

**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane.  
Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?**

di Silvia Giacomelli e Sandro Trento



**Numero 550 - Giugno 2005**

*La serie “Temi di discussione” intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all’interno della Banca d’Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l’Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.*

*I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell’Istituto.*

*Questo lavoro è stato realizzato nell’ambito del progetto di ricerca su “Concorrenza ed efficienza delle imprese italiane negli anni novanta” condotto presso il Servizio Studi della Banca d’Italia.*

*Comitato di redazione: GIORGIO GOBBI, MARCELLO BOFONDI, MICHELE CAIVANO, ANDREA LAMORGESE, FRANCESCO PATERNÒ, MARCELLO PERICOLI, ALESSANDRO SECCHI, FABRIZIO VENDITTI, STEFANIA ZOTTERI.  
Segreteria: ROBERTO MARANO, CRISTIANA RAMPAZZI.*

# **PROPRIETÀ, CONTROLLO E TRASFERIMENTI NELLE IMPRESE ITALIANE. COSA È CAMBIATO NEL DECENNIO 1993-2003?**

di Silvia Giacomelli\* e Sandro Trento\*\*

## **Sommario**

Il lavoro analizza i risultati di due indagini svolte dalla Banca d'Italia nel 2003 rispettivamente su circa 1.900 e 500 imprese italiane, ricalcando analoghe ricerche compiute nel 1993 sugli assetti proprietari, sul controllo e sui trasferimenti nelle imprese non quotate. Obiettivo della ricerca è quello di valutare il grado e la direzione di evoluzione dei modelli di controllo dell'industria nel nostro Paese. Il quadro che emerge è di una forte concentrazione della proprietà, misurata con vari indicatori, e del prevalere di forme di controllo diretto da parte di persone fisiche e mediante legami familiari. Assai scarso è il grado di separazione tra proprietà e controllo. Limitato è il coinvolgimento degli intermediari nella proprietà e nel controllo delle aziende analizzate. Il gruppo societario si conferma come un modello di vasto impiego, soprattutto al crescere delle dimensioni aziendali e per lo più cela anch'esso forme di controllo familiare. In aumento è la presenza di soggetti esteri nella proprietà e nel controllo delle imprese italiane. Nel complesso, l'immagine fornita dalle indagini in questione relativamente agli assetti proprietari e di controllo è quella di uno scarso cambiamento rispetto al decennio precedente. Per quanto concerne i trasferimenti, il mercato della proprietà delle imprese non sembra aver subito cambiamenti significativi tra il 1993 e il 2003 e conserva la sua natura personalistica, incentrata sui contatti diretti. Gli intermediari finanziari non hanno un ruolo significativo nelle transazioni che riguardano il controllo delle imprese che per lo più sono seguite dai legali e dai commercialisti legati alle aziende. Un numero significativo di imprese dovrà affrontare nei prossimi anni un passaggio generazionale. I problemi della successione sembrano essere all'attenzione degli stessi imprenditori.

Classificazione JEL : G32

Parole chiave: struttura proprietaria, modelli di controllo, trasferimenti del controllo

## **Abstract**

This paper analyzes the results of two surveys conducted by the Bank of Italy in 2003, respectively among 1,900 and 500 Italian firms, on ownership structures, control and control transfers of non-listed firms, building upon similar surveys carried on in 1993. The aim of the research is to assess the degree and the directions of changes in control patterns of industrial firms in Italy. The data show that ownership concentration, as measured by various indicators, is high and that direct family control of firms is prevalent. Separation between ownership and control is limited. Financial institutions (including private equity) rarely own capital stakes or play a role in controlling non-financial firms. Ownership of a firm by another firm is widespread, especially for bigger firms; ultimate owners are usually families. Foreign ownership and control of Italian firms is growing. Overall, relatively small changes in the patterns of ownership and control have occurred over the decade (1993-2003). The market for corporate control has not developed significantly; it remains based on personal contacts. Financial institutions do not play a relevant role in it; transactions are usually mediated by legal and accounting professionals. Many firms will deal with generational transfers of control in the near future.

---

\* Banca d'Italia, Ufficio Diritto dell'economia

\*\* Banca d'Italia, Servizio Concorrenza, normativa e affari generali

## Indice

1. Le motivazioni della ricerca.....	9
2. Le indagini sugli assetti proprietari .....	13
3. Proprietà e controllo .....	16
3.1 Gli assetti proprietari.....	16
3.2 Le modalità di esercizio del controllo.....	21
3.3 Sintesi.....	26
3.4 La quantificazione delle imprese familiari.....	27
4. Trasferimenti del controllo .....	30
4.1 Cambiamenti nel controllo delle imprese.....	30
4.2 I trasferimenti sostanziali .....	31
4.3 I trasferimenti extra-familiari .....	33
4.4 I trasferimenti all'interno della famiglia – Successione.....	34
4.5 Sintesi.....	36
5. Cambiamento e continuità nei modelli proprietari.....	37
Tavole e figure .....	44
Riferimenti bibliografici.....	82

## 1. Le motivazioni della ricerca<sup>1</sup>

È all'inizio degli anni novanta che, in vari Paesi e per ragioni diverse, si è posto all'attenzione degli studiosi e dei *policy makers* il tema della rilevanza dei meccanismi di allocazione della proprietà e del controllo delle imprese.

Negli stessi anni, la letteratura economica sul tema si è arricchita di contributi importanti (Hart, 1989; Hart e Moore, 1990) che hanno favorito lo sviluppo del dibattito anche sotto il profilo teorico sottolineando l'importanza degli assetti di controllo delle imprese sia in termini di efficienza statica (assicurare che l'impresa sia governata dal soggetto in grado di garantire i risultati migliori) sia in chiave dinamica (garantire che l'impresa possa raccogliere le risorse necessarie per crescere in maniera ottimale).

In Italia, in particolare, l'attenzione per l'analisi della *corporate governance* delle aziende era ricollegabile anche alle rilevanti difficoltà competitive e di sviluppo che il sistema imprenditoriale<sup>2</sup> italiano sembrava sperimentare alla fine degli anni ottanta (Barca e Visco, 1993). All'inizio degli anni novanta, si registravano gravissimi dissesti finanziari di rilevanti gruppi industriali pubblici e privati<sup>3</sup>. Una serie di indizi lasciava credere che molte delle ragioni di queste difficoltà potessero essere rintracciate nelle modalità di allocazione della proprietà e del controllo. Tra questi venivano indicati: il problema della crescita dimensionale, la limitata mobilità del controllo delle grandi imprese dovuta sia alla particolare struttura proprietaria di quelle private sia alla diffusione di quelle pubbliche, la scarsa presenza di investitori esteri nel capitale delle imprese italiane, le ridotte dimensioni del mercato borsistico, il ruolo delle banche, l'inefficienza delle regole per la gestione delle crisi d'impresa (Barca, 1994).

Sulla spinta di queste motivazioni la Banca d'Italia realizzò nel biennio 1992-94 una ricerca dal titolo *Assetti della proprietà e mercato delle imprese in Italia*. Lo studio si proponeva di

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse non impegnano in maniera alcuna l'Istituto di appartenenza. L'avvio e il completamento di questa ricerca hanno richiesto la partecipazione attiva di numerosi ricercatori della Banca d'Italia ai quali va il nostro ringraziamento. M. Bianco ha contribuito in maniera determinante alla definizione della ricerca; E. Romagnano ha preso parte alla stesura dei questionari, all'individuazione dei campioni da intervistare e al processo di raccolta dei dati. La procedura elettronica per l'elaborazione statistica della grande mole di dati è stata seguita con competenza e grande pazienza da A. Mendolia. La somministrazione dei questionari alle centinaia di imprese coinvolte è stata resa possibile grazie all'aiuto di numerosi colleghi di quasi tutte le Filiali dell'Istituto. Il testo beneficia dei commenti ricevuti, su una precedente versione, da parte di M. Bianco, L. Cannari, S. Cappiello, F. Coltorti, G. Marano, A.M. Paccès, F. Panunzi e i partecipanti ai seminari tenuti presso l'Università di Siena e l'Università di Trento e due anonimi *referees*.

<sup>2</sup> Il gruppo Fiat, ad esempio, incontrava in quegli anni difficoltà crescenti e si confrontava con innovazioni tecnico-organizzative quali la "produzione snella" di difficile adozione negli stabilimenti italiani (Bianco e Trento, 1992).

<sup>3</sup> Ad esempio, il gruppo EFIM e il gruppo Ferruzzi.

documentare, con l'ausilio di indagini quantitative, le caratteristiche degli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane, di analizzare le istituzioni che li governavano, e di individuare possibili linee di riforma<sup>4</sup>.

Da quelle indagini quantitative erano emerse le seguenti peculiarità degli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane: una proprietà estremamente concentrata e *non anonima*, la prevalenza del modello di controllo familiare, la rilevante diffusione della forma organizzativa del gruppo, il ruolo marginale nel mercato delle imprese di intermediari specializzati. Questi elementi comuni alle piccole, medie e alle grandi imprese assumevano modulazioni e caratteri diversi a seconda delle dimensioni delle stesse.

A distanza di dieci anni, le difficoltà competitive dell'industria italiana risultano aggravate (Ciocca, 2003): tra il 1995 e il 2003, la quota italiana sul commercio mondiale calcolata a prezzi e cambi costanti è scesa dal 4,5 al 3,3 per cento, a fronte di un incremento delle quote di Germania e Francia. La produttività del lavoro del settore privato nell'ultimo decennio è cresciuta soltanto dell'1,7 per cento l'anno contro tassi del 4,3 per la Francia, del 3,2 per la Germania e del 2,8 per il Regno Unito. Il nostro sistema produttivo sconta una minore capacità innovativa sia in termini di investimenti in ricerca e sviluppo, rimasti stabili sull'1 per cento del PIL da circa dieci anni, sia in termini di attività brevettuale, assai più modesta di quella dei principali paesi avanzati. Lo stesso processo di frammentazione dimensionale dell'industria italiana è proseguito negli anni novanta: la dimensione media d'impresa pari a 4,5 addetti nel 1991 è scesa a 3,9 nel 2001. Le piccole e le medie imprese italiane non sembrano riuscire ad accrescere le proprie dimensioni in maniera significativa per una molteplicità di fattori, tra i quali anche quelli legati alla struttura di governo societario (Onida, 2004). Varie grandi imprese attraversano una fase di difficoltà industriale e finanziaria legata a ritardi organizzativi e a scelte strategiche forse inadeguate. Come dieci anni fa, si scoprono situazioni di dissesto finanziario che riguardano importanti gruppi industriali.

D'altro canto, gli anni novanta sono stati un decennio di intenso mutamento istituzionale per l'Italia, soprattutto in conseguenza della spinta derivante dal processo di integrazione europea. A prima vista, pochi sono stati gli ambiti normativi e di governo del sistema che non siano stati investiti da una qualche forma di onda riformatrice.

---

<sup>4</sup> I risultati della prima parte della ricerca, dedicata alla definizione dello schema interpretativo teorico e all'analisi istituzionale comparata, sono stati pubblicati in Banca d'Italia (1994), mentre la seconda parte che raccoglie i risultati delle indagini empiriche è stata pubblicata nei volumi *Assetti proprietari e mercato delle imprese* (Barca, Bianchi, Brioschi *et al.*, 1994; Barca, Bianco, Cannari *et al.*, 1994).

Nell'ultimo decennio, ad esempio, è stato realizzato un programma di privatizzazioni che per dimensioni ha pochi confronti in Europa: tra il 1993 e il 2002 sono stati venduti in media pacchetti azionari pari a circa l'1,5 per cento del PIL annuo. La regolamentazione dei mercati dei prodotti e del lavoro ha subito trasformazioni rilevanti. Nel 1990 è stata istituita l'Autorità garante della concorrenza e del mercato e, nel corso del decennio, sono state rimosse molte barriere regolamentari alla concorrenza in vari settori: dal commercio ai servizi di pubblica utilità, ai trasporti. Con ondate successive sono stati ridisegnati molti istituti del diritto del lavoro accrescendo in tal modo in misura considerevole la flessibilità del mercato, soprattutto in materia di assunzioni e di forme contrattuali d'impiego.

Ma è soprattutto nei settori bancario e finanziario che si sono registrati i mutamenti più significativi<sup>5</sup>. Il settore bancario è stato oggetto sia di una profonda revisione della disciplina che, avviata nel corso degli anni ottanta è culminata con l'adozione nel 1993 del Testo Unico Bancario, sia di un articolato processo di riorganizzazione e di privatizzazione dei principali gruppi bancari. In conseguenza di tali processi le banche, che erano sottoposte a rigidi vincoli di operatività ed erano nella quasi totalità di proprietà pubblica, sono state trasformate in *imprese* a tutti gli effetti ed è stata loro riconosciuta libertà organizzativa e operativa (nell'erogazione del credito e nell'esercizio di attività finanziarie non riservate per legge ad altri intermediari). La partecipazione diretta degli intermediari nella proprietà delle imprese non finanziarie prima vietata è stata resa possibile entro limiti prefissati.

Nel decennio, i mercati finanziari hanno sperimentato una crescente integrazione internazionale e un vasto processo di cambiamento nella tipologia degli intermediari e degli strumenti offerti. Parallelamente, la disciplina della finanza (mercati, intermediari ed emittenti di titoli) è stata profondamente riscritta - ad essa è stato dato carattere unitario con il Testo Unico della Finanza nel 1998 - lungo le linee che caratterizzano i sistemi più avanzati. Le regole di governo delle società quotate sono state significativamente riviste introducendo più efficaci forme di tutela delle minoranze, obblighi di informazione e di trasparenza maggiormente vicini agli *standard* internazionali, meccanismi che facilitano la partecipazione delle minoranze in assemblea. È stata delineata una nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto con l'obiettivo di coniugare l'efficienza del mercato del controllo e la protezione delle minoranze azionarie.

L'economia italiana sembra quindi aver ridotto i vincoli alla concorrenza e le rigidità nell'impiego dei fattori. Questi ultimi elementi, in generale, avrebbero potuto accrescere le

---

<sup>5</sup> Per un'ampia illustrazione si veda Ciocca, 2000.

occasioni di vaglio da parte dei mercati sul sistema produttivo e indirettamente aumentare gli stimoli alle imprese per l'adozione di modelli di governo più efficienti.

Tra i mutamenti istituzionali e di “contesto” intervenuti in questi anni, quelli che hanno interessato la finanza assumono particolare rilievo ai fini della nostra ricerca in quanto, più di altri, potenzialmente in grado di incidere sugli assetti proprietari e di governo delle imprese. Infatti, poiché tali assetti riflettono in senso lato le modalità di finanziamento delle imprese, è plausibile ipotizzare che le accresciute possibilità di raccogliere capitale, in particolare nella forma di capitale proprio, conseguenti alla modernizzazione e allo sviluppo dei mercati finanziari, possano aver determinato dei cambiamenti nelle strutture proprietarie.

I principali interventi realizzati, in particolare l'introduzione del Testo Unico della Finanza, hanno avuto come obiettivo lo sviluppo del mercato azionario. In questo senso, essi potrebbero aver inciso direttamente sugli assetti proprietari e sul funzionamento del mercato del controllo delle società quotate.

Per quanto riguarda le società non quotate, che costituiscono l'oggetto del presente lavoro, effetti diretti sugli assetti proprietari avrebbero potuto derivare dalle norme volte a favorire lo sviluppo degli intermediari specializzati nel finanziamento mediante partecipazioni nelle società non quotate (*private equity, venture capital*). Ulteriori potenziali effetti sarebbero potuti scaturire dalle accresciute opportunità di partecipazione delle banche al capitale delle imprese consentite dalla nuova legge bancaria. Infine, lo stesso sviluppo della borsa, rendendo maggiormente conveniente la quotazione, avrebbe potuto indurre le imprese non quotate a compiere dei passi in questa direzione (ad esempio, “aprendo” la compagine sociale all'ingresso di nuovi soci).

Un ulteriore fattore che avrebbe potuto incidere direttamente sugli assetti proprietari è costituito dal processo di dismissione della proprietà pubblica nei settori industriale e bancario, i cui effetti avrebbero però dovuto riguardare quasi esclusivamente le grandi imprese.

Nel complesso, quindi, nella fase di impostazione e di avvio di questa ricerca le attese circa le discontinuità nei modelli di controllo delle imprese italiane (non quotate) non erano quelle di una trasformazione radicale quanto quelle di cambiamenti più limitati.

La verifica del grado effettivo di mutamento delle caratteristiche della struttura proprietaria delle imprese è ancora più importante alla luce della deludente *performance* dell'industria italiana in questo ultimo decennio.



Con riferimento a questo obiettivo, le indagini, i cui risultati sono commentati in questo lavoro, forniscono una radiografia aggiornata ed estesa degli assetti di controllo del sistema delle imprese italiane, ricalcando le ricerche simili effettuate dalla Banca d'Italia nel periodo 1992-94. Come già evidenziato, il *focus* della ricerca è sulle imprese non quotate. Ciò costituisce, a nostro avviso, uno degli aspetti di maggiore interesse del lavoro. Infatti, a fronte di una vasta letteratura empirica sulle strutture di governo delle società quotate<sup>6</sup>, che sfrutta la grande mole di dati pubblicamente disponibili per queste società a livello internazionale, rari sono gli studi che esaminano le cosiddette società “chiuse”. D'altro canto, in tutti i Paesi le società quotate rappresentano da un punto di vista numerico una assoluta minoranza. Le società quotate in Italia sono circa 290 a fronte di un universo di oltre 4.000.000 di imprese (di cui 532.000 società di capitali) censite dall'Istat nell'ultimo Censimento del 2001.

