), come queste risultano mediamente finanziate (capitale della maggioranza, della minoranza, indebitamento). TA_G corrisponde quindi alla somma tra:

- la leva che il capitale investito dalla maggioranza (E_M) ha rispetto a se stesso (quindi «1»);
- la leva che il capitale investito dalla minoranza (E_m) ha rispetto al capitale investito dalla maggioranza (come visto 0,20);
- la leva che il capitale apportato dai creditori (D_G) ha rispetto al capitale investito dalla maggioranza (come visto 2,50).

Se quindi poniamo pari a 100 l'insieme degli investimenti (TA_G), mediamente la maggioranza (E_M/TA_G) apporta il 27,03 per cento; la minoranza (E_m/TA_G) il 5,04 per cento e i creditori (D_G/TA_G) il 67, 57 per cento.

Questi valori medi, pur nella loro sintesi, pongono a nostro avviso in luce una possibile spiegazione all'impiego dei gruppi nel nostro Paese:

- da un lato, infatti, il basso ricorso alla leva azionaria e l'alta remunerazione delle minoranze indicano che le strutture di gruppo non vengono utilizzate per ottenere capitali da ampie minoranze sotto-remunerate;
- dall'altro, la rilevante leva finanziaria suggerisce che il gruppo venga invece impiegato per costruire architetture più efficienti, sotto il profilo della gestione dell'indebitamento e del relativo rischio, rispetto a quello che si avrebbe nel caso di soggetti giuridici unici.

TAB. 8. *Indebitamento gruppo/netto capogruppo (d_g/e_m). Possesso a monte*

	(1) > 50%	(1 + 2) > 50%	(1 + ... + 3) > 50%	(1 + ... + 4) > 50%	(1 + ... + 5) > 50%	(1 + ... + 6) > 50%	(1 + ... + 7) > 50%	(1 + ... + 8) > 50%	(1 + ... + 9) > 50%	(1 + ... + 10) > 50%	Σ az. ril. < 50%	Non indicato
Soc. con (1+n) azionista > di (%)	50,88	14,16	6,19	2,21	1,77	1,33	0,88	0,88	0,44	0,44	11,95	8,85
Progressivo (%)	50,88	65,04	71,24	73,45	75,22	76,55	77,43	78,32	78,76	79,20	91,15	100,00
Quota media possesso (%)	61,71	58,15	54,68	53,41	53,65	52,42	51,84	51,58	50,02	52,22	35,98	0,00
Contrite > 50%												
1-5	6,93	1,64	0,83	-	-	1,75	-	-	-	-	0,71	2,06
Media	84,81	0,70	-	-	-	-	-	-	-	-	0,36	1,87
dev. st.	2,50	2,31	2,09	2,49	-	-	-	-	2,97	-	3,02	1,55
6-10	3,08	0,38	0,25	-	-	-	-	-	-	-	0,97	0,31
Media	2,71	2,71	1,50	3,27	2,38	-	0,47	1,33	-	-	3,09	-
dev. st.	38,00	16,00	6,00	4,00	4,00	2,00	2,00	2,00	-	-	4,00	-
26-50	2,34	1,52	2,67	-	1,54	1,85	0,91	-	-	0,05	2,47	-
Media	3,06	2,77	1,46	-	1,52	0,92	-	-	-	-	7,51	-
dev. st.	1,70	1,50	2,05	-	-	-	-	2,51	-	-	3,92	-
Media	3,06	2,77	1,46	-	1,52	0,92	-	-	-	-	7,51	-
dev. st.	2,79	2,07	2,68	-	-	-	-	-	-	-	2,92	-
101-500	1,51	1,96	0,26	-	-	-	-	-	-	-	1,48	-
Media	1,49	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,49	-
dev. st.	6,34	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
dev. st.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
> 1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale	2,46	3,43	2,40	2,88	1,58	1,85	0,86	2,47	2,97	0,05	2,46	1,70
Media	31,99	6,12	1,45	7,76	1,54	0,67	0,31	0,83	-	-	4,05	1,55
dev. st.	189	28	12	3	4	3	2	2	1	1	21	6
Bilanci esaminati												

Possessoravalle

TAB. 9. *Struttura finanziaria media del campione*

Leve sul capitale della capogruppo		Investimenti		Finanziamenti	
E_M/E_M	1,00			E_M/TA_G	27,03
E_m/E_M	0,20	TA_G/TA_G	100,00	E_m/TA_G	5,40
D_G/E_M	2,50			D_G/TA_G	67,57
TA_G/E_M	3,70	TA_G/TA_G	100,00	$(E_M + E_m + D_G)/TA_G$	100,00

Tale ipotesi appare peraltro coerente con il sistema finanziario che, come visto caratterizza il nostro Paese, con azionariati scarsamente diffusi, una borsa valori poco sviluppata ed una bassa propensione al rischio degli investitori.