Il presente lavoro è così articolato: nel paragrafo 2 sono descritte le indagini, nel paragrafo 3 sono illustrati la struttura proprietaria e i modelli di controllo delle imprese intervistate, il paragrafo 4 è dedicato ai trasferimenti del controllo; le conclusioni sono contenute nel paragrafo 5. Le tavole con i risultati delle indagini sono riportate nell'appendice.

## **2. Le indagini sugli assetti proprietari**

La nuova indagine, come la precedente, si articola su due diversi questionari entrambi distribuiti e raccolti mediante le Filiali della Banca.

Il primo dei questionari utilizzati è inserito nella “Indagine sugli investimenti delle imprese industriali” (Invind) svolta annualmente dalla Banca d'Italia dall'inizio degli anni settanta con lo scopo principale di raccogliere informazioni sulle decisioni di investimento delle imprese<sup>7</sup>.

Le informazioni prese in considerazione in questo lavoro sono contenute innanzitutto nella sezione del questionario “Informazioni generali” nella quale sono stati inseriti, a partire dal 1993,

---

<sup>6</sup> Confronti internazionali relativamente recenti sulle strutture proprietarie e di governo delle società quotate si trovano in Barca e Becht (2001), Faccio e Lang (2002) e La Porta *et al.* (1999).

<sup>7</sup> L'indagine è condotta sulla base di un campione rappresentativo di imprese con più di 50 addetti operanti nei settori dell'“industria in senso stretto”. Il campione è costruito in base a una stratificazione per dimensioni e area geografica. Negli anni la gamma degli aspetti dell'attività di impresa sui quali vengono raccolte informazioni è stata progressivamente ampliata (investimenti, occupazione, fatturato) e tale strumento viene utilizzato anche per la raccolta di informazioni *una tantum* su aspetti ritenuti di interesse (es. crediti commerciali, utilizzo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione). Dal 2001 sono state incluse nel campione imprese della classe dimensionale 20-49 addetti, ma per esse non sono rilevate le informazioni relative agli assetti proprietari.

alcuni quesiti relativi alla struttura proprietaria, all'esercizio e al trasferimento del controllo. L'indagine sul 2002<sup>8</sup>, i cui risultati sono qui utilizzati, è stata condotta su un campione rappresentativo di 1.855 imprese<sup>9</sup>. Inoltre, la stessa indagine contiene una sezione monografica rivolta alle sole imprese controllate direttamente da una persona fisica con lo scopo di raccogliere informazioni relative ad alcuni aspetti dell'avvicendamento generazionale alla guida dell'impresa. Il sotto-insieme così selezionato è costituito da 722 imprese<sup>10</sup> [cfr. tavv. 1, 2, 3 e 4 per la descrizione del campione]. Il secondo questionario utilizzato, denominato Esetra2<sup>11</sup>, è stato appositamente predisposto per la realizzazione di questa ricerca e costituisce una versione ridotta del questionario utilizzato nel 1993 nella prima indagine sugli assetti proprietari (Esetra1)<sup>12</sup>. Rispetto al questionario Invind esso consente di raccogliere una maggiore quantità di informazioni con un grado di dettaglio superiore. Il limite principale dell'indagine Esetra2, presente già nell'analoga indagine condotta nel 1993, è rappresentato dal fatto che il campione di imprese non è stato selezionato seguendo rigorosi criteri di campionamento.

La selezione delle imprese partecipanti alla rilevazione è stata effettuata in collaborazione con alcune associazioni imprenditoriali ed è stata determinata da vari fattori.

Un primo fattore è costituito dalle finalità dell'indagine. In particolare, tra gli obiettivi vi era quello di estendere la rilevazione dei fenomeni di nostro interesse alle imprese di minori dimensioni<sup>13</sup>. Un secondo obiettivo era quello di approfondire la conoscenza delle problematiche connesse alla successione generazionale. Entrambi questi aspetti possono aver determinato una maggiore probabilità di inclusione nel campione delle imprese a carattere "familiare"<sup>14</sup>.

Un ulteriore fattore determinante nella scelta delle imprese è stato rappresentato dalle caratteristiche del questionario: esso risulta articolato, complesso e con molte informazioni di natura riservata. L'individuazione delle imprese da contattare ha dovuto tenere conto della disponibilità o meno da parte delle aziende intervistate al rilascio di questo genere di dati.

---

<sup>8</sup> Il questionario Invind è stato somministrato tra gennaio e aprile 2003.

<sup>9</sup> Il campione include anche una piccola percentuale di società quotate (2,6 per cento).

<sup>10</sup> Ovviamente, tale campione non è più rappresentativo dell'universo di riferimento.

<sup>11</sup> Il nome Esetra è l'abbreviazione di Esercizio-trasferimento del controllo.

<sup>12</sup> Il questionario è stato somministrato alle imprese tra gennaio e maggio 2003.

<sup>13</sup> In particolare, di quelle con meno di 50 addetti che, come abbiamo visto, costituisce la soglia di rilevazione di Invind per quanto riguarda gli assetti proprietari.

<sup>14</sup> Si tratta di imprese familiari definite in senso lato e non necessariamente riconducibili al modello descritto nel paragrafo 3.2.

Infine, un peso rilevante ha avuto l'obiettivo di poter confrontare i risultati della nuova indagine con quella condotta nel 1993. Nella selezione del campione si è avuta cura, quindi, di non discostarsi troppo dalle caratteristiche del campione Esetra1, soprattutto per quanto riguarda la distribuzione dimensionale.

Il campione selezionato è costituito da 468 imprese, che data la delicatezza dei temi oggetto dell'indagine, può ritenersi un numero assai elevato. Per la gran parte si tratta di aziende con un numero di addetti compreso tra 20 e 500 (85 per cento del campione) operanti prevalentemente nel settore manifatturiero e distribuite su tutto il territorio nazionale [cfr. tavv. 5, 6 e 7 per la descrizione del campione].

Rispetto al 1993, il numero di imprese che hanno partecipato alla rilevazione Esetra2 è sensibilmente aumentato (erano state 289 nel 1993). La distribuzione dimensionale è simile, sebbene il campione del 2003 presenti frequenze più elevate nelle code. Maggiori differenze si riscontrano rispetto ai settori di attività economica e alla distribuzione geografica. Sotto il primo profilo, mentre l'indagine del 1993 era limitata a imprese del settore manifatturiero, quella del 2003, pur essendo indirizzata prevalentemente a tale settore (87 per cento del campione), è allargata agli altri settori dell'industria e ai servizi. Sotto il profilo della distribuzione geografica, l'indagine Esetra2 ha interessato imprese localizzate su tutto il territorio nazionale, mentre quella precedente era limitata a imprese di cinque regioni<sup>15</sup>.

È importante sottolineare che, da un punto vista dimensionale, le imprese intervistate rappresentano rispetto all'universo dell'industria italiana la media e grande impresa. Ciò risulta evidente dal confronto dei campioni utilizzati con i dati del censimento. La dimensione media delle imprese del campione Invind è pari a 432 addetti (mediana 145), quella del campione Esetra è di 162 addetti (mediana 73) [cfr. tavv. 1 e 5], mentre secondo il censimento intermedio dell'industria (1996) la dimensione media è pari a 3,9 addetti e quasi il 90 per cento delle imprese hanno meno di 10 addetti.

Le imprese che hanno costituito l'oggetto della presente ricerca erano quasi tutte società non quotate, per lo più spa e srl appartenenti all'industria.

Per stabilire quanto siano rilevanti le imprese non quotate nel nostro sistema produttivo va tenuto conto innanzitutto che le società per azioni quotate in Italia erano nel 2001 complessivamente 287 per un totale di 450.000 addetti pari a circa il 3 per cento dell'occupazione

---

<sup>15</sup> Lombardia, Emilia-Romagna, Toscana, Puglia e Sicilia.

dell'industria e dei servizi; il numero di dipendenti è in questo caso quello relativo alle sole società capogruppo effettivamente quotate. L'archivio Consob-Banca d'Italia dei gruppi quotati, aggiornato recentemente, fornisce indicazioni sui gruppi che orbitano attorno alla Borsa valori, in questo caso si ha una stima dei dipendenti di ciascun gruppo al cui interno c'è almeno una società quotata, quindi si ha una stima più plausibile del peso delle società quotate. Da quest'archivio si ricava che nel 2001 il totale dei gruppi "legati" alla Borsa occupava circa 787.000 addetti, pari al 5 per cento del totale dell'occupazione dell'industria e dei servizi.

Secondo il Censimento dell'Istat in Italia si contavano a ottobre del 2001, circa 4.049.000 imprese, quasi 2.400.000 delle quali costituite da imprese individuali. Soffermandosi sulla sola industria manifatturiera e considerando le varie forme giuridiche, nel 2001, nell'industria italiana erano circa 116.000 le imprese organizzate come spa o srl, pari al 21 per cento del totale, con un peso in termini di addetti del 66,7 per cento sul totale degli occupati dell'industria [cfr. tavv. 8 e 9]. Considerando le imprese manifatturiere con almeno 20 dipendenti, il peso delle spa e delle srl in termini di addetti era pari a circa il 91 per cento dell'occupazione totale del settore.

Le società per azioni appartenenti all'industria manifatturiera quotate in Italia erano nel 2001 solo 85 per un totale di 85.400 addetti; se si considerano i gruppi manifatturieri "legati" alla Borsa si arriva a un totale di quasi 216.000 addetti nel 2001, cioè il 4,4 per cento dell'occupazione manifatturiera.

Si può quindi sostenere che le società non quotate sono largamente rappresentative della realtà industriale italiana.

### **3. Proprietà e controllo**

#### ***3.1 Gli assetti proprietari***

I dati raccolti attraverso le indagini Esetra2 e Invind forniscono informazioni su vari profili della struttura proprietaria delle imprese, in particolare sulla sua distribuzione e sulla tipologia dei soggetti proprietari.

*La distribuzione della proprietà.* La distribuzione della proprietà viene analizzata attraverso vari indicatori basati essenzialmente sulla dimensione delle quote di capitale detenute dagli azionisti

principali. Si sta quindi considerando la proprietà diretta. Come atteso, nella maggioranza dei casi la proprietà risulta estremamente concentrata.

Nel 2003, la dimensione media della quota di proprietà detenuta dal primo azionista è pari al 64,7 per cento del capitale nelle imprese del campione Invind ed è pari al 52 per cento nelle imprese del campione Esetra2. Sebbene con alcune differenze nel grado di concentrazione, sulle quali torneremo a breve, nelle imprese di entrambi i campioni considerati l'azionista principale possiede in media una quota di capitale che gli consente di avere il controllo di diritto della società. Considerando direttamente la percentuale di imprese in cui la prima quota è maggioritaria, emerge che il 61 per cento delle imprese Invind e il 48 per cento delle imprese Esetra2 sono controllate di diritto da un unico azionista. La somma delle prime tre quote di proprietà consente di controllare di diritto il 95 per cento delle imprese Invind e la totalità delle imprese Esetra2<sup>16</sup>.

In maniera complementare lo stesso fenomeno è evidenziato dall'assenza di imprese a proprietà diffusa. Infatti, in nessuna delle imprese analizzate la quota di proprietà del primo azionista è inferiore al 5 per cento, solo in un decimo delle imprese Invind e nel 7 per cento delle imprese Esetra2 essa è inferiore ad un quarto del capitale [cfr. tavv. 10-13].

Il grado di concentrazione della proprietà diretta può essere ulteriormente messo in risalto dai dati relativi al numero di soci. Le imprese intervistate hanno tipicamente una compagine azionaria piuttosto ristretta. Il numero medio di soci nelle imprese Invind è pari a 5,6, ma il numero mediano è ben inferiore (pari a 3 soci). In Esetra2 circa i due terzi delle imprese hanno un numero di soci compreso tra uno e quattro<sup>17</sup> [cfr. tavv. 14, 15].

La struttura proprietaria delle imprese dell'indagine Invind presenta un'ulteriore interessante caratteristica: la correlazione positiva tra grado di concentrazione della proprietà e dimensioni aziendali. Considerando ancora quale indicatore la quota di proprietà dell'azionista principale, risulta infatti che la percentuale di imprese per le quali tale quota è maggioritaria aumenta sensibilmente al crescere delle dimensioni dell'impresa (dal 58 per cento delle imprese fino a 200 addetti all'85 per cento delle imprese oltre i 1.000 addetti) [cfr. tav. 10]. Anche l'ampiezza della compagine sociale si riduce al crescere delle dimensioni: la percentuale delle società con unico socio, pari al 13 per cento per le imprese con meno di 200 addetti sale fino al 47 per cento per le

---

<sup>16</sup> Uno studio sulla Francia relativo ad un campione di 281.262 società non quotate nel 1996 fornisce risultati simili a quelli italiani per quanto concerne il grado di concentrazione della proprietà. La quota media dell'azionista principale risulta infatti pari al 66 per cento, la somma delle prime tre quote è pari all'87 per cento (Bloch e Kremp, 2001).

<sup>17</sup> I dati tratti dal questionario Esetra non consentono il calcolo del numero medio.

imprese con più di 1.000 addetti [cfr. tav. 16]. Nelle imprese del campione Esetra2 non si registra una analoga correlazione: la prima quota di proprietà si concentra nella classe compresa tra il 25 e il 50 per cento del capitale indipendentemente dalle dimensioni di impresa [cfr. tav. 11].

Tale correlazione e la differenza, in precedenza sottolineata nel grado di concentrazione della proprietà tra le imprese Invind e quelle Esetra<sup>18</sup>, trovano spiegazione nel fatto che al crescere delle dimensioni di impresa diviene maggiormente diffuso l'esercizio del controllo attraverso strutture di gruppo<sup>19</sup>. Quando ciò avviene la società controllante, azionista principale, detiene tipicamente una quota di capitale piuttosto elevata, spesso prossima o in alcuni casi pari a quella totalitaria, determinando in questo modo l'elevato grado di concentrazione della proprietà diretta. I dati a disposizione non consentono purtroppo di conoscere la struttura proprietaria delle imprese al vertice del gruppo e quindi l'effettivo grado di concentrazione della proprietà delle imprese controllate per mezzo di questo meccanismo.

In Invind l'esistenza di un "effetto gruppo" sul grado di concentrazione della proprietà è confermata da vari indicatori. Innanzitutto la percentuale di imprese inserite in gruppi societari aumenta considerevolmente con le dimensioni (si passa dal 33 per cento delle imprese della classe dimensionale 50-199 addetti al 91 per cento delle imprese della classe dimensionale oltre i 1.000 addetti). Inoltre, distinguendo all'interno del campione le imprese "in gruppo" da quelle non "in gruppo" la proprietà delle prime risulta essere molto più concentrata: la quota media detenuta dall'azionista principale è pari all'81 per cento nel primo caso e al 52 per cento nel secondo. Infine, la percentuale di imprese in cui la prima quota è maggioritaria è pari all'83 per cento per quelle appartenenti ad un gruppo, mentre è pari al 45 per cento per quelle indipendenti.

Per le imprese del campione Esetra non si hanno a disposizione riscontri diretti relativamente a questo profilo<sup>20</sup>. Ma come vedremo in seguito, dati "indiretti" (ad esempio, quelli relativi alla tipologia dei proprietari, alla tipologia dei controllanti e ai modelli di controllo) indicano l'esistenza del medesimo fenomeno.

Spostando l'attenzione sul confronto con l'indagine, Invind condotta nel 1993 e con quella Esetra del 1993, pur con qualche cautela in quest'ultimo caso dovuta alla diversa composizione dei campioni Esetra1 ed Esetra2, emerge, nel complesso, che il grado di concentrazione della proprietà

è rimasto sostanzialmente immutato. Gli indicatori considerati (valore medio della prima quota di proprietà e percentuale di casi in cui l'azionista principale detiene la maggioranza del capitale) presentano, infatti, variazioni di poco conto per il totale delle imprese<sup>21</sup>, mentre alcune differenze emergono considerando la distribuzione dimensionale. In Invind la concentrazione della proprietà è diminuita nelle imprese con più di 200 addetti, mentre è aumentata per le imprese di minori dimensioni. In Esetra la concentrazione risulta aumentata per le imprese nella classe dimensionale 20-49, mentre è diminuita nelle imprese nelle classi dimensionali fino a 500 addetti [cfr. tavv. 10, 11].

*La tipologia dei proprietari.* Per le sole imprese del campione Esetra2 sono disponibili informazioni, oltre che sulla distribuzione della proprietà, sulla tipologia dei soggetti titolari del capitale [cfr. figg. 1, 2].

I risultati ottenuti rivelano che la proprietà diretta del capitale delle imprese è detenuta per la gran parte da persone fisiche. La quota media<sup>22</sup> di capitale posseduta da individui è, infatti, pari al 65 per cento. Le imprese finanziarie appartenenti a gruppi societari (incluse le *holding*) costituiscono la seconda tipologia di maggior peso con una quota media del 13 per cento. Seguono le imprese non finanziarie (8 per cento), quelle estere (5 per cento), le imprese del settore bancario e finanziario (1 per cento), le imprese o enti pubblici (0,5 per cento)<sup>23</sup>. Ponderando la dimensione delle quote in base al numero di addetti i risultati si modificano in maniera significativa. Il peso delle persone fisiche si riduce di 18 punti percentuali a vantaggio soprattutto delle finanziarie di gruppo (incremento di 10 punti percentuali) e dei soggetti esteri (incremento di 4 punti percentuali).

<sup>18</sup> Si ricorda che le imprese Esetra hanno in media dimensioni sensibilmente inferiori alle imprese Invind.

<sup>19</sup> Tale risultato era già stato riscontrato nelle indagini condotte nel decennio scorso (cfr. Barca, Bianco, Cannari *et al.* 1994).

<sup>20</sup> In particolare, diversamente dal questionario Invind, non viene posta esplicitamente la domanda: "L'impresa appartiene ad un gruppo?".

<sup>21</sup> La media della prima quota di proprietà era risultata pari al 66 per cento in Invind (65 per cento nel 2003) e pari al 55 per cento in Esetra2 (52 per cento nel 2003). La percentuale di casi in cui l'azionista principale detiene la maggioranza del capitale è lievemente aumentata: +0,8 punti percentuali in Invind e +0,4 punti percentuali in Esetra. Lievi differenze si riscontrano distinguendo le imprese per classi dimensionali. In Invind la concentrazione della proprietà è diminuita nelle imprese con più di 200 addetti, mentre è aumentata per le imprese di minori dimensioni. In Esetra la concentrazione risulta aumentata per le imprese nella classe dimensionale 20-49, mentre è diminuita nelle imprese nelle classi dimensionali fino a 500 addetti

<sup>22</sup> Tale quota è calcolata come media delle quote che ciascuna tipologia di soggetti possiede nella singola impresa.

<sup>23</sup> Anche sotto questo profilo sono disponibili dati relativi alle imprese francesi. La quota media detenuta da persone fisiche è pari al 50 per cento, le imprese non finanziarie costituiscono la seconda categoria per importanza (26 per cento), seguita dalle *holding* (7 per cento); Bloch e Kremp, 2001.

Considerando sia la media semplice della quota di proprietà sia la media ponderata per le dimensioni, la distribuzione della proprietà in base alla tipologia dei soggetti ha subito alcune variazioni rispetto al decennio precedente, sebbene sia rimasto inalterato il dato relativo al peso delle persone fisiche. Nel confronto intertemporale le differenze di maggior rilievo sono costituite dall'incremento della quota detenuta dalle finanziarie di gruppo e dai soggetti esteri, dalla diminuzione della quota di proprietà delle imprese non finanziarie e del settore pubblico e dalla "comparsa" tra i soggetti titolari di quote degli intermediari bancari e finanziari. Tali differenze risultano maggiormente accentuate nella distribuzione ponderata.

Come vedremo in seguito, le tendenze riscontrate nella variazioni della tipologia dei proprietari rispetto al decennio precedente sono analoghe a quelle rilevate nella tipologia dei soggetti "controllanti". Poiché quest'ultimo dato è disponibile per entrambe le indagini e le differenze intertemporali risultano ancora più marcate rinviando i commenti alla sezione successiva.

Qui ci limitiamo a fornire alcune indicazioni di dettaglio. La riduzione della partecipazione pubblica riflette il processo di privatizzazione avvenuto nel decennio<sup>24</sup>. I pochi casi di imprese con tali caratteristiche presenti nel campione sono costituiti da imprese partecipate da Sviluppo Italia o da società che svolgono funzioni analoghe a livello regionale, e da grandi imprese pubbliche non privatizzate o parzialmente privatizzate. Il numero di imprese partecipate da intermediari finanziari è esiguo (19 casi). Le dimensioni medie di tali imprese sono superiori a quelle del campione, ciò potrebbe indicare che tipicamente gli intermediari specializzati nella partecipazione al capitale rivolgano il loro interesse a imprese di dimensioni mediamente più elevate di quelle prese in considerazione in Esetra2.

Nel complesso questi dati evidenziano in maniera eloquente il carattere *non anonimo* della proprietà delle imprese esaminate. Ciò emerge in modo particolare dai due risultati estremi: da un lato la predominanza delle persone fisiche, dall'altro la scarsa presenza degli intermediari bancari e finanziari nel capitale delle imprese<sup>25</sup>. I mutamenti intervenuti nel quadro normativo circa quest'ultimo aspetto, avrebbero potuto condurre a un loro maggiore coinvolgimento.

---

<sup>24</sup> Il peso del settore pubblico era comunque già in precedenza poco significativo nelle imprese di dimensioni analoghe a quelle considerate in Esetra2.

<sup>25</sup> La quota media delle partecipazioni è pari, come abbiamo visto, all'1 per cento, la quota media ponderata per le dimensioni è pari al 2 per cento. Tali dati potrebbe essere sottostimati, poiché una parte delle partecipazioni delle imprese finanziarie potrebbe ricadere nella voce "altri soggetti residuali".



### 3.2 *Le modalità di esercizio del controllo*

La proprietà costituisce il mezzo principale, ma non esclusivo, per l'esercizio del controllo, ciò è tanto più vero in un contesto come quello appena descritto in cui essa risulta fortemente concentrata. La proprietà, infatti, può essere integrata, al limite sostituita da altri strumenti sia di natura contrattuale (es. patti parasociali) sia di natura informale (legami di parentela, relazioni di fiducia...).

*La tipologia dei controllanti.* Una prima serie di informazioni utili alla individuazione delle modalità di esercizio del controllo delle imprese italiane è desumibile dall'esame della mappa dei soggetti controllanti<sup>26</sup>.

Per quanto riguarda Esetra2<sup>27</sup> emerge un'evidente corrispondenza tra i dati relativi alla tipologia dei proprietari in precedenza analizzati e quelli relativi alla tipologia dei controllanti, a riprova del basso grado di separazione tra proprietà e controllo che caratterizza gli assetti proprietari delle imprese considerate. In particolare, trova conferma il dato relativo alla predominanza delle persone fisiche che rappresentano i tre quarti dei soggetti controllanti delle imprese del campione. La restante quota di soggetti controllanti è costituita da finanziarie di gruppo (13 per cento), da imprese non finanziarie (7 per cento) e da soggetti esteri (4 per cento).

Come già evidenziato, dal confronto con la corrispondente indagine Esetra1 del 1993, anche tenendo conto della non immediata confrontabilità dei due campioni Esetra1 ed Esetra2, emergono le medesime variazioni rilevate a proposito dei soggetti proprietari. Resta pressoché invariata la quota delle persone fisiche (76 per cento nel 1993), mentre aumenta quella delle società finanziarie di gruppo (più 4 per cento) e quella dei soggetti esteri a scapito soprattutto di quella delle imprese non finanziarie e dei soggetti pubblici. Il modesto peso degli intermediari finanziari nel capitale delle imprese si traduce ovviamente in un ancor minore rilievo degli stessi tra i soggetti controllanti poiché tipicamente essi assumono partecipazioni di minoranza [cfr. tav. 17].

I risultati di Invind 2003 mostrano un quadro diverso rispetto ad Esetra2: il peso delle persone fisiche, pur rimanendo dominante, è notevolmente inferiore (52 per cento); per contro è maggiore la

---

<sup>26</sup> Nei questionari si è definito "soggetto controllante" il soggetto che, generalmente attraverso il voto in assemblea, esercita un'influenza determinante sulle decisioni relative agli obiettivi di medio-lungo periodo dell'impresa, alle strategie per conseguirli, allo sviluppo economico e finanziario e agli investimenti. Così come per la proprietà si sta facendo riferimento al controllo *diretto*.

<sup>27</sup> Nel questionario Esetra si chiedeva di indicare per ciascun soggetto proprietario di quote di capitale se esso fosse "controllante" in base alla definizione sopra riportata.

percentuale di imprese controllate da *holding* o *sub-holding* (23 per cento), da soggetti esteri (15 per cento), dal settore pubblico (2 per cento) [cfr. tav. 18]. Tali differenze potrebbero derivare dalla circostanza che le imprese Invind hanno in media dimensioni maggiori di quelle Esetra e potrebbero quindi indicare che la tipologia dei controllanti tende a variare con le dimensioni d'impresa. In effetti, nelle imprese Invind emerge un nesso tra tipologia dei controllanti e dimensioni che riflette le differenze tra i due campioni appena indicate, quindi, al crescere delle dimensioni si registrano la progressiva riduzione del controllo delle persone fisiche, l'incremento delle *holding* e dei soggetti esteri [cfr. tav. 19].

Confrontando i dati Invind del 2003 con quelli del decennio precedente, si riscontrano tendenze analoghe a quelle rilevate nell'indagine Esetra, sebbene i valori assoluti siano diversi. Il ruolo delle persone fisiche è rimasto sui livelli del 1993, mentre è aumentato il controllo diretto da parte di *holding* e dei soggetti esteri e si è ridotto quello delle imprese non finanziarie e del settore pubblico [cfr. tav. 18]. Questi ultimi risultati meritano ulteriori commenti.

Il dato sul crescente ruolo svolto da soggetti di nazionalità estera nel controllo delle imprese italiane, particolarmente evidente nelle imprese Invind (il peso dei soggetti controllanti esteri è quasi raddoppiato in dieci anni), ed emerso, come già visto, in misura minore anche nell'indagine Esetra<sup>2</sup>, non è di immediata lettura. Infatti, tali risultati possono riflettere sia una effettiva crescita della presenza di controllanti esteri, in conseguenza di una maggiore apertura internazionale, sia un più frequente ricorso al controllo di gruppo esercitato per mezzo di società localizzate all'estero, ma controllate da soggetti nazionali, al fine di sfruttare arbitraggi fiscali e regolamentari<sup>28</sup>. Le informazioni disponibili purtroppo non consentono di risalire al controllante ultimo e quindi di fornire una spiegazione esauriente del fenomeno. Tuttavia, approfondimenti svolti sulle imprese del campione Esetra<sup>2</sup><sup>29</sup> confermano la sua duplice natura: solo in circa la metà dei casi i soggetti considerati sono effettivamente esteri, mentre per l'altra metà si tratta di *holding* localizzate all'estero di proprietà di soggetti nazionali<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Ad esempio, la localizzazione estera della capogruppo poteva consentire di aggirare i limiti particolarmente stringenti all'emissione di obbligazioni che erano in vigore nel nostro Paese prima della recente riforma del diritto societario.

<sup>29</sup> Per le imprese del campione Invind è possibile individuare la tipologia del soggetto estero: in poco meno dei tre quarti dei casi si tratta di *holding*, per il 14 per cento di imprese non finanziarie, per il 7 per cento di intermediari finanziari e nel 5 per cento di casi di persone fisiche. Anche tali informazioni però non contribuiscono a chiarire la portata del fenomeno in esame.

<sup>30</sup> Recenti analisi condotte dall'Istat su "Struttura e attività delle imprese a controllo estero" (*Inward statistics on foreign affiliates*), sulla base dei dati contenuti nell'archivio statistico dei gruppi di impresa stimano pari a circa 11.400 il numero di imprese a controllo estero residenti in Italia nel 2001. Esse costituiscono circa lo 0,3 per cento

Come abbiamo visto, un ulteriore risultato interessante, presente anch'esso in entrambe le indagini, è costituito dalla contemporanea diminuzione del controllo esercitato da imprese non finanziarie (operative) e dall'aumento del controllo esercitato da *holding*. Tale risultato potrebbe forse indicare che è in atto una modifica delle strutture dei gruppi societari nella direzione di una minore lunghezza delle catene di controllo.

Infine, si segnalano gli effetti, particolarmente rilevanti per le imprese Invind, del processo di privatizzazione intercorso nel decennio considerato che ha determinato una significativa riduzione della percentuale di imprese medio-grandi controllate direttamente dal settore pubblico (dal 7 per cento del 1993 a meno del 2 per cento di oggi).

*Gli strumenti formali e informali.* Fino ad ora abbiamo esaminato la tipologia dei soggetti controllanti; passiamo ora ad analizzare gli strumenti, integrativi o sostitutivi della proprietà, di cui tali soggetti si avvalgono per l'esercizio del controllo partendo da quelli di natura formale.

Il primo elemento sul quale concentriamo l'attenzione è costituito dall'utilizzo di clausole statutarie o di patti parasociali che limitano la trasferibilità delle partecipazioni sociali<sup>31</sup>. Questi strumenti sono funzionali all'obiettivo di stabilizzare gli assetti di controllo esistenti nelle imprese, quindi per questa via potrebbero contribuire all'efficienza della gestione, ma nello stesso tempo potrebbero favorire la persistenza di assetti inefficienti<sup>32</sup>.

L'inserimento negli statuti di clausole restrittive della libertà di circolazione delle partecipazioni<sup>33</sup> costituisce una pratica molto diffusa nelle società del campione Esetra2 [cfr. tav. 20]. Poco meno del 60 per cento delle società a responsabilità limitata e il 66 per cento delle società per azioni fanno uso di tale strumento. La percentuale di società che utilizzano questo genere di

dell'universo delle imprese operanti nell'industria e nei servizi e circa il 2 per cento delle società di capitali. Le differenze rispetto ai risultati emersi dalle nostre indagini possono essere spiegate sia dal fatto che le dimensioni medie delle imprese dei due campioni considerati sono superiori a quelle medie dell'universo delle imprese e delle società di capitali, sia dal fatto che i risultati Istat si riferiscono alle sole imprese effettivamente a controllo estero. Queste ultime costituiscono a loro volta circa il 70 per cento delle imprese inizialmente individuate come a "probabile controllo estero" sulla base delle informazioni anagrafiche relative alla persona giuridica al vertice del gruppo (Istat 2004)

<sup>31</sup> All'epoca della somministrazione dei questionari non era ancora entrata in vigore la riforma del diritto societario. Pertanto i riferimenti alla disciplina di tali strumenti sono relativi al "vecchio" diritto societario.

<sup>32</sup> Soprattutto nella fase iniziale di vita dell'impresa e nei casi in cui le caratteristiche personali del socio assumono rilievo, gli strumenti limitativi della trasferibilità delle azioni sono utilizzati anche per incentivare i soci a "impegnarsi" nell'impresa: rendendo più difficile l'uscita possono fungere infatti da *commitment device*.

<sup>33</sup> Le clausole statutarie utilizzate a questi fini possono essere distinte in due categorie: clausole di prelazione e clausole di gradimento. La prima tipologia comprende le clausole che impongono al socio che intende vendere la propria partecipazione di offrirla preventivamente agli altri soci e di preferirli ai terzi a parità di condizioni. La seconda tipologia è costituita dalle clausole che subordinano il trasferimento della partecipazione al possesso di determinati requisiti da parte dell'acquirente o al consenso di un organo sociale (le clausole di mero gradimento non sono però ammissibili nelle s.p.a.).

clausole non varia molto distinguendo le imprese sulla base del numero di dipendenti e del numero di soci. I risultati di Invind differiscono sotto vari aspetti. Innanzitutto, il grado di diffusione delle clausole restrittive della libera circolazione delle partecipazioni risulta inferiore a quello riscontrato in Esetra2 (31 per cento delle società a responsabilità limitata e 39 per cento delle società per azioni) [cfr. tav. 21]. Inoltre, esso è negativamente correlato con le dimensioni, mentre non emerge una precisa correlazione con l'ampiezza della compagine sociale [cfr. tavv. 22, 23].

Tali differenze possono essere spiegate considerando che le esigenze di stabilizzazione del controllo sono maggiormente presenti quando le quote di proprietà dei soci sono relativamente simili, e sono invece meno rilevanti quando un unico socio detiene una quota preponderante del capitale. Come si è argomentato nelle pagine precedenti, la struttura proprietaria delle imprese Esetra2 è più simile al primo caso, mentre quella delle imprese Invind è più simile al secondo a causa dell'effetto gruppo.

Rispetto all'indagine Esetra 1993, la sola per la quale è possibile il confronto pur se con i caveat più volte sottolineati, il ricorso alle clausole di prelazione e gradimento è notevolmente aumentato<sup>34</sup>. L'interpretazione di questo risultato non è agevole né le considerazioni sopra svolte sul nesso tra caratteristiche delle società e funzione delle clausole sono di aiuto non essendo state riscontrate differenze di rilievo sotto quei profili tra i due campioni considerati. Esso potrebbe riflettere la percezione di un ridotta efficacia degli strumenti informali potenzialmente alternativi (vincoli familiari, relazioni fiduciarie).

L'utilizzo di patti parasociali per gli stessi scopi è meno frequente<sup>35</sup>. In Esetra nel 14 per cento delle società a responsabilità limitata e nel 18 per cento delle società per azioni sono previsti patti parasociali che vincolano il trasferimento delle partecipazioni [cfr. tav. 24].

Complessivamente in due terzi delle società del campione si adottano strumenti limitativi della circolazione delle partecipazioni, dell'uno o dell'altro tipo. Questo ricorso diffuso a strumenti di ostacolo alla circolazione del controllo potrebbe essere letto come un'indicazione di "chiusura" ulteriore della proprietà delle imprese italiane.

---

<sup>34</sup> L'incremento è di circa 20 punti percentuali sia nelle s.r.l. sia nelle s.p.a..

<sup>35</sup> Dato il carattere non pubblico dei patti parasociali, i dati sul loro utilizzo potrebbero essere sottostimati. Una possibile spiegazione della preferenza delle clausole rispetto ai patti quali strumenti limitativi del trasferimento è costituita, sotto il profilo giuridico, dalla circostanza che le prime, essendo parti integranti del contratto sociale hanno efficacia *erga omnes*, mentre i patti sono efficaci solo tra le parti che li hanno stipulati. D'altro canto, essi potrebbero essere preferiti, soprattutto nelle s.p.a., poiché consentono la stipulazione di accordi di contenuto più ampio rispetto a quello delle clausole di gradimento e di prelazione.

Il questionario Esetra2 consente inoltre la rilevazione degli accordi di voto e di consultazione tra i soggetti controllanti. La stipula di questo genere di accordi interessa un quarto delle imprese, tale percentuale si riduce nelle imprese di maggiori dimensioni<sup>36</sup> [cfr. tav. 25].

Nell'indagine Invind del 2003 è disponibile solo il dato complessivo sulla diffusione dei patti parasociali senza distinzione tra quelli relativi al trasferimento delle partecipazioni e quelli di voto e/o consultazione (7 per cento nelle s.r.l. e 9 per cento nelle s.p.a.) [cfr. tav. 26].