Il mercato delle risorse finanziarie è quasi esclusivamente costituito da banche ed altre istituzioni finanziarie. La struttura di gruppo sembra così consentire una migliore gestione della struttura finanziaria. La riprova, a nostro avviso, è leggibile dall'analisi del coefficiente di indebitamento delle holding riportato in tabella 10.

Come possiamo osservare, qui il dato medio scende considerevolmente dimezzandosi. Indicando infatti con D_M i debiti risultanti dal bilancio della controllante, di cui, quindi, questa è giuridicamente garante e responsabile, e sempre con E_M il «capitale di rischio» relativo a detto debito⁵, il coefficiente di indebitamento (D_M/E_M) risulta pari a 1,25 contro il valore di 2,08 ottenuto dal rapporto D_G/E_G (ovvero dell'intero indebitamento del gruppo all'intero capitale di rischio del gruppo (E_M+E_m)).

Evidentemente, quindi, all'interno della struttura di gruppo l'indebitamento si colloca in misura maggiore nei livelli inferiori di controllo rispetto alla holding quotata.

6. CONCLUSIONI

Lo studio, muovendo dall'analisi della struttura finanziaria «a monte» e «a valle» delle holding quotate e correlando dette strutture con le principali informazioni desumibili dai bilanci è così arrivato delineare un quadro dell'impiego della struttura di gruppo nel nostro Paese.

La tabella 11 riassume e confronta le principali evidenze.

Possiamo così osservare che mentre il coefficiente di indebitamento a livello di gruppo è pari a 2,50, a livello di sola holding risulta invece pari solo

⁵ Ponendo quindi quale ipotesi semplificatrice che il netto di spettanza della capogruppo nel bilancio consolidato sia uguale al netto della capogruppo risultante dal bilancio separato (cioè, $E_M = E_{\text{Holding}}$).

TAB. 10. *Indebitamento gruppo/netto capogruppo (D_{gr}/E_{gr}). Possesso a monte*

	(1) > 50%	(1 + 2) > 50%	(1 + ... + 3) > 50%	(1 + ... + 4) > 50%	(1 + ... + 5) > 50%	(1 + ... + 6) > 50%	(1 + ... + 7) > 50%	(1 + ... + 8) > 50%	(1 + ... + 9) > 50%	(1 + ... + 10) > 50%	Σ az. ril. < 50%	Non indicato
Soc. con (1 + n) azionista > di (%)	50,88	14,16	6,19	2,21	1,77	1,33	0,88	0,88	0,44	0,44	11,95	8,85
Progressivo (%)	50,88	65,04	71,24	73,45	75,22	76,55	77,43	78,32	78,76	79,20	91,15	100,00
Quota media possesto (%)	61,71	58,15	54,68	53,41	53,65	52,42	51,84	51,58	50,02	52,22	35,98	0,00
Contributo > 50%												
1-5	0,33	1,19	-	17,80	-	1,11	-	-	-	-	0,34	0,64
6-10	1,29	1,20	0,83	1,78	-	-	-	-	0,16	-	2,96	1,19
11-25	1,07	1,68	0,15	1,49	2,02	-	0,57	1,00	-	-	1,19	-
26-50	0,82	1,70	1,42	-	1,01	1,25	0,46	-	-	0,08	2,40	-
51-100	0,89	1,43	-	-	-	-	-	-	-	-	2,30	-
101-500	1,67	0,79	4,42	-	-	-	-	1,91	-	-	1,41	-
501-1.000	0,37	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,14	-
> 1.000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Totale	0,98	1,51	1,58	1,78	1,05	1,24	0,47	1,88	0,16	0,08	1,32	0,66

TAB. 11. *Confronto tra la struttura finanziaria dei gruppi e delle holding*

Gruppo	Holding		Differenza		
E_M/E_M	1,00	E_M/E_M	1,00	E_M/E_M	0
E_m/E_M	0,20			E_m/E_M	0,20
D_G/E_M	2,50	D_M/E_M	1,25	D_G/E_M	1,25
TA_G/E_M	3,70	TA_M/E_M	2,25	TA_G/E_M	1,45

a 1,25. Ridotto è il peso delle minoranze (pari a 0,20) nell'apporto di mezzi finanziari e nell'aumentare la solidità media dei gruppi.