Tra gli “strumenti informali” utilizzabili come integrazione di quelli proprietari per l'esercizio del controllo vengono presi in considerazione, nell'indagine Esetra, i legami di tipo familiare. La presenza di tali legami risulta essere molto diffusa (65 per cento delle imprese), sebbene si riduca in maniera considerevole nelle imprese di maggiori dimensioni. Quest'ultimo risultato indica, come ci si poteva aspettare, che la crescita dimensionale si accompagna ad una maggiore “apertura” nei confronti di soggetti esterni alla compagine familiare. Questi risultati sono sostanzialmente analoghi a quelli del 1993 [cfr. tavv. 27, 28].

*I modelli di controllo.* L'insieme delle informazioni relative agli assetti proprietari e all'impiego di strumenti (formali e informali) ulteriori rispetto alla proprietà per l'esercizio del controllo sono state riassunte in modelli stilizzati<sup>37</sup> di cui è stata analizzata la diffusione tra le imprese.

I risultati del 2003 indicano che il modello di controllo largamente prevalente tra le piccole e medie imprese è quello familiare (46 per cento del totale), seguito dal controllo assoluto (22 per cento), da quello di gruppo (17 per cento) e da quello di coalizione (13 per cento). Segno di un timido cambiamento rispetto al 1993 è la diminuzione dell'incidenza del controllo familiare a vantaggio delle altre forme prevalenti. Gli effetti delle privatizzazioni sono evidenti anche in questa analisi, infatti la diffusione del controllo pubblico è diventata irrilevante. Il modello a proprietà diffusa e quello a supervisione finanziaria sono rimasti su livelli trascurabili.

---

<sup>36</sup> La percentuale delle imprese con oltre 500 addetti i cui controllanti aderiscono ad accordi di voto/consultazione è pari all'8 per cento.

<sup>37</sup> I modelli stilizzati sono stati così definiti: 1) *assoluto*, il controllo è esercitato da un'unica persona fisica che detiene la maggioranza del capitale; 2) *di gruppo*, il controllo è esercitato attraverso una catena societaria da uno o più soggetti al vertice della stessa; 3) *familiare*, il controllo è esercitato congiuntamente da più soggetti legati da vincoli di parentela; 4) *di coalizione*, il controllo è esercitato congiuntamente da più persone fisiche, 5) *a supervisione finanziaria*, tra i controllanti figurano intermediari finanziari indipendenti che esercitano attività di supervisione sugli altri soggetti; 6) *pubblico*; la maggioranza del capitale dell'impresa è detenuto da soggetti pubblici; 7) *proprietà diffusa*, la proprietà è diffusa tra un numero elevato di soggetti ciascuno dei quali detiene una quota limitata del capitale, il soggetto che esercita il controllo detiene anch'esso quote di capitale contenute, al limite nulle; cfr. Barca, Bianco, Cannari *et al.* 1994.

Distinguendo le imprese in base alla dimensione, emerge che la diffusione del controllo familiare e di quello assoluto decrescono all'aumentare delle dimensioni a vantaggio del controllo di gruppo<sup>38</sup> [cfr. tavv. 29, 30].

La distribuzione dei “modelli” appena discussa tiene conto esclusivamente del controllo diretto. Tuttavia, per le imprese inserite in una struttura di gruppo è rilevante conoscere gli assetti di controllo di quella posta al vertice della catena. Utilizzando informazioni relative alla natura e agli eventuali legami tra i soggetti al vertice della struttura di gruppo sono stati individuati i “modelli di controllo ultimo”. Questi ultimi coincidono con i modelli descritti in precedenza per le imprese indipendenti, mentre descrivono il modello di controllo della capogruppo per le altre. I risultati ottenuti mostrano che il controllo di gruppo “nasconde” per i due terzi il modello di controllo familiare, mentre la quota restante si distribuisce tra controllo assoluto e controllo di coalizione<sup>39</sup> [cfr. tav. 31]

Complessivamente questi ultimi risultati fanno emergere l'assoluta prevalenza del carattere personalistico-familiare degli assetti di controllo delle piccole e medie imprese. Il 96 per cento delle imprese del campione risulta, infatti, controllato da persone fisiche eventualmente legate da vincoli familiari. Rispetto al 1993 tale carattere risulta accentuato.

Elementi di interesse emergono dall'esame della diffusione dei modelli di controllo ultimo in base alle dimensioni. Contrariamente a quanto emerso in relazione al controllo diretto, la quota di imprese a controllo familiare aumenta con le dimensioni. Ciò indica che al crescere delle dimensioni di impresa le famiglie modificano le modalità di esercizio del controllo passando da forme dirette a forme mediate da strutture di gruppo [cfr. tav. 32].

### ***3.3 Sintesi***

Il risultato di maggior rilievo emerso dai dati illustrati è senz'altro rappresentato dal modesto cambiamento degli assetti proprietari delle imprese italiane rispetto al decennio precedente sia sotto il profilo della distribuzione della proprietà sia sotto il profilo della tipologia dei soggetti.

---

<sup>38</sup> Quest'ultimo dato è in linea con le risultanze di Invind, illustrate in precedenza, relative al legame tra appartenenza a gruppi e dimensioni.

<sup>39</sup> In seguito alla “riattribuzione” il controllo familiare passa dal 46 al 57 per cento, quello assoluto dal 22 al 24 per cento e quello di coalizione dal 14 al 15 per cento.

Il grado di concentrazione della proprietà è molto elevato ed essa risulta detenuta per la gran parte direttamente da persone fisiche. L'esiguità della partecipazione diretta di investitori istituzionali al capitale delle imprese continua a rappresentare un importante elemento di differenziazione rispetto ai paesi finanziariamente più sviluppati.

Le variazioni maggiormente significative negli assetti proprietari sono rappresentate dalla riduzione del peso del settore pubblico, frutto del processo di privatizzazione, e dall'incremento della rilevanza dei soggetti esteri. Quest'ultimo dato è attribuibile in parte (in una misura non quantificabile) alla localizzazione all'estero delle *holding* di gruppi italiani. Si riscontrano inoltre segnali di una modifica delle strutture di gruppo verso un accorciamento della lunghezza delle catene di controllo. Tali tendenze sono più marcate nelle imprese del campione Invind caratterizzato da dimensioni medie più elevate.

Il "modello di controllo" largamente prevalente è quello familiare, soprattutto nelle piccole e medie imprese. Il carattere familiare del controllo è "preservato" dal frequente e crescente, rispetto al 1993, utilizzo di clausole statutarie e patti parasociali che limitano la trasferibilità delle partecipazioni sociali ed è rafforzato da accordi di voto e consultazione.

Al crescere delle dimensioni di impresa aumenta il ricorso a gruppi di società al vertice dei quali, però, si "ritrovano" prevalentemente "famiglie". La crescita dimensionale delle imprese sembra quindi accompagnarsi ad una evoluzione del modello di controllo che si sostanzia nel trasferimento del medesimo "modello familiare" dalla società operativa a una società capogruppo. Tale risultati, già emersi nella precedente indagine, risultano ora più marcati.

### ***3.4 La quantificazione delle imprese familiari***

Il tema della individuazione e quantificazione delle imprese familiari è oggetto di una recente letteratura, sviluppatasi quasi esclusivamente nell'ambito degli studi di economia aziendale, dalla quale emerge che le imprese familiari (*family business*) costituiscono la "tipologia" di impresa largamente prevalente, sotto il profilo numerico, in tutte le economie sviluppate. La diffusione delle imprese familiari non costituisce, quindi, un tratto caratteristico di un numero limitato di sistemi economici.

In questo paragrafo ci si propone di utilizzare i dati raccolti attraverso l'indagine Esetra per quantificare l'incidenza delle imprese familiari sull'insieme delle imprese a proprietà chiusa italiane e di confrontare tali risultati con quelli disponibili a livello internazionale per i maggiori paesi industrializzati

Il problema della definizione di “impresa familiare” costituisce evidentemente un momento fondamentale nel processo di quantificazione di tale tipologia di impresa e, come meglio vedremo in seguito, il criterio di definizione prescelto incide in misura rilevante sui risultati ottenuti.

La questione definitoria è stata inizialmente affrontata con l'intento di caratterizzare l'impresa familiare in modo tale da poterla distinguere in maniera univoca dall'impresa non familiare. Successivamente, partendo dal riconoscimento che il grado di coinvolgimento della famiglia nella proprietà, nella gestione, nella definizione degli obiettivi dell'impresa può variare considerevolmente, si è cercato di formulare delle definizioni di carattere operativo che fossero in grado di catturare tale diverso grado di coinvolgimento (Sharma 2004). Generalmente, gli elementi di cui le varie definizioni tengono conto sono la tipologia del proprietario, la concentrazione della proprietà, il coinvolgimento diretto nella gestione da parte di componenti della famiglia, l'intenzione di mantenere il controllo dell'impresa nella famiglia, le dimensioni della famiglia in termini sia di numero di componenti sia di numero di generazioni coinvolte<sup>40</sup>.

*Il confronto internazionale.* Il confronto dei dati sulla diffusione delle imprese familiari a livello internazionale è particolarmente difficile sia per il fatto che i vari studi prendono in considerazione universi di riferimento differenti (es. totale delle imprese, solo imprese costituite in forma societaria) sia per i già menzionati problemi di comparazione delle definizioni adottate.

Un recente studio (IFERA 2003) propone una sintesi delle stime elaborate da studiosi della materia in vari paesi. Nella tavola 31 sono riportati i dati relativi ai maggiori paesi europei e agli Stati Uniti contenuti in tale studio e ulteriori studi relativi ad alcuni dei paesi in considerazione non esaminati in quella sede.

*La quantificazione delle imprese familiari nell'indagine Esetra.* Date le informazioni a nostra disposizione e nell'ottica del confronto internazionale, la definizione “ampia” di Astrachan e Shanker (1996) è quella che maggiormente si presta ad essere utilizzata nella quantificazione delle imprese familiari in Esetra. Tale definizione, infatti, è assimilabile a quella di controllo utilizzata nel presente lavoro<sup>41</sup> da riferire, però, ai soggetti al vertice della catena (controllo ultimo). Per l'identificazione delle imprese familiari sono necessarie ulteriori informazioni, in particolare sulla tipologia dei soggetti controllanti e sull'esistenza di legami di parentela tra di essi. Come abbiamo

<sup>40</sup> Gli esempi più rilevanti di definizioni con queste caratteristiche sono forniti da Astrachan e Shanker (1996) e Westhead *et al.* (1997).

<sup>41</sup> In realtà come abbiamo visto la definizione “ampia” di Astrachan e Shanker oltre al requisito del controllo sulle decisioni strategiche dell'impresa considera l'esistenza della volontà dei controllanti di mantenere l'impresa “in famiglia”. Quest'ultimo aspetto non è preso in considerazione nella definizione di “controllo” da noi utilizzata.



visto, il complesso di queste informazioni è sintetizzato nei “modelli di controllo”. Sulla base dei dati relativi alla diffusione di modelli di controllo ultimo è possibile, quindi, stimare l’incidenza delle imprese familiari sul totale delle imprese: esse coinciderebbero con quelle a “controllo ultimo familiare” e costituirebbero almeno il 57,6 per cento del totale [cfr. tav. 31].

Sulla base di tali premesse, l’inclusione delle imprese a “controllo assoluto” tra quelle familiari risulta incerta. Esse potrebbero infatti essere considerate imprese familiari di prima generazione, in cui il fondatore esercita il controllo in maniera esclusiva. Includendo tali imprese tra quelle familiari la loro incidenza sul totale salirebbe all’81,9 per cento [cfr. tav. 31].

Il quadro complessivamente delineato da tali dati non è di facile interpretazione. Come già rilevato, le differenze nelle definizioni utilizzate e nei campioni analizzati rendono difficile trarre delle conclusioni. Ad esempio, considerando la definizione “intermedia” utilizzata per il Regno Unito e la Germania sembra plausibile affermare che le imprese familiari siano meno diffuse in questi paesi che non in Spagna e Svezia per i quali il dato sulla diffusione risulta maggiore pur utilizzando una definizione “ristretta”. Nulla è, invece, possibile dire quando si confrontano paesi per i quali vengono utilizzate definizioni di categorie diverse e il grado di diffusione risulta correlato all’ampiezza della definizione adottata (es. Italia e Regno Unito). Particolarmente sorprendente appare il dato relativo agli Stati Uniti che risultano essere insieme all’Italia il paese in cui le imprese familiari sono maggiormente diffuse. Ciò può dipendere in gran parte dal fatto che gli autori degli studi relativi a quel paese prendono in considerazione anche le imprese individuali, mentre nella gran parte degli altri paesi, tra cui il nostro, si considerano imprese costituite in forma societaria.

È rilevante sottolineare che il dato relativo alla diffusione numerica delle imprese familiari fornisce informazioni limitate circa la rilevanza e le caratteristiche del fenomeno. Allo stesso grado di diffusione possono, infatti, corrispondere dati molto diversi relativi all’impatto di questa tipologia di imprese sul sistema economico, ad esempio in termini di occupati e/o di valore aggiunto. Al variare delle istituzioni e del modo di funzionare dei mercati che connotano i vari paesi, le imprese familiari possono assumere caratteri diversi, ad esempio in termini di propensione alla crescita (apertura all’ingresso di soci esterni) o di modalità di gestione (ricorso a *manager* esterni), quindi anche per questa via i riflessi sul complesso dell’economia della diffusione delle imprese familiari possono essere molto differenziati. Le analisi considerate purtroppo non consentono di fare confronti tenendo conto di questi aspetti.

## 4. Trasferimenti del controllo

### 4.1 Cambiamenti nel controllo delle imprese

Nei paragrafi precedenti si è mostrato che gli assetti di proprietà delle imprese italiane sono rimasti fortemente concentrati e a predominio familiare. Gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo non sembrano aver subito modificazioni drastiche e si basano su un vasto ricorso al gruppo e a relazioni informali quali i legami di parentela e su un accresciuto impiego di clausole statutarie.

Il grado di efficienza di un sistema economico dipende anche dal modo in cui il controllo viene trasferito da un soggetto a un altro. La necessità o la desiderabilità di un mutamento nel controllo di un'impresa possono dipendere da vari fattori, riconducibili a cambiamenti avvenuti nelle condizioni interne o esterne all'azienda stessa. Al modificarsi, ad esempio, del tipo di tecnologia prescelta dall'impresa o al suo riposizionamento settoriale può doversi associare un cambio nella guida dell'azienda, perché il soggetto che era "adatto" al controllo prima del cambiamento potrebbe non esserlo più dopo. Il venire meno di alcune risorse strategiche, come ad esempio, la fuoriuscita dall'impresa di uno o più soci fondatori, oppure una profonda crisi di liquidità costituiscono altri esempi di situazioni nel corso delle quali può imporsi il bisogno di un ricambio nel controllo. Allo stesso modo, uno *shock* tecnologico esterno, come potrebbe essere l'avvento di un nuovo regime produttivo e organizzativo ovvero l'aprirsi di nuove opportunità di investimento e di nuovi mercati, trasformando l'ambiente esterno, potrebbero richiedere l'ingresso nell'azienda di nuove risorse imprenditoriali.

La presenza di un mercato della proprietà e del controllo delle imprese dovrebbe facilitare il processo di ri-allocazione efficiente del controllo, dai soggetti che inizialmente lo detenevano (e che sono divenuti "inadatti" a seguito dei cambiamenti avvenuti) ai nuovi potenziali controllanti. Il mercato della ri-allocazione proprietaria è in realtà, come del resto quasi ogni altro mercato, soggetto a frizioni, a ostacoli che ne riducono la velocità di funzionamento e l'efficienza stessa.

Va tenuto conto infatti che il bene che si scambia sul mercato della proprietà delle imprese, il controllo, ha natura peculiare. Controllare un'impresa significa, per definizione, detenere potere e prestigio, anche di tipo personale. La cessione del controllo da parte del soggetto che lo detiene potrebbe non essere influenzata, pertanto, da sole considerazioni di puro calcolo pecuniario ma anche dai benefici personali che ad esso sono associati. La diffusione di legami di parentela tra i

soggetti che detengono il controllo può costituire un altro tipo di “ostacolo” alla vendita pura e semplice dell’impresa. Il trasferimento del controllo da una generazione a un’altra è comunque un momento molto delicato nella vita delle imprese familiari. Recenti analisi mostrerebbero, infatti, che problemi connessi con la successione possono accrescere la probabilità di fallimento delle imprese con oltre venticinque anni di attività sul mercato (Lotti e Santarelli, 2003).

Anche il quadro istituzionale e normativo influisce in maniera rilevante sul grado di sviluppo del mercato delle imprese. Un sistema normativo che assicura scarse tutele agli azionisti di minoranza può favorire il persistere di modelli di controllo relativamente “chiusi”, incentrati, magari, su strumenti informali di esercizio del controllo stesso che riducono il grado di trasparenza e di vendibilità dell’impresa stessa.

Come in tutti i mercati, anche quello della proprietà delle imprese, richiede la presenza di intermediari che favoriscono l’incontro tra i soggetti che intendono cedere il controllo e quelli che potenzialmente vorrebbero acquisirlo, che valutano il “prezzo di cessione dell’impresa”, che garantiscono l’affidabilità delle informazioni contabili relative all’azienda, che seguono il processo di trasferimento. Questi intermediari avranno natura più o meno specialistica a seconda dei sistemi economici considerati.

#### ***4.2 I trasferimenti sostanziali***

La cessione del controllo di un’impresa può aver luogo a seguito di politiche di riorganizzazione aziendale e quindi all’interno dello stesso gruppo industriale; oppure nell’ambito di una stessa famiglia, come risultato, ad esempio, di una successione tra il fondatore e gli eredi; ovvero come trasferimento da un soggetto controllante a un altro soggetto non legato da vincoli di parentela.

Il primo tipo di trasferimento, quello infragruppo, risponde di solito a strategie interne al gruppo e non può essere considerato un vero e proprio mutamento di controllo (trasferimento non sostanziali).

Nell’indagine Esetra2 ci si è prefissi l’obiettivo di analizzare i trasferimenti che rappresentano un vero cambio di controllo (trasferimenti sostanziali), sono quindi stati trascurati i trasferimenti del primo tipo. Il 60 per cento dei trasferimenti sostanziali è avvenuto tra soggetti legati da vincoli di parentela mentre il restante 40 per cento è avvenuto nel mercato. Più della metà delle imprese del campione non ha mai subito trasferimenti. Anche per questa parte della ricerca, nei confronti tra i risultati delle indagini Esetra va tenuta presente la non perfetta corrispondenza dei due campioni.

I trasferimenti al di fuori della famiglia controllante tra il 1993 e il 2003 sono diminuiti (da 46,5 a 40 per cento dei trasferimenti totali) e questo fenomeno potrebbe essere dipeso dalla diversa composizione dei due campioni [cfr. tav. 34].

In generale, il trasferimento della proprietà di un'impresa può essere legato anche al ciclo di vita dell'imprenditore e quindi all'età dell'impresa stessa. Se si considerano i trasferimenti subiti da ciascuna impresa dalla fondazione fino al 2003 secondo l'età dell'impresa, si riscontra che la maggiore frequenza di trasferimenti ha luogo quando le imprese hanno un'età compresa tra i 20 e i 25 anni (13 per cento del totale). La frequenza dei trasferimenti tende, quindi, a diminuire al crescere dell'età dell'impresa<sup>42</sup>. La distribuzione dei trasferimenti considerando solo l'ultimo trasferimento avvenuto presenta un andamento simile, ma con frequenze più alte [cfr. fig. 3].

Se si distinguono i trasferimenti secondo l'età dell'impresa tra quelli "di mercato" e quelli "tra parenti" si riscontrano alcune diversità: i trasferimenti di mercato sono più frequenti nei primi anni di vita dell'impresa rispetto ai trasferimenti tra parenti. I trasferimenti, sia di mercato sia in ambito familiare, hanno un primo picco dopo circa 20-24 anni dalla fondazione dell'impresa. In generale, i trasferimenti in ambito familiare riflettono il susseguirsi delle generazioni: un picco a 20-24 anni, un successivo picco intorno ai 45-49 anni di vita dell'impresa e poi un balzo finale dopo i 90 anni. I trasferimenti di mercato invece dopo il secondo picco dei 20-24 anni hanno un andamento più declinante e con picchi più ravvicinati: 35-39 anni, 50-54 anni 70-74 anni, oltre 90 anni [cfr. fig. 4].

La situazione economico-finanziaria delle imprese trasferite nel periodo immediatamente precedente la riallocazione è generalmente positiva. Considerando le imprese del campione Esetra 2 si osserva che prima del trasferimento solo il 23 per cento di esse si trovava in perdita e il 25 per cento aveva carenza di liquidità [cfr. tav. 35]. Le condizioni economiche prima del trasferimento di proprietà differiscono, però, a seconda della tipologia del trasferimento: le imprese riallocate attraverso il mercato presentano generalmente condizioni economico-finanziarie peggiori rispetto a quelle trasferite all'interno della famiglia [cfr. tav. 36]. Questo fenomeno potrebbe indicare che le determinanti del trasferimento sono diverse nei due casi. I trasferimenti in ambito familiare sembrano essere legati soprattutto al ricambio generazionale, mentre nel secondo caso essi potrebbero essere determinati più frequentemente da situazioni di difficoltà in cui versa l'impresa.

---

<sup>42</sup> Le frequenze elevate registrate oltre i 90 anni di vita dell'impresa riflettono il fatto che la classe di età considerata è una classe aperta.

Se si confrontano casi di trasferimento nell'ambito della famiglia controllante rispetto a quelli extra-familiari si nota che nel primo caso si raggiunge una maggiore dispersione della proprietà: le imprese trasferite tra soggetti legati da parentela (infra-familiari) presentano un numero medio di proprietari più alto così come un più alto numero medio di controllanti, mentre la dimensione media delle quote di proprietà è più bassa [cfr. tav. 37]. Rispetto ai risultati che si osservavano dieci anni fa si riscontra una sistematica diminuzione del numero medio di proprietari e di controllanti e un connesso aumento della dimensione media delle quote proprietarie a seguito dei trasferimenti (dentro e fuori dalle famiglie) [cfr. tav. 37].

### ***4.3 I trasferimenti extra-familiari***

Dal punto di vista del venditore, nel 44,1 per cento dei casi, il trasferimento del controllo è avvenuto per necessità (40,6 per cento nel 1993). Tra le ragioni di necessità, la condizione prevalente è la crisi di liquidità: 23,7 per cento nel 2003 contro 18,8 nel 1993 (nel 2003 in circa la metà dei casi la riallocazione è sollecitata dalle banche creditrici, tav. 35); seguita dalle condizioni fisiche del controllante persona fisica (15,3 nel 2003 contro 8,8 per cento nel 1993); poco rilevante quale causa di trasferimento del controllo è il conflitto tra controllanti. Nella maggioranza dei casi il controllante ha deciso di cedere l'azienda per altri motivi (55,9 nel 2003 contro il 59,4 del 1993) [cfr. tav. 38].

Se si considera invece il punto di vista dell'acquirente, quasi nei  $\frac{3}{4}$  delle riallocazioni lo scopo è quello di espandere la propria attività e/o di creare sinergie con imprese già controllate. Poco meno di un quarto dei casi è determinato dalla volontà di intraprendere un'attività imprenditoriale. Poco rilevante è l'acquisizione di imprese in difficoltà con l'obiettivo di ristrutturarle e rivenderle [cfr. tav. 39].

Il mercato della proprietà delle imprese sembra ancora largamente incentrato sui contatti personali, anche se rispetto al 1993 si registra un maggior coinvolgimento delle banche tra gli intermediari delle compravendite di aziende. In circa il 70 per cento dei casi la riallocazione avviene in seguito ad iniziativa e contatto diretto del venditore o dell'acquirente, soltanto nel 30 per cento dei casi (tale dato è comunque raddoppiato rispetto al 1993) il contatto tra le parti avviene grazie all'intervento di un intermediario al quale le parti si rivolgono, l'iniziativa è distribuita uniformemente tra acquirente e venditore [cfr. tav. 40].

La compravendita di imprese viene conclusa in tempi relativamente rapidi (quasi il 90 per cento entro un anno, il 68 per cento entro sei mesi), non avendo dati di confronto relativi al passato non è possibile capire se ci sia stato un cambiamento [cfr. tav. 41].

Nel 22,6 per cento dei trasferimenti extra-familiari si assiste all'ingresso di nuovi soci – persone fisiche; nell'8,1 di soggetti-intermediari finanziari; nel 3,2 per cento di imprese non finanziarie [cfr. tav. 42]

In una quota significativa dei casi il nuovo controllante prima dell'acquisizione era legato all'impresa: nel 30,6 per cento dei casi prestava attività nell'impresa; nel 27,4 era già socio dell'impresa detenendo partecipazioni di minoranza e nel 16,1 per cento dei casi partecipava al controllo [cfr. tav. 43]. A questo tipo di relazioni si sommano quelle connesse con rapporti in qualità di fornitore o di cliente dell'impresa acquisita.

Nel complesso, quindi, anche l'analisi delle caratteristiche del nuovo controllante sembra confermare la natura personale di conoscenza diretta (per via di legami di lavoro o per via di partecipazioni di capitale) tra chi acquista e l'impresa oggetto dell'acquisizione.

Un altro caso tipico di acquisizione è quello riconducibile alla crescita orizzontale che però è relativamente poco frequente: il nuovo controllante solo nel 17,7 dei casi era concorrente dell'impresa acquisita.

È interessante notare che il nuovo controllante è laureato nel 9,7 per cento dei casi, quota più o meno in linea con la quota dei laureati sulla popolazione adulta italiana, ma forse bassa se riferita al fatto che si tratta degli individui che tipicamente sono anche i massimi dirigenti delle imprese; quasi trascurabile è la quota di coloro i quali hanno partecipato a corsi di *management* di almeno 3-6 mesi in Italia o all'estero (1,6 per cento).

#### ***4.4 I trasferimenti all'interno della famiglia – Successione***

La rilevanza del tema dell'avvicendamento generazionale per le imprese dei due campioni analizzati emerge con chiarezza da vari elementi: il 40 per cento delle imprese Esetra con più di 30 anni risultano ancora esse controllate dal fondatore; l'età media dei controllanti (ovviamente persone fisiche) delle imprese Invind è di 61 anni e più dell'80 per cento di essi ha più di 50 anni [cfr. tav. 44]. È dunque ragionevole aspettarsi che un numero consistente di imprese dovrà affrontare nei prossimi anni un passaggio generazionale.

*Programmazione della successione.* Dai risultati delle due indagini emerge che il problema dell'avvicendamento generazionale è avvertito: nel 2003, il 55 per cento delle imprese del campione Esetra2 e il 61 per cento delle imprese del campione Invind (tra quelle in cui il controllante è una persona fisica) dichiarano di aver programmato la successione [cfr. tav. 45]. Per questo ultimo campione è possibile esaminare come varia la propensione ad affrontare il problema con l'età del controllante. Come ci si può attendere, circa il 90 per cento delle imprese che hanno affrontato la questione hanno un controllante che ha più di 50 anni.

La cessione di quote di proprietà ai figli sembra preludere frequentemente alla successione: nel 38,5 per cento dei casi nel campione Esetra2 e nel 45 per cento dei casi nel campione Invind [cfr. tav. 46] sono già state cedute quote di proprietà ai discendenti. Anche in questo caso la propensione alla cessione "anticipata" di quote dipende dall'età del controllante (nell'80% dei casi di cessione anticipata il controllante ha più di 60 anni) [cfr. tav. 48].

*Caratteristiche del nuovo controllante.* Ulteriori indicazioni relative alla preparazione dell'avvicendamento generazionale alla guida dell'impresa derivano dall'analisi dei dati sulle caratteristiche del soggetto al quale viene trasmesso il controllo [cfr. tav. 49]. La prassi di far formare il futuro controllante nell'azienda stessa risulta molto diffusa: nell'82 per cento dei casi il nuovo controllante infatti prestava attività nell'impresa prima di acquisire il controllo. Assai più elevato sembrerebbe il grado di istruzione dei nuovi controllanti nei trasferimenti infra-familiari rispetto ai trasferimenti extra-familiari: nel 44 per cento dei casi il nuovo controllante è laureato (contro il 9,7 per cento nel caso dei trasferimenti extra-familiari) e nel 16 per cento ha svolto un corso di management (a fronte dell'1,6 per cento nel caso di cessioni extra-familiari; cfr. tav. 43). Questi dati indicherebbero che la programmazione del trasferimento infra-familiare avviene anche attraverso un forte investimento in formazione scolastica e sul lavoro a favore dei soggetti successivamente prescelti come nuovi controllanti.

*Ruolo delle istituzioni del mercato nel ricambio generazionale.* Il coinvolgimento nella successione di soggetti esterni non sembra essere rilevante (solo 8 per cento dei casi), tale dato non si discosta da quello del 1993. Tra i soggetti esterni quelli che svolgono il ruolo più rilevante (più della metà dei casi) sono i consulenti legali e commerciali, anche sotto questo profilo i dati sono in linea con quelli del 1993 [cfr. tav. 50].

Il quadro che emerge dal campione Invind è molto diverso. Il coinvolgimento di soggetti esterni si ha in quasi la metà dei casi di programmazione della successione<sup>43</sup>. I soggetti esterni maggiormente coinvolti anche in questo caso sono i consulenti legali e commerciali (63 per cento), un ruolo di rilievo è svolto dai membri del c.d.a. “esterni” alla famiglia [cfr. tav. 51].

#### **4.5 Sintesi**

Dai risultati dell’indagine Esetra2 emerge che il 60 per cento dei trasferimenti di controllo relativi alle imprese del campione ha avuto luogo tra soggetti legati da vincoli di parentela e solo il restante 40 per cento è stato rappresentato da cessioni sul mercato. Più della metà delle imprese sono ancora controllate dal fondatore.

I trasferimenti sembrano essere determinati da fattori diversi a seconda che essi avvengano all’interno della famiglia controllante o tra soggetti non legati da vincoli di parentela. Nel primo caso i trasferimenti sembrano essere connessi soprattutto all’avvicendamento generazionale, mentre nel secondo caso essi risultano più frequentemente determinati da situazioni di difficoltà economico-finanziarie dell’impresa successivamente trasferita.

Il mercato della proprietà delle imprese è nel 2003 ancora incentrato sui contatti personali tra venditore e compratore, anche se rispetto al 1993 si osserva un maggiore coinvolgimento delle banche quali intermediari nella compravendita. Anche nei trasferimenti al di fuori della famiglia il nuovo controllante era comunque in qualche modo già “legato” all’impresa (perché vi prestava attività, era socio, partecipava al controllo...).

La questione dell’avvicendamento generazionale sembra essere avvertita dalla maggior parte degli imprenditori-controllanti. Tra i passi attraverso i quali la successione viene preparata figurano la cessione di quote di proprietà da parte del controllante ai propri discendenti e il coinvolgimento diretto di questi ultimi nell’attività dell’impresa. Più frequentemente rispetto al caso dei trasferimenti extra-familiari i nuovi controllanti sono laureati e hanno svolto corsi di *management*.

---

<sup>43</sup> Tale differenza può dipendere anche dal fatto che le relative domande nei dei questionari sono poste in maniera diversa e/o dalla differenze dimensionali delle imprese dei due campioni.



## 5. Cambiamento e continuità nei modelli proprietari

L'obiettivo delle ricerche, descritte nei paragrafi precedenti, era quello di accertare il grado di mutamento del sistema italiano nel decennio 1993-2003, sotto il profilo della proprietà e del controllo delle imprese non quotate.

Il modo nel quale il controllo sulle imprese è allocato e trasferito, le regole che contribuiscono a determinare gli assetti proprietari e i loro cambiamenti ricoprono un ruolo fondamentale nel definire il grado di efficienza di un sistema economico<sup>44</sup>.

Il quadro che emerge dalle indagini in questione sembra connotato da molte persistenze e da sporadici cambiamenti rispetto alle attese.

Dato in partenza il forte grado di concentrazione della proprietà, era immaginabile che un decennio non avrebbe potuto condurre a una trasformazione profonda del sistema proprietario italiano, soprattutto di quello delle società il cui capitale non è quotato sui mercati borsistici. Era più ragionevole aspettarsi una modesta modifica degli assetti proprietari delle imprese italiane ad esempio attraverso un maggiore coinvolgimento delle istituzioni finanziarie.

Altra aspettativa ragionevole era quella che nel decennio 1993-2003 ci fossero stati dei passi di relativa apertura degli assetti proprietari; ancora una volta, non un mutamento drastico di modello ma alcuni segnali di cambiamento.

La struttura proprietaria delle imprese risulta, invece, ancora molto concentrata; assai rilevante è la quota proprietaria detenuta da persone fisiche. Diffusi sono i legami di parentela tra coloro che detengono quote di proprietà delle imprese. Al crescere della dimensione aziendale si riscontra un ricorso molto frequente alla forma di controllo di gruppo. Le indagini evidenziano, inoltre, che gli assetti di governo delle imprese italiane sono spesso consolidati da patti parasociali e clausole statutarie limitative della circolazione delle azioni.

Lo stesso mercato della riallocazione proprietaria in questi dieci anni non sembra ancora aver raggiunto un livello adeguato di sviluppo. Nella maggior parte dei casi prevale un forte carattere personale nei contatti, intermediati soprattutto dai professionisti legati all'azienda. La maggior parte dei cambiamenti di controllo sono legati all'avvicendamento tra le generazioni della stessa famiglia controllante.

---

<sup>44</sup> Cfr. Barca (1994); La Porta, Lopez de Silanes *et al.* (1999); Zingales (1998).

I cambiamenti principali sembrano essere stati: la riduzione della proprietà pubblica (anche in seguito al vasto processo di privatizzazioni); il maggior peso dei soggetti esteri sia nella proprietà, sia nel controllo delle imprese italiane; segnali possibili di un accorciamento delle catene di controllo nei gruppi.

Gli anni novanta, tuttavia, sono stati, per l'Italia, un periodo di cambiamento delle istituzioni e delle norme giuridiche: bancarie, mobiliari, finanziarie, societarie, di diritto del lavoro. Tale percorso di riforma ha avuto una connotazione *pragmatica*. Non si è cercato di importare nel sistema un insieme di nuove istituzioni e regole mutuato da un esempio estero, come invece è accaduto nel caso di alcuni paesi dell'Europa centro-orientale. È stata invece accresciuta la gamma degli strumenti giuridici a disposizione delle imprese e degli operatori.

In linea teorica, ci si sarebbe potuto aspettare che i cambiamenti attuati nella normativa e nelle istituzioni finissero per avere un impatto sulla organizzazione e sugli assetti proprietari e di controllo delle imprese. Molteplici ragioni possono spiegare perché ciò non è accaduto, o è accaduto solo parzialmente.