Ponendo che il netto consolidato di spettanza della capogruppo sia un'approssimazione del netto della capogruppo risultante dal bilancio separato (cioè, $E_M \equiv E_{\text{Holding}}$), ciò che colpisce è l'effetto della leva finanziaria sulla leva azionaria. Infatti, nel passaggio alla struttura di gruppo, una leva sul capitale delle minoranze di appena 0,2 (cioè il 20 per cento) porta ad un incremento delle risorse di terzi di 1,25 con una leva di (cioè $1,25/0,2$) di 6,25.

In altri termini, mediamente ogni euro apportato dalla minoranza è amplificato da 6,25 euro di finanziamenti.

Riferimenti bibliografici

- Airoldi G., Minichilli A., Zattoni A., Zona F. (2010), *Gli assetti istituzionali delle imprese: risultati e prospettive di ricerca*, in Airoldi G., Brunetti G., Corbetta G., Invernizzi G. (a cura di), *Economia Aziendale & Management: Scritti in onore di Vittorio Coda*, Milano, Università Bocconi Editore.
- Albert M. (1989), *Capitalismo contro capitalismo*, Bologna, Il Mulino.
- Albert M. (1991), *L'economia dopo la fine della storia*, in «il Mulino», 1, pp. 14-20.
- Albert M. (1992), *Nel confronto fra economia vince il modello renano*, in «il Mulino», 1, pp. 18-30.
- Albert M. (1999), *Il capitalismo europeo nel quadro della mondializzazione: convergenze e differenze*, in «Europa Europe», pp. 69-81.
- Albert M. (2001), *Capitalismo contro capitalismo: Dieci anni dopo*, in «il Mulino», 3, pp. 383-395.
- Aleotti A. (1990), *Borsa e industria. 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, Milano, Edizioni Comunità.
- Allen F., Chui M.K., Maddaloni A. (2004), *Financial Systems in Europe, the USA, and Asia*, in «Oxford Review of Economic Policy», 20, 4, pp. 490-508.
- Allen F., Quian J., Quian M. (2007), *China's Financial System: Past, Present and Future*, Wharton Financial Institute Center, Working Paper, 05-17.
- Almeida H., Wolfenzon D. (2004), *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, in «Journal of Finance», 61, 6, pp. 2637-2681.
- Barca F. (a cura di) (1997), *Storia del capitalismo italiano*, Roma, Donzelli.
- Bebchuk L.A., Kraakman R., Triantis G.G. (2000), *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity – The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights in Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press.