Va innanzitutto osservato che l'evoluzione dei sistemi finanziari e di *corporate governance* può essere influenzata in maniera rilevante dalle condizioni iniziali (*path dependence*), per cui nonostante esistano dei fattori, dovuti principalmente all'integrazione dei mercati, che spingono verso la convergenza di tali sistemi (almeno tra le economie sviluppate), notevoli differenze continuano a persistere (Bebchuck e Roe 1999). Ciò può spiegare perché, nonostante le riforme, i tratti fondamentali dei sistemi finanziari e soprattutto della struttura proprietaria e di controllo delle imprese abbiano subito modifiche di modesta entità. Inoltre, alcune importanti cambiamenti nell'assetto normativo hanno avuto luogo solo nella seconda metà degli anni novanta, per cui il lasso di tempo intercorso è effettivamente breve. A riprova di quanto detto si consideri che lo stesso mercato azionario, il cui sviluppo costituiva senza dubbio uno degli obiettivi principali delle riforme realizzate in questi anni, pur essendo "cresciuto" sotto molteplici profili (es. liquidità, capitalizzazione, qualità delle regole), conserva una limitata capacità di "attrazione" delle imprese. In particolare, le dimensioni del listino sono cresciute in misura limitata e restano ridotte rispetto al potenziale di quotazione dell'economia<sup>45</sup>. Analogamente il settore degli investitori istituzionali nel

---

<sup>45</sup> Il numero di società quotate in Borsa è rimasto pressoché costante nel corso del decennio (nel 1993 erano 218, nel 2002 erano 231). L'evoluzione più significativa è costituita dalla creazione del "Nuovo Mercato" (1999) presso il quale erano quotate, nel 2002, 44 società (Fonte: Consob). Le dimensioni del mercato italiano rimangono ridotte rispetto a quelle dei mercati dei principali paesi europei sia in termini assoluti sia in relazione alle dimensioni dell'economia. In particolare, il rapporto tra capitalizzazione e prodotto interno lordo nel 2001 era pari in Italia al 48,7 per cento, in

capitale delle società non quotate, anche in conseguenza delle misure adottate in questi anni, ha sperimentato una considerevole crescita sia in termini di operatori sia in termini di capitale investito, tuttavia il ruolo nel mercato finanziario rimane marginale<sup>46</sup>.

Inoltre, il processo di riforma non è stato esaustivo, manca ancora di componenti importanti. Ad esempio, il diritto societario solo recentemente è stato oggetto di una revisione organica, nella direzione di una maggiore autonomia statutaria che dovrebbe allargare la gamma di soluzioni organizzative e finanziarie disponibili alle imprese. Permane l'urgenza di riformare anche il diritto fallimentare che incide in misura rilevante sulla propensione al rischio degli imprenditori e sulla riallocazione delle risorse impiegate in maniera inefficiente. Il diritto fallimentare italiano, ancora cristallizzato sulle norme del 1942, è infatti caratterizzato da una concezione assai punitiva nei riguardi dell'imprenditore e non è idoneo a consentire una pronta ed efficace gestione delle crisi. Altrettanto importante è la riforma del processo civile con l'obiettivo di assicurare un più accurato e tempestivo *enforcement* delle regole di diritto sostanziale.

Ancora, ulteriori ostacoli al superamento dell'equilibrio esistente possono derivare dalle complementarità che esistono tra le istituzioni operanti sui vari mercati: del capitale, del lavoro, della proprietà e dei prodotti. Singole riforme possono introdurre elementi di novità ma poi essere inefficaci perché magari in contrasto con il resto del quadro istituzionale. Ad esempio, il concreto funzionamento delle nuove regole potrebbe essere ostacolato dall'inefficienza e dal *modus operandi* dei tribunali. Con il Testo unico della finanza e con la riforma del diritto societario ci si è mossi, da un lato, nella direzione di accrescere l'autonomia statutaria e, quindi, le occasioni di accordi *ex ante* fra soggetti imprenditori e soggetti proprietari, dall'altro sono state introdotte maggiori tutele dei proprietari affidate al giudizio, *ex post*, dei tribunali e dei giudici. Per comprendere le tensioni che derivano al sistema da queste innovazioni si pensi al fatto che i conflitti in questione possono assumere forme assai complesse che richiedono da parte dei giudici chiamati a pronunciarsi notevoli competenze specialistiche, in grado di cogliere gli aspetti organizzativi, finanziari,

---

Germania al 58,3 per cento, in Spagna al 80,9 per cento, in Francia 90,1 per cento, ben al di sopra del 100 per cento nel Regno Unito e in Olanda (Pellizzoni 2002, p. 6).

<sup>46</sup> Gli investimenti effettuati dagli operatori del settore sono passati da 100 milioni di Euro nel 1994 a 3 miliardi di Euro nel 2003, mentre nello stesso arco di tempo il numero di operatori è quasi triplicato. Il numero di società coinvolte in operazioni con investitori istituzionali è tuttora esiguo: nel 2003 è stato di 266 (Fonte AIFI- Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio). Le dimensioni del mercato italiano, misurate come ammontare degli investimenti sul PIL, risultano in linea con quelle dei mercati tedesco e francese, ma inferiori a quelle dei mercati spagnolo, olandese e del Regno Unito (EVCA 2003).

industriali, comportamentali<sup>47</sup>. Ciò rende ancora più necessaria una complessiva revisione del processo civile e la costituzione di giurisdizioni specializzate in materia societaria e fallimentare.

Questi tentativi di interpretazione della persistenza rilevata dalle indagini svolte fanno riferimento a fattori legati alla “offerta di istituzioni”, a presunte manchevolezze da attribuire ai riformatori nel modo, nel tipo, nella tempistica dell’offerta di nuove regole e nuove soluzioni istituzionali. Non si può tuttavia escludere che il mancato cambiamento sia dovuto piuttosto a ragioni legate alla scarsa “domanda” di nuove istituzioni. Nel dibattito giornalistico e nella letteratura di carattere sociologico è diffusa la tesi secondo la quale un ruolo importante nella funzione di utilità di gran parte degli imprenditori italiani è rivestito da variabili come il prestigio, il potere, il “senso della famiglia”. Ciò spiegherebbe la riluttanza degli imprenditori a cedere il controllo, o a trasferirlo al di fuori della famiglia, anche di fronte ad opportunità di cessione favorevoli o a situazioni di crisi che non si è in grado di fronteggiare nella maniera più adeguata. Ovviamente l’accettazione di una simile spiegazione di carattere culturale lascerebbe ben pochi spazi ad ulteriori interventi di *policy*. In generale, gli imprenditori italiani potrebbero invece essere restii ad aprire la struttura di governo delle loro imprese per motivi riconducibili agli elevati benefici privati del controllo, di natura pecuniaria, di cui possono godere. L’entità di questo tipo di benefici privati dipende da una serie di fattori tra i quali la libertà che il controllante ha di disporre delle risorse della società financo a danno degli azionisti di minoranza e dei finanziatori. Su questi aspetti incidono le eventuali carenze nelle tutele previste dall’ordinamento giuridico e l’inadeguatezza dei sistemi di *enforcement* delle norme stesse. In questo senso, la possibilità di compiere ulteriori passi nel processo di riforma nella direzione di un rafforzamento della protezione dei finanziatori rimarrebbe aperta.

Infine, alle ragioni appena elencate quali possibili spiegazioni del mancato cambiamento, va considerata anche la possibilità che gli assetti proprietari e i modelli di controllo prevalenti tra le imprese italiane non si siano modificati in quanto “ottimali”.

Questa è forse la questione più importante tra tutte quelle sollevate ed è intimamente connessa con l’interrogativo su quale sia il nesso tra assetti proprietari e *performance* delle imprese.

Da un punto di vista teorico, nelle società in cui la proprietà è concentrata nelle mani di uno o più azionisti che detengono saldamente il controllo, come quelle che stiamo considerando, non si

---

<sup>47</sup> Enriques (2001) in una ricerca recente condotta su una serie di provvedimenti emessi dal tribunale di Milano (il tribunale forse più dotato di competenze economiche attualmente presente in Italia) in materia di azioni mosse da soci

pone un problema di conflitto di interessi tra azionisti e *manager*, sia perché frequentemente le due figure coincidono sia perché quand'anche quest'ultima condizione non si verifica gli azionisti, in virtù dell'elevata quota di capitale posseduto, hanno sufficienti incentivi a vigilare strettamente sull'operato dei *manager*. Per questa via la concentrazione della proprietà può avere effetti positivi sulla *performance* dell'impresa<sup>48</sup>. Come abbiamo visto, un ulteriore elemento che contraddistingue le imprese analizzate è il loro carattere familiare. Anche questo fattore può avere effetti positivi sui risultati d'impresa. Nelle imprese familiari, infatti, i problemi di agenzia presenti nei rapporti di delega all'interno delle imprese, ad esempio tra *manager* e lavoratore, possono essere mitigati da fattori quali la fiducia e l'altruismo presenti nelle relazioni familiari (Chami, 2001).

Sia la concentrazione della proprietà sia il carattere familiare possono però avere effetti negativi soprattutto in una prospettiva di crescita delle imprese. Se è immaginabile che nella fase iniziale di vita di una impresa si possa fare affidamento prevalentemente sull'autofinanziamento e sull'indebitamento vi è un momento nel quale i controllanti dovranno decidere se ricorrere anche a risorse esterne nella forma di capitale di rischio per finanziare la crescita, cedendo una parte o tutta la proprietà dell'impresa a nuovi soci<sup>49</sup>. La volontà dell'azionista principale di mantenere il controllo (e/o di mantenerlo all'interno della famiglia) può quindi costituire un freno alle possibilità di crescita delle imprese. Inoltre, lo sviluppo dimensionale delle imprese familiari può essere ostacolato da un ulteriore fattore: la carenza di risorse manageriali. Anche in questo caso, la volontà di attingere esclusivamente alle risorse interne alla famiglia nel selezionare i *manager* può portare a situazioni in cui l'impresa finisce per essere gestita da soggetti poco capaci o inadatti. Infatti, poiché la distribuzione delle capacità gestionali nella popolazione è casuale – non è quindi correlata tra generazioni – le probabilità di incorrere in un *manager* incapace quando quest'ultimo è scelto tra i componenti di una famiglia e non sul mercato sono maggiori<sup>50</sup>.

Sebbene la letteratura empirica non fornisca risposte univoche circa gli effetti degli assetti proprietari e di controllo sulla *performance* delle imprese<sup>51</sup>, tuttavia non può non essere osservato

di minoranza, evidenzia il peso assai scarso che hanno finora i profili di merito nella valutazione giudiziaria dei conflitti societari.

<sup>48</sup> Cfr., ad esempio, Shleifer e Vishny (1997).

<sup>49</sup> Cfr., ad esempio, Rajan e Zingales (1998).

<sup>50</sup> Caselli e Gennaioli (2003) dimostrano che la pratica di trasmettere non solo la proprietà, ma anche la gestione delle imprese ai discendenti ha effetti negativi sulla crescita complessiva di una economia.

<sup>51</sup> La letteratura sul tema è ormai vastissima, essa però si concentra quasi esclusivamente sulle società quotate. Limitandosi a considerare gli effetti della struttura proprietaria (proprietà concentrata – proprietà diffusa) brevi rassegne sono contenute in Demsetz e Villalonga (2002), Becht *et al.* (2002), Gugler (2001). I risultati ai quali giunge questa letteratura non sono conclusivi, neppure sull'esistenza stessa di effetti dovuti alla struttura proprietaria. Anche per quanto riguarda gli effetti del controllo familiare i più recenti studi empirici, relativi anche essi a società quotate,

che l'ultimo decennio è stato caratterizzato da risultati particolarmente deludenti per l'economia italiana. Il tasso di crescita del prodotto è stato il più basso del dopoguerra (pari a 1,4 per cento l'anno). Esso risulta in forte rallentamento rispetto ai decenni precedenti ed è inferiore di mezzo punto rispetto alla crescita media dell'Europa.

L'industria italiana, in particolare, ha subito una duratura perdita di competitività che si traduce in un calo delle quote di mercato: nel 1995 la quota italiana delle esportazioni mondiali era, a prezzi costanti, pari al 4,5 per cento nel 2002 era scesa al 3,6 e nel 2003 al 3,3; a fronte di una tenuta o di aumento delle quote di altri paesi avanzanti.

Queste difficoltà competitive sembrano legate al modello di specializzazione del sistema industriale fortemente squilibrato verso le lavorazioni tradizionali a scarso contenuto tecnologico. La domanda mondiale per i beni tradizionali è cresciuta a tassi pari alla metà di quella rivolta ai beni ad alta tecnologia. La concorrenza sui mercati dei prodotti tradizionali si è fatta assai più serrata anche per l'ingresso, nel corso dell'ultimo decennio, dei produttori localizzati nei paesi emergenti dove i costi di produzione, in particolare quello del lavoro, sono molto più bassi.

La specializzazione produttiva è a sua volta legata all'altra anomalia morfologica del nostro sistema industriale: la ridotta dimensione media delle aziende e la lentezza dei processi di accrescimento dimensionale. Fenomeni, questi ultimi, che condizionano la capacità innovativa del sistema e le opportunità di riposizionamento merceologico della nostra industria.

In sintesi, l'industria italiana si è caratterizzata negli scorsi decenni per due persistenze. Da un lato, quella attinente al modello di specializzazione: unico tra i paesi avanzati, l'Italia ha ridotto il numero di settori di relativa specializzazione e ha approfondito la specializzazione relativa in quegli stessi settori, tradizionali, nei quali era inizialmente specializzata (Bugamelli, 2001). Dall'altro quella dimensionale: dal 1970 la dimensione media delle imprese è in calo, si contrae più che altrove il numero di grandi imprese e non si hanno segni di crescita da parte delle piccole<sup>52</sup>.

---

trovano risultati diversi. Anderson e Reeb (2003), Adams *et al.* (2003) e Sraer e Thesmar (2004) dimostrano che le "imprese familiari" hanno risultati migliori delle altre, diversamente Morck *et al.* (2000) e Perez-Gonzales (2002) trovano che le imprese gestite da discendenti del fondatore hanno risultati peggiori. Inoltre, Morck *et al.* (2000) trovano evidenza empirica di effetti macroeconomici della successione intra-familiare: nei paesi in cui questa pratica è più diffusa la crescita economica è più lenta.

<sup>52</sup> Gli assetti proprietari possono essere tra i fattori che condizionano la dimensione delle imprese, cfr. Barca (1994) e più recentemente Zingales *et al.* (1999).

Come evidenziato in precedenza, la crescita dimensionale delle imprese richiede l'accesso a risorse finanziarie e manageriali di cui i controllanti potrebbero non disporre o potrebbero non voler acquisire sul mercato per non perdere il controllo<sup>53</sup>.

Ecco allora che lo stato e lo scarso dinamismo degli assetti proprietari e di controllo delle imprese potrebbero rappresentare un importante strumento di interpretazione per capire in che misura le imprese italiane non possono o non intendono crescere.

---

<sup>53</sup> Secondo Burkart *et al.* (2003) le scelte del fondatore dell'impresa relativamente all'assunzione di un *manager* esterno alla famiglia e alla cessione di quote del capitale dipendono dal grado di protezione che il sistema legale fornisce agli azionisti di minoranza. Solo nei sistemi che assicurano una forte protezione legale è possibile ottenere la separazione completa tra proprietà e controllo con società a proprietà diffusa e gestione di *manager* professionisti.

# **Tavole e figure**



**COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE INVIND**

	%
<b>Dimensione (addetti)</b>	
50-199	61,5
200-499	22,5
500-999	8,4
1000 e oltre	7,6
Totale	100,0
Media	432
Mediana	145
<b>Forma giuridica</b>	
Società a responsabilità limitata (Srl)	26,9
Società per azioni (Spa)	70,6
Società in accomandita per azioni	0,2
Società cooperativa (Scri o Scrl)	1,7
Società di persone	0,4
Altro	0,2
Totale	100,0
<b>Età dell'impresa (anni)</b>	
0-10	14,3
11-20	18,3
21-30	21,9
31-50	26,0
51-70	8,0
71 e oltre	11,5
Totale	100,0

Fonte: Invind (2003).

**DISTRIBUZIONE SETTORIALE DELLE IMPRESE DEL CAMPIONE INVIND**

Settore economico	Numero imprese	Quota percentuale
Settore manifatturiero	1800	97,0
Alimentari-Bevande-Tabacco	201	10,8
Tessili-Abbigliamento-Cuoio-Pelli-Calzature	308	16,6
Coke-Chimica-Gomma-Plastica	212	11,4
Lavorazione dei metalli non metalliferi	120	6,5
Industria metalmeccanica	748	40,3
Altre industrie manifatturiere	211	11,4
Energia-Gas-Acqua-Estrazione di minerali	55	3,0
Totale	1855	100,0

Fonte: Invind (2003).

**DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELLE IMPRESE DEL CAMPIONE INVIND**

Area geografica	Numero imprese	Quota percentuale
Nord – Ovest	540	29,1
Nord – Est	414	22,3
Centro	394	21,2
Sud e isole	507	27,3
Totale	1855	100,0

Fonte: Invind (2003).

**DIMENSIONI DEL CAMPIONE DI IMPRESE INVIND  
CONTROLLATE DA “PERSONA FISICA”**

Dimensione (addetti)	Numero imprese	Quota percentuale
50-199	560	77,6
200-499	122	16,9
500-999	25	3,4
1000 e oltre	15	2,0
Totale	722	100,0
Media		202
Mediana		106

Fonte: Invind (2003).

**COMPOSIZIONE DEI CAMPIONI ESETRA1 ED ESETRA2**  
(valori percentuali)

	2003	1993
Numero imprese	468	289
Dimensione (addetti)		
1-19	8,9	4,9
20-49	26,0	28,9
50-199	46,9	47,9
200-499	12,6	14,8
500-999	3,0	3,2
1000 e oltre	2,6	0,3
Totale	100,0	100,0
Media	162	147
Mediana	73	77
Forma giuridica		
Società a responsabilità limitata (Srl)	33,4	22,9
Società per azioni (Spa)	58,1	71,9
Società in accomandita per azioni	0,2	0,0
Società cooperativa (Scri o Scrl)	0,5	0,0
Società di persone o ditta individuale	7,8	5,2
Totale	100,0	100,0
Età dell'impresa (anni)		
0-10	10,0	4,1
11-20	17,8	20,1
21-30	19,4	23,9
31-50	27,4	30,1
51-70	10,7	12,1
71 e oltre	14,7	9,7
Totale	100,0	100,0
Media	40	39

Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003).

**DISTRIBUZIONE SETTORIALE DELLE IMPRESE  
DEI CAMPIONI ESETRA1 ED ESETRA2**  
(valori percentuali)

Settore economico	2003	1993
Settore manifatturiero	86,8	98,7
Alimentari-Bevande-Tabacco	18,2	12,8
Tessili-Abb.-Cuoio-Pelli-Calzature	11,3	28,4
Industria di base	16,5	7,6
Industria meccanica	28,8	47,8
Industrie Varie	12,0	2,1
Energia-Gas-Acqua	0,6	0,0
Costruzioni	1,5	0,3
Servizi	5,8	0,0
Non attribuibili	5,3	1,0
Totale	100,0	100,0

Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003).

**DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELLE IMPRESE  
DEI CAMPIONI ESETRA1 ED ESETRA2**  
(valori percentuali)

Area geografica	Quota percentuale
Esetra2	
Nord – Ovest	22,9
Nord – Est	20,5
Centro	24,4
Sud e isole	32,3
Totale	100,0
Esetra1	
Nord – Ovest (Lombardia)	18,7
Nord – Est (Emilia – Romagna)	19,4
Centro (Toscana)	19,4
Sud e isole (Puglia e Sicilia)	42,4
Totale	100,0

Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003).

**NUMERO DI IMPRESE PER FORMA GIURIDICA E CLASSI DIMENSIONALI NEL SETTORE MANIFATTURIERO**

Classe dimensionale (n. addetti)	Forma giuridica						Totale	% sul totale delle imprese
	Società per azioni.	Società a respons. limitata.	Società . cooperativa.	Soc. di persone e ditte individuali	Altre forme giuridiche			
1 - 19	3.385	80.477	4.365	414.762	423	503.412	92,7	
20 - 49	4.345	15.979	537	6.186	28	27.075	5,0	
50 - 199	5.573	4.154	195	403	10	10.335	1,9	
200 - 499	1.198	239	30	7	1	1.475	0,3	
500 - 999	304	41	10	0	1	356	0,1	
1000 e oltre	197	22	3	0	1	223	0,0	
Totale	15.002	100.912	5.140	421.358	464	542.876	100,0	
% sul totale delle imprese	2,8	18,6	0,9	77,6	0,1	100,0		

Fonte: ISTAT, 2001 Censimento dell'industria e dei servizi

**NUMERO DI ADDETTI PER FORMA GIURIDICA E CLASSI DIMENSIONALI NEL SETTORE MANIFATTURIERO**

Classe dimensionale (n. addetti)	Forma giuridica					Totale	% sul totale degli addetti
	Società per azioni.	Società a respons. Limitata.	Società . cooperativa.	Soc. di persone e ditte individuali	Altre forme giuridiche		
1 - 19	27.773	536.377	25.232	1.343.512	1.313	1.934.207	39,5
20 - 49	146.296	475.652	16.048	160.438	850	799.284	16,3
50 - 199	541.387	333.051	17.795	29.351	1.094	922.678	18,9
200 - 499	360.096	67.326	8.834	1.942	432	438.630	9,0
500 - 999	205.714	27.671	7.783	0	651	241.819	4,9
1000 e oltre	491.708	54.923	8.739	0	2.808	558.178	11,4
Totale	1.772.974	1.495.000	84.431	1.535.243	7.148	4.894.796	100,0
% sul totale degli addetti	36,2	30,5	1,7	31,4	0,1	100,0	

Fonte: ISTAT, 2001 Censimento dell'industria e dei servizi



**DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE INVIND SECONDO LA DIMENSIONE DELLA PRIMA QUOTA DI PROPRIETÀ**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Dimensione della prima quota	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti)									
	50-199		200-499		500-999		1.000 e oltre		Totale	
	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003
0- <50	34,6	33,4	15,4	22,9	7,5	18,2	7,5	13,3	30,5	31,2
50	10,2	8,4	5,5	4,2	5,2	6,9	3,4	2,0	9,3	7,7
>50-<100	36,0	45,2	43,9	43,6	41,9	36,6	42,6	45,7	37,4	44,7
100	19,2	13,0	35,2	29,3	45,5	38,2	46,5	39,0	22,8	16,3
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Media									66,0	64,7

Fonte: Invind (1993), Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE ESETRA SECONDO LA DIMENSIONE DELLA PRIMA QUOTA DI PROPRIETÀ**  
(valori percentuali)

Dimensione della prima quota	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti) <sup>(1)</sup>							
	20-49		50-199		200-499		Totale	
	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003
5 - <50	45,1	38,3	37,4	38,5	40,4	41,4	40,6	39,1
50	17,1	17,6	11,8	10,6	4,8	13,8	12,2	13,3
>50-<100	36,6	38,3	47,1	42,6	31,0	34,5	39,6	39,7
100	1,2	5,8	3,7	8,3	23,8	10,3	7,6	7,9
Totale n. imprese	100,0 (82)	100,0 (120)	100,0 (136)	100,0 (216)	100,0 (42)	100,0 (58)	100,0 (288)	100,0 (468)
Media							55,4	52,0
Mediana							50,0	50,0

Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003). – (1) Il confronto è limitato alle classi dimensionali maggiormente numerose.

**DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE INVIND SECONDO LA DIMENSIONE DELLE PRIME TRE QUOTE DI PROPRIETÀ**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Dimensione delle prime tre quote	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti)									
	50-199		200-499		500-999		1.000 e oltre		Totale	
	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003
0- <50	3,4	4,5	2,2	3,9	0,8	4,9	3,4	3,6	3,1	4,4
50	0,2	1,1	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	1,0
>50-<100	38,8	39,2	29,1	28,9	23,2	19,3	24,8	26,5	36,6	37,1
100	57,6	55,2	68,7	66,7	76,0	75,8	71,8	69,9	60,1	57,5
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Media									93,0	89,0

Fonte: Invind (1993), Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE ESETRA SECONDO LA DIMENSIONE DELLE  
PRIME TRE QUOTE DI PROPRIETÀ**  
(valori percentuali)

Dimensione delle prime tre quote	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti)						
	1-19	20-49	50-199	200-499	500-999	1.000 e oltre	Totale
> 50 – 75	7,3	14,2	11,1	12,1	7,1	8,3	13,3
>75 – 100	92,7	85,8	88,9	87,9	92,9	91,7	86,7
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Esetra2 (2003).

**NUMERO DI SOCI NELLE IMPRESE INVIND**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Numero soci	%
1	16,1
2	25,6
3	15,2
4-5	23,2
6 e oltre	19,9
Media	5,6
Mediana	3

Fonte: Invind (1993), Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**NUMERO DI SOCI NELLE IMPRESE ESETRA2**  
(valori percentuali)

Numero soci	%
1	8,0
2	26,3
3	17,6
4	13,5
5 e oltre	34,7

Fonte: Esetra2 (2003).

**NUMERO DI SOCI PER CLASSI DIMENSIONALI NELLE IMPRESE INVIND**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Numero di soci	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti)			
	50-199	200-499	500-999	1.000 e oltre
1	12,8	29,9	41,5	47,2
2	26,2	20,7	28,0	26,3
3	15,5	15,3	9,0	8,7
4-5	25,1	15,4	6,9	5,9
6 e oltre	20,4	18,7	14,6	12,0
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE ESETRA  
PER TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE**  
(valori percentuali)

Tipologia del soggetto controllante	1993	2003
Persona fisica	76,2	75,0
Impresa estera	3,2	4,3
Impresa o ente pubblici	1,2	0,2
Impresa finanziaria di gruppo	8,6	13,1
Impresa privata non finanziaria	10,8	7,2
Impresa finanziaria privata	0,0	0,2
Totale	100,0	100,0

Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003).

**DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE INVIND  
PER TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Tipologia del soggetto controllante	1993	2003
Persona fisica	50,9	51,6
Impresa estera	7,8	14,6
Impresa o ente pubblici	6,9	1,6
Holding o sub-holding	20,8	23,0
Impresa privata non finanziaria	13,6	8,8
Banca	-	0,0
Altre finanziarie, assicurazioni	-	0,4
Totale	100,0	100,0

Fonte: Invind (1993), elaborazioni su dati Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale

**DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE INVIND PER TIPOLOGIA DEL SOGGETTO  
CONTROLLANTE E PER DIMENSIONE**  
(valori percentuali) <sup>(1)</sup>

Tipologia del soggetto controllante	Classe dimensionale dell'impresa ( numero di addetti)				
	50-199	200-499	500-999	1000 e oltre	Totale
Persona fisica	57,7	27,6	18,6	9,9	51,6
Impresa estera	11,8	23,9	32,9	40,5	14,6
Impresa o ente pubblici	1,1	2,7	6,5	8,6	1,6
Holding o sub-holding	20,5	33,7	34,3	37,1	23,0
Impresa non finanziaria	8,6	11,3	6,6	2,9	8,8
Banca	0,0	0,1	0,0	1,0	0,0
Altra finanziaria, assic.	0,3	0,7	1,1	0	0,4
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.



**DIFFUSIONE DI CLAUSOLE STATUTARIE RESTRITTIVE DELLA CIRCOLAZIONE  
DELLE PARTECIPAZIONI NELLE IMPRESE ESETRA**  
(valori percentuali)

Forma giuridica	Clausole presenti	Clausole assenti
2003		
Società a responsabilità limitata (Srl)	58,1	41,9
Società per azioni (Spa)	66,3	33,7
1993		
Società a responsabilità limitata (Srl)	37,3	62,7
Società per azioni (Spa)	45,6	54,4
Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003).		

**DIFFUSIONE DI CLAUSOLE STATUTARIE RESTRITTIVE DELLA CIRCOLAZIONE  
DELLE PARTECIPAZIONI NELLE IMPRESE INVIND**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Forma giuridica	Clausole presenti	Clausole assenti
Società a responsabilità limitata (Srl)	31,5	68,5
Società per azioni (Spa)	39,3	60,7
Fonte: Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.		

**DIFFUSIONE DI CLAUSOLE STATUTARIE RESTRITTIVE DELLA CIRCOLAZIONE  
DELLE PARTECIPAZIONI PER DIMENSIONI NELLE IMPRESE INVIND**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Clausole Statutarie	Classe dimensionale (addetti)				
	50-199	200-499	500-599	1000 e oltre	Totale
SI	39,3	30,9	17,9	19,4	37,4
NO	60,7	69,1	82,1	80,6	62,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**DIFFUSIONE DI CLAUSOLE STATUTARIE RESTRITTIVE DELLA CIRCOLAZIONE  
DELLE PARTECIPAZIONI PER NUMERO DI SOCI NELLE IMPRESE INVIND**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Clausole statutarie	Numero di soci			
	2	3	4-5	6 e oltre
SI	30,9	17,9	19,4	37,4
NO	69,1	82,1	80,6	62,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**DIFFUSIONE DI PATTI PARASOCIALI DI BLOCCO O DI ALTRI VINCOLI  
CONTRATTUALI AL TRASFERIMENTO DELLE PARTECIPAZIONI  
NELLE IMPRESE ESETRA2**  
(valori percentuali)

Forma giuridica	Patti presenti	Patti assenti
Società a responsabilità limitata (Srl)	14,4	85,6
Società per azioni (Spa)	17,7	82,3

Fonte: Esetra2 (2003).

**DIFFUSIONE DI PATTI PARASOCIALI DI VOTO O DI CONSULTAZIONE  
NELLE IMPRESE ESETRA2**  
(valori percentuali)

Forma giuridica	Patti presenti	Patti assenti
Società a responsabilità limitata (Srl)	26,8	73,2
Società per azioni (Spa)	23,5	76,5

Fonte: Esetra2 (2003).

**DIFFUSIONE DI PATTI PARASOCIALI DI BLOCCO  
O DI VOTO NELLE IMPRESE INVIND**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Forma giuridica	Patti presenti	Patti assenti
Società a responsabilità limitata (Srl)	6,5	93,5
Società per azioni (Spa)	9,3	90,7

Fonte: Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**LEGAMI DI PARENTELA TRA SOGGETTI CONTROLLANTI  
DELLE IMPRESE ESETRA2**  
(valori percentuali)

Esistenza di parentela	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti)						
	1-19	20-49	50-199	200-499	500-999	1000 e oltre	Totale
NO	39,0	22,5	36,1	44,8	57,1	66,7	35,4
SI	61,0	77,5	63,9	55,2	42,9	33,3	64,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Esetra2 (2003).

**LEGAMI DI PARENTELA TRA SOGGETTI CONTROLLANTI  
DELLE IMPRESE ESETRA1**  
(valori percentuali)

Esistenza di parentela	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti)						
	1-19	20-49	50-199	200-499	500-999	1000 e oltre	Totale
NO	35,7	31,7	39,0	52,4	77,8	60,0	40,1
SI	64,3	68,3	61,0	47,6	22,2	40,0	59,9
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Esetra1 (1993).

**MODELLI DI CONTROLLO DELLE IMPRESE ESETRA2 ED ESETRA1**  
(valori percentuali)

Modello di controllo	2003	1993
Controllo assoluto	22,2	19,5
Controllo di gruppo	16,7	12,3
Controllo familiare	45,9	55,2
Controllo di coalizione	13,7	10,3
Controllo a supervisione finanziaria	0,4	0,7
Controllo pubblico	0,2	1,8
Proprietà diffusa	0,9	0,0
Totale	100,0	100,0
(n. casi)	(460)	(272)

Fonte: Esetra2 (2003), Esetra1 (1993).

**MODELLO DI CONTROLLO DELLE IMPRESE ESETRA2 PER DIMENSIONI**  
(valori percentuali)

Modello di controllo	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti)			
	1-49	50-199	200 e oltre	Totale
Controllo assoluto	27,5	23,2	9,8	22,3
Controllo di gruppo	6,2	18,5	34,1	17,0
Controllo familiare	51,3	44,5	40,2	46,0
Controllo di coalizione	14,4	11,8	13,4	13,0
Controllo a supervisione finanziaria	0,0	0,5	1,2	0,4
Controllo pubblico	0,0	0,5	0,0	0,2
Proprietà diffusa	0,6	0,9	1,2	0,9
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0
(n. casi) <sup>(1)</sup>	(160)	(211)	(82)	(453)

Fonte: Esetra2 (2003). (1) Il minore numero di osservazioni rispetto al campione completo Esetra è dovuto alle mancate risposte ad una o più delle domande utilizzate per la "costruzione" dei modelli di controllo.

**MODELLI DI CONTROLLO “ULTIMO DELLE IMPRESE ESETRA2 ED ESETRA1**  
(valori percentuali)

Modello di controllo “ultimo”	2003	1993
Controllo assoluto	24,3	19,9
Controllo familiare	57,6	60,1
Controllo di coalizione	14,8	11,9
Controllo a supervisione finanziaria	0,5	0,7
Controllo pubblico	0,0	2,1
Proprietà diffusa	0,9	2,1
Non attribuibile	1,9	3,2
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Esetra2 (2003), Esetra1 (1993).

**MODELLO DI CONTROLLO “ULTIMO” DELLE IMPRESE ESETRA2 PER**  
**DIMENSIONI**  
(valori percentuali)

Modello di controllo “ultimo”	Classe dimensionale dell'impresa (numero di addetti)		
	1-49	50-199	200 e oltre
Controllo assoluto	28,2	24,6	16,9
Controllo familiare	55,0	57,3	64,9
Controllo di coalizione	16,1	14,1	11,7
Controllo a supervisione finanziaria	0,0	0,5	1,3
Controllo pubblico	0,0	0,0	0,0
Proprietà diffusa	0,7	1,5	0,0
Non attribuibile	0,0	2,0	5,2
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
(n. casi) <sup>(1)</sup>	(149)	(199)	(77)

Fonte: Esetra2 (2003). – (1) Il minore numero di osservazioni rispetto al campione completo Esetra è dovuto alle mancate risposte ad una o più delle domande utilizzate per la “costruzione” dei modelli di controllo “ultimo”.

## LA DIFFUSIONE DELLE IMPRESE FAMILIARI IN VARI PAESI

Paese	% imprese familiari	Definizione <sup>(1)</sup>	Fonte	Tipo di dati <sup>(2)</sup>
USA	96	Ampia	Astrachan e Shanker 1996	n.r.
USA	89	Ampia	Astrachan e Shanker 2003 <sup>(3)</sup>	n.r.
Regno Unito	70	Intermedia	Poutziouris	n.r.
Regno Unito	63,7	Intermedia	Westhead <i>et al.</i> <sup>(3)</sup> 1997	n.r.
Francia	> 60	Ampia	AMEP/GEEF	n.r.
Germania	60	Intermedia	Klein 2000	r.
Spagna	75	Ristretta	Gallo, Cappuyns e Estapé 1995	n.r.
Svezia	79	Ristretta	Emling 2000	r.
Svezia	71,4	Ristretta	Samuelsson <sup>(3)</sup> 1999	n.r.
Italia	93	Ampia	Corbetta 1995	n.r.
Italia	81,9	Ampia	Esetra2 <sup>(3)</sup>	n.r.