- Becattini G. (1989), *Distretti industriali e made in Italy: le basi socioculturali del nostro sviluppo economico*, Milano, Egea.
- Berle A., Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Transaction Publishers.
- Bianchi M., Bianco M. (2006), *Italian corporate governance in the last 15 years. From pyramids to coalitions?*, ECGI Finance Working Papers, 144.
- Bianchi M., Bianco M., Enriques L. (2001), *Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy*, in Barca F., Becht M. (a cura di), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press.
- Bianco M. (1993), *Il controllo nella public company*, in «Temi di Discussione della Banca d'Italia», n. 195.
- Bianco M., Nicodano G. (2006), *Pyramidal Groups and Debt*, in «European Economic Review», 50, 4, pp. 937-961.
- Brioschi F., Buzzacchi L., Colombo M.G. (1990), *Gruppi di imprese e mercato finanziario: La struttura di potere nell'industria italiana*, Roma, La nuova Italia Scientifica.
- Cheffins B.R. (1999), *Current Trends in Corporate Governance: Going from London to Milan via Toronto*, in «Duke Journal of Comparative and International Law», 10, 1, pp. 5-42.
- Claessens S., Djankov S., Lang L.H.P. (2000), *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation*, in «Journal of Financial Economics», 58, 1, pp. 81-112.
- Coffee J.C. (2001), *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*, in «Yale Law Journal», 111, 1, pp. 1-82.
- Conti G., Modiano P. (2012), *Problemi dei paesi a sviluppo tardivo in Europa: riflessioni sul caso italiano*, in «l'industria», 2, pp. 221-236.
- Du J., Dai Y. (2004), *Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asia*, Chinese University of Hong Kong, Working Paper, 13.
- Friend I., Lang L. (1988), *An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*, in «Journal of Finance», 43, 1, pp. 271-281.
- Galbraith J.K. (1967), *New Industrial State*, Boston, Houghton Mifflin.
- Gerschenkron A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, Harvard University Press.
- Grossman S.J., Hart O.D. (1988), *One Share-One Vote and the Market For Corporate Control*, in «Journal of Financial Economics», 20, 1, pp. 175-202.
- Jensen M.C. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in «American Economic Review», 76, 2, pp. 323-329.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. (1999), *Corporate Ownership around the World*, in «Journal of Finance», 54, 2, pp. 471-517.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. (2008), *The Economic Consequences of Legal Origins*, in «Journal of Economic Literature», 46, 2, pp. 285-332.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1997), *The Legal Determinants of External Finance*, in «Journal of Finance», 52, 3, pp. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1998), *Law and Finance*, in «Journal of Political Economy», 106, 6, pp. 1113-1155.
- Lemmon M., Lins K. (2003), *Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis*, in «Journal of Finance», 58, 4, pp. 1445-1468.
- Levine R. (2002), *Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?*, in «Journal of Financial Intermediation», 11, 4, pp. 398-428.
- Marris R. (1964), *The Economic Theory of «Managerial» Capitalism*, New York, Free Press of Glencoe.

- Mengoli S., Sapienza E. (2005), *L'evoluzione degli assetti proprietari delle società quotate italiane*, in «Finanza Marketing e Produzione», 2.
- Micossi S. (2006), *L'impresa tra dirigismo e mercato*, in «Rivista di politica Economica», luglio-agosto, pp. 13-48.
- Pagano M., Volpin P. (2001), *The Political Economy of Finance*, in «Oxford Review of Economic Policy», 17, 4, pp. 502-519.
- Pagano M. (1989), *Trading Volume and Asset Liquidity*, in «Quarterly Journal of Economics», 104, 2, pp. 255-274.
- Perotti E.C., von Thadden E. (2003), *The Political Economy of Bank and Equity Dominance*, CEPR Discussion Paper, 14.
- Polsi A. (1993), *Alle origini del capitalismo italiano. Stato, banche e banchieri dopo l'Unità*, Torino, Einaudi.
- Prodi R. (1991), *C'è un posto per l'Italia tra i due capitalismi*, in «Il Mulino», 1, pp. 21-33.
- Rajan R.G., Zingales L. (2003), *The Great Reversal: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, in «Journal of Financial Economics», 69, 1, pp. 5-50.
- Rin M., Hellmann T. (2000), *Banks as Catalysts for Industrialization*, Financial Markets Group, London School of Economics, Discussion paper, 343.
- Roe M.J. (2000), *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, in «Stanford Law Review», 52, 3, pp. 539-605.
- Sapelli G. (1993), *Sul capitalismo italiano*, Milano, Feltrinelli.
- Shleifer A., Vishny R. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, «Journal of Finance», 52, 2, pp. 737-783.
- Siciliano G. (2001), *Cento anni di borsa in Italia*, Bologna, Il Mulino.
- Spaventa L. (2001), *Governo societario e assetti proprietari. Nota su un teorema non dimostrato*, intervento tenuto al XVI Convegno di studio. Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa sociale-Courmayeur, 28 settembre.
- Traù F. (1999), *La «questione dimensionale» nell'industria italiana*, Bologna, Il Mulino.
- Zattoni A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, Egea.
- Zattoni A., Cuomo F. (2010), *Le determinanti e le implicazioni dei meccanismi volti a separare i diritti di voto dai diritti ai flussi di cassa: un'analisi empirica in 5 paesi europei*, in Fortuna F., *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*, Bologna, Il Mulino.