Fonte: IFERA (2003), per i lavori non citati in IFERA 2003 si rinvia ai riferimenti bibliografici. – (1) La scala di definizioni utilizzata come riferimento per il confronto è quella elaborata da Astrachan e Shanker (1996). In base alla definizione più ampia le imprese familiari sono quelle in cui la famiglia ha un effettivo controllo sulle decisioni strategiche dell'impresa e che si abbia come obiettivo quello di mantenere l'impresa sotto il controllo della famiglia. La definizione intermedia include oltre ai criteri sopra descritti il fatto che l'impresa sia gestita dal fondatore o da un suo discendente. La definizione più stringente implica ulteriormente che: 1) più generazioni della famiglia sino coinvolte; 2) ci sia un coinvolgimento diretto della famiglia nella gestione corrente; 3) uno o più componenti della famiglia abbiano rilevanti incarichi di gestione. - (2) r.: campione rappresentativo, n.r.: campione non rappresentativo. - (3) non citato in IFERA 2003.

**TIPOLOGIA DEI TRASFERIMENTI SOSTANZIALI DELLE IMPRESE  
ESETRA1 ED ESETRA2<sup>(1)</sup>**  
(valori percentuali)

Tipologia del trasferimento	2003	1993
Infra-familiare	60,0	53,5
Extra-familiare	40,0	46,5
Totale	100,0	100,0

Fonte: Esetra2 (2003), Esetra1 (1993). (1) Il numero di trasferimenti considerato è relativo all'intera vita delle imprese.

**CONDIZIONI ECONOMICO-FINANZIARIE PRIMA DELLA RIALLOCAZIONE  
DELLE IMPRESE ESETRA1 ED ESETRA2**  
(valori percentuali)

Condizioni economiche e finanziarie	2003	1993
Risultato economico		
Perdita	22,8	37,5
Utile	77,2	62,5
Liquidità		
Carente	25,5	34,7
Sufficiente	50,3	44,4
Abbondante	24,2	20,9
Perdita o liquidità carente	33,5	43,1

Fonte: Esetra2 (2003), Esetra1 (1993).



**CONDIZIONI ECONOMICO-FINANZIARIE PRIMA DELLA RIALLOCAZIONE PER  
TIPOLOGIA DI TRASFERIMENTO DELLE IMPRESE ESETRA1 ED ESETRA2**  
(valori percentuali)

Condizioni economiche e finanziarie	Tipologia trasferimento	
	infra-fam.	extra-fam.
Risultato economico		
Perdita	14,4	35,0
Utile	85,6	65,0
Liquidità		
Carente	16,7	39,0
Sufficiente	55,5	42,4
Abbondante	27,8	18,6
Perdita o liquidità carente	24,4	45,0

Fonte: Esetra2 (2003), Esetra1 (1993).

**CONCENTRAZIONE DELLA PROPRIETÀ E DEL CONTROLLO PER TIPOLOGIA DI  
TRASFERIMENTO DELLE IMPRESE ESETRA1 ED ESETRA2**

Misure di concentrazione della proprietà	Imprese trasferite a soggetti esterni alla famiglia		Imprese trasferite all'interno della famiglia	
	1993	2003	1993	2003
Numero medio di proprietari	3,2	2,7	4,6	3,2
Numero medio di proprietari rilevanti <sup>(1)</sup>	2,7	1,4	4,0	2,8
Numero medio di controllanti	1,8	1,5	2,9	2,0
Dimensione media delle quote proprietarie	44,6	46,8	28,7	33,2

Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003). – (1) Proprietari con quota non inferiore al 5 per cento.

**CAUSE DELLA VENDITA PER LE IMPRESE ESETRA1 ED ESETRA2  
(TRASFERIMENTI EXTRA-FAMILIARI)**  
(valori percentuali)

Cause della vendita	2003	1993
Morte, malattia o età avanzata (se persona fisica)	15,3	8,8
Conflitto irrisolto fra i precedenti controllanti	5,1	13,0
Crisi di liquidità di cui con sollecitazione delle banche	23,7 11,9	18,8 5,8
Altri motivi	59,4	59,4
Totale	100,0	100,0

Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003).

**MOTIVAZIONI DELL'ACQUIRENTE PER LE IMPRESE ESETRA2  
(TRASFERIMENTI EXTRA-FAMILIARI)**  
(valori percentuali)

Motivazioni	2003
Razionalizzare/ristrutturare l'impresa per rivenderla	3,2
Opportunità di espandersi e/o di realizzare sinergie	73,0
Iniziare un'attività imprenditoriale	23,8
Totale	100,0

Fonte: Esetra2 (2003).

**MODALITÀ DI AVVIO DEL TRASFERIMENTO NELLE IMPRESE  
ESETRA1 ED ESETRA2 (TRASFERIMENTI EXTRA-FAMILIARI)**  
(valori percentuali)

Modalità di avvio del trasferimento	2003	1993
Iniziativa e contatto dell'acquirente o del venditore	72,0	84,8
Iniziativa delle parti con contatto via intermediario	28,0	15,2
di cui: su iniziativa dell'acquirente	12,0	7,6
su iniziativa del venditore	16,0	7,6
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003).

**DURATA DEL PROCESSO DI COMPRAVENDITA DELLE IMPRESE ESETRA2  
(TRASFERIMENTI EXTRA-FAMILIARI)**  
(valori percentuali)

Durata del processo di compravendita	%
Meno di sei mesi	68,2
Tra sei mesi e un anno	20,4
Oltre un anno	11,4

Fonte: Esetra2 (2003).

**INGRESSO DI NUOVI SOCI NEL CAPITALE AL MOMENTO DEL TRASFERIMENTO  
DEL CONTROLLO NELLE IMPRESE ESETRA2  
(TRASFERIMENTI EXTRA-FAMILIARI)**  
(valori percentuali)

Nel momento del trasferimento del controllo sono entrati altri soci nel capitale dell'impresa oltre al nuovo controllante?	%
NO	66,1
SI (di cui)	33,9
Persone fisiche	22,6
Intermediari finanziari	8,1
Imprese non finanziarie	3,2
Totale	100,0

Fonte: Esetra2 (2003).

**CARATTERISTICHE DEL NUOVO CONTROLLANTE (IN SEGUITO A  
TRASFERIMENTO EXTRA-FAMILIARE) NELLE IMPRESE ESETRA2**  
(valori percentuali)

Il nuovo controllante:	% di casi rispetto al n. di trasferimenti
Prestava attività nell'impresa prima di acquisire il controllo	30,6
Deteneva già partecipazioni di minoranza	27,4
Partecipava con altri al controllo dell'impresa	16,1
Prestava attività in un'altra impresa	19,4
Era cliente dell'impresa	8,1
Era fornitore dell'impresa	1,6
Era concorrente dell'impresa	17,7
È laureato	9,7
Ha svolto corsi di management di almeno 3/6 mesi	1,6

Fonte: Esetra2 (2003).

**ETÀ DEL CONTROLLANTE (PERSONA FISICA)  
NELLE IMPRESE INVIND**  
(valori percentuali)

Età (anni)	%
Fino a 40	4,8
41 – 50	14,7
51 – 60	27,2
61 – 70	30,9
71 e oltre	22,4
Totale	100,0
media	61

Fonte: Invind (2003).

**PROGRAMMAZIONE DELLA SUCCESSIONE  
NELLE IMPRESE ESETRA2 E INVIND**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Programmazione della successione	%
Imprese Esetra2	54,8
Imprese Invind (controllate da persona fisica)	61,3

Fonte: Esetra2 (2003), Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**CESSIONE QUOTE DI PROPRIETÀ AI DISCENDENTI**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Cessione quote di proprietà ai discendenti	%
Imprese Esetra2	61,5
Imprese Invind (controllate da persona fisica)	45,0

Fonte: Esetra2 (2003), Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**PROGRAMMAZIONE DELLA SUCCESSIONE PER ETÀ DEL CONTROLLANTE  
NELLE IMPRESE INVIND**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Età del soggetto controllante (anni)	Pianificazione della successione	
	SI	NO
Fino a 40	20,0	80,0
41-50	48,6	51,4
51-60	61,3	38,7
61-70	71,1	28,9
71 e oltre	67,2	32,8

Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**CESSIONE DI QUOTE DI PROPRIETÀ AI DISCENDENTI PER ETÀ DEL  
CONTROLLANTE NELLE IMPRESE INVIND**  
(valori percentuali)<sup>(1)</sup>

Età del soggetto controllante (anni)	Cessione quote	
	SI	NO
Fino a 40	1,7	98,3
41-50	18,5	81,5
51-60	29,0	71,0
61-70	57,8	42,2
71 e oltre	68,1	31,9

Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**CARATTERISTICHE DEL NUOVO CONTROLLANTE (IN SEGUITO A  
TRASFERIMENTO INFRA-FAMILIARE) NELLE IMPRESE ESETRA2**  
(valori percentuali)

Il nuovo controllante:	% di casi rispetto al n. di trasferimenti
Prestava attività nell'impresa prima di acquisire il controllo	81,7
È laureato	44,1
Ha svolto corsi di management di almeno 3/6 mesi	16,1
Fonte: Esetra2 (2003).	

**RUOLO DELLE ISTITUZIONI DEL MERCATO DELLE IMPRESE NEL RICAMBIO  
GENERAZIONALE NELLE IMPRESE ESETRA2**  
(valori percentuali)

Quesiti rivolti alle imprese	2003	1993
La questione dell'avvicendamento generazionale è stata affrontata con (o sollecitata da) soggetti esterni alla famiglia?		
NO	91,9	93,8
SI	8,1	6,2
Totale	100,0	100,0
Soggetti esterni che hanno sollecitato l'avvicendamento generazionale:		
Una o più banche creditrici	5,4	0,0
Banca d'affari o altro intermediario finanziario	10,8	27,3
Consulenti legali o commerciali	56,8	54,5
Membri esterni del consiglio di amministrazione	10,8	-
Altro	16,2	18,2
Totale	100,0	100,0

Fonte: Esetra1 (1993), Esetra2 (2003).

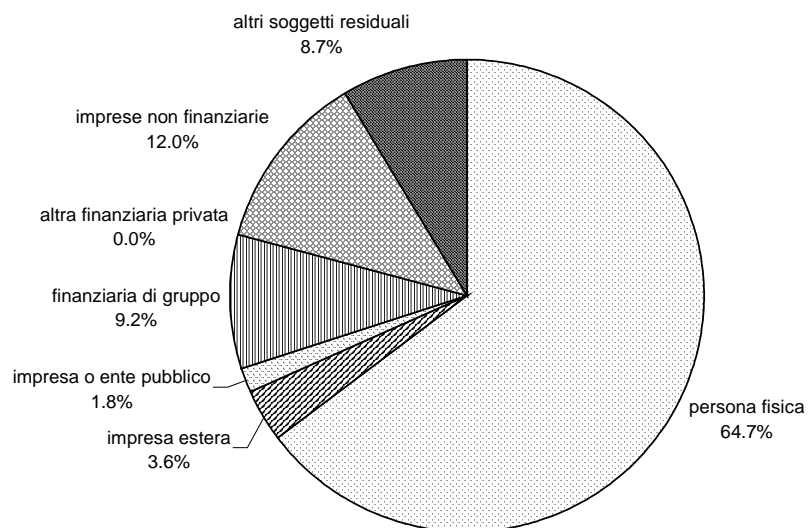


**RUOLO DELLE ISTITUZIONI DEL MERCATO DELLE IMPRESE  
NEL RICAMBIO GENERAZIONALE NELLE IMPRESE INVIND  
(CONTROLLATE DA PERSONA FISICA)**  
(valori percentuali)

Quesiti rivolti alle imprese:	%
La successione è stata:	
Discussa con soggetti esterni alla famiglia	37,8
Suggerita anche da soggetti esterni alla famiglia	22,4
Altro	39,8
Totale	100,0
(n. casi)	(255)
 Soggetti esterni coinvolti:	
Banche creditrici	1,3
Banca d'affari o altro intermediario finanziario	3,8
Consulenti legali o commerciali	63,3
Membri esterni del consiglio di amministrazione	20,9
Altro	10,8
Totale	100,0
(n. casi)	(158)

Invind (2003). – (1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

**Distribuzione della proprietà  
delle imprese Esetra nel 1993  
secondo la tipologia dei soggetti proprietari  
(quota media)**



**Distribuzione della proprietà  
delle imprese Esetra nel 2003  
secondo la tipologia dei soggetti proprietari  
(quota media)**

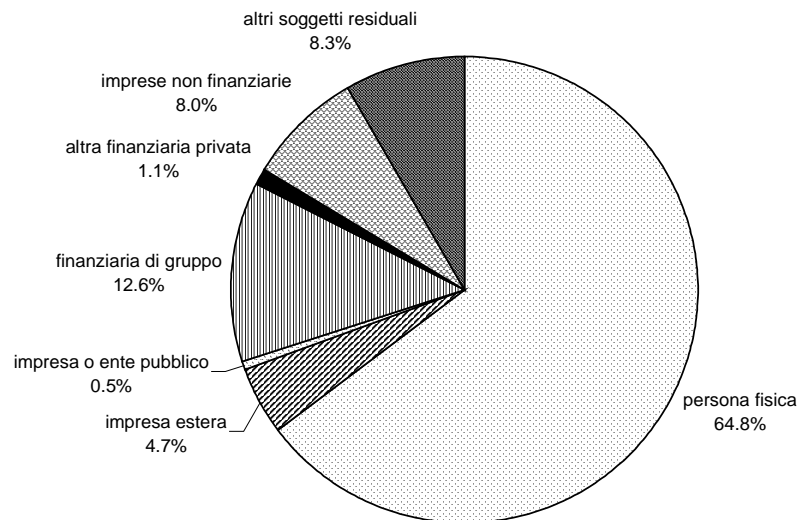
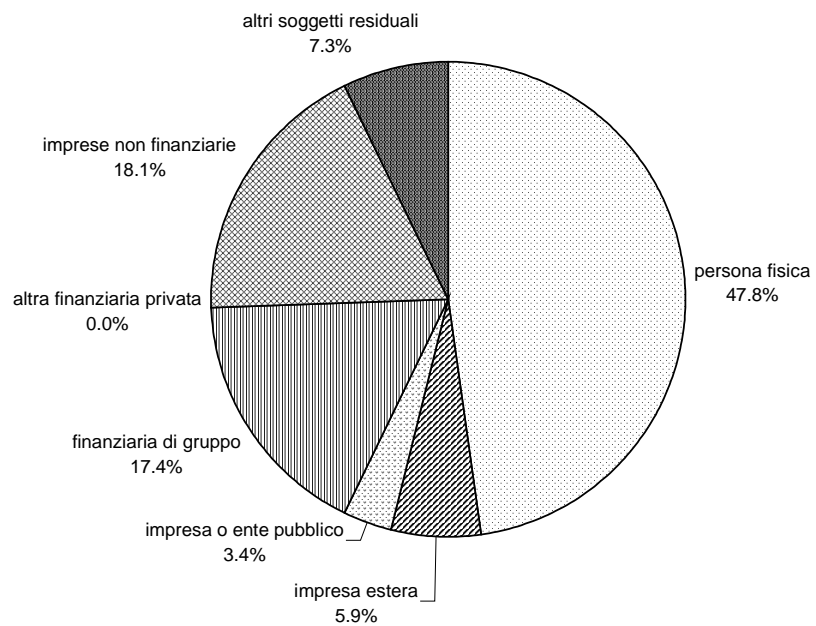


Fig.1

**Distribuzione della proprietà  
delle imprese Esetra nel 1993  
secondo la tipologia dei soggetti proprietari  
(quota media ponderata)**



**Distribuzione della proprietà  
delle imprese Esetra nel 2003  
secondo la tipologia dei soggetti proprietari  
(quota media ponderata)**

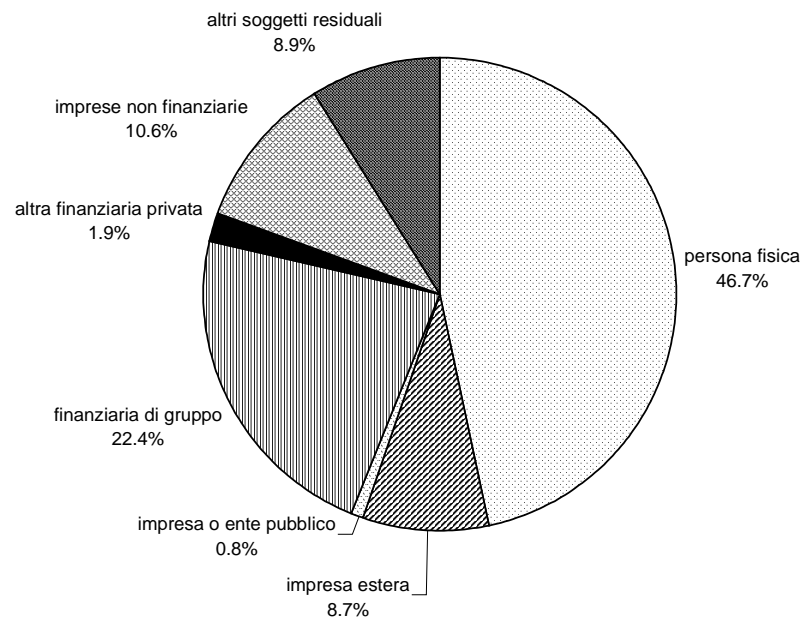


Fig. 2

Distribuzione dei trasferimenti delle imprese Esetra2  
secondo l'età dell'impresa  
(valori percentuali)

Fig. 3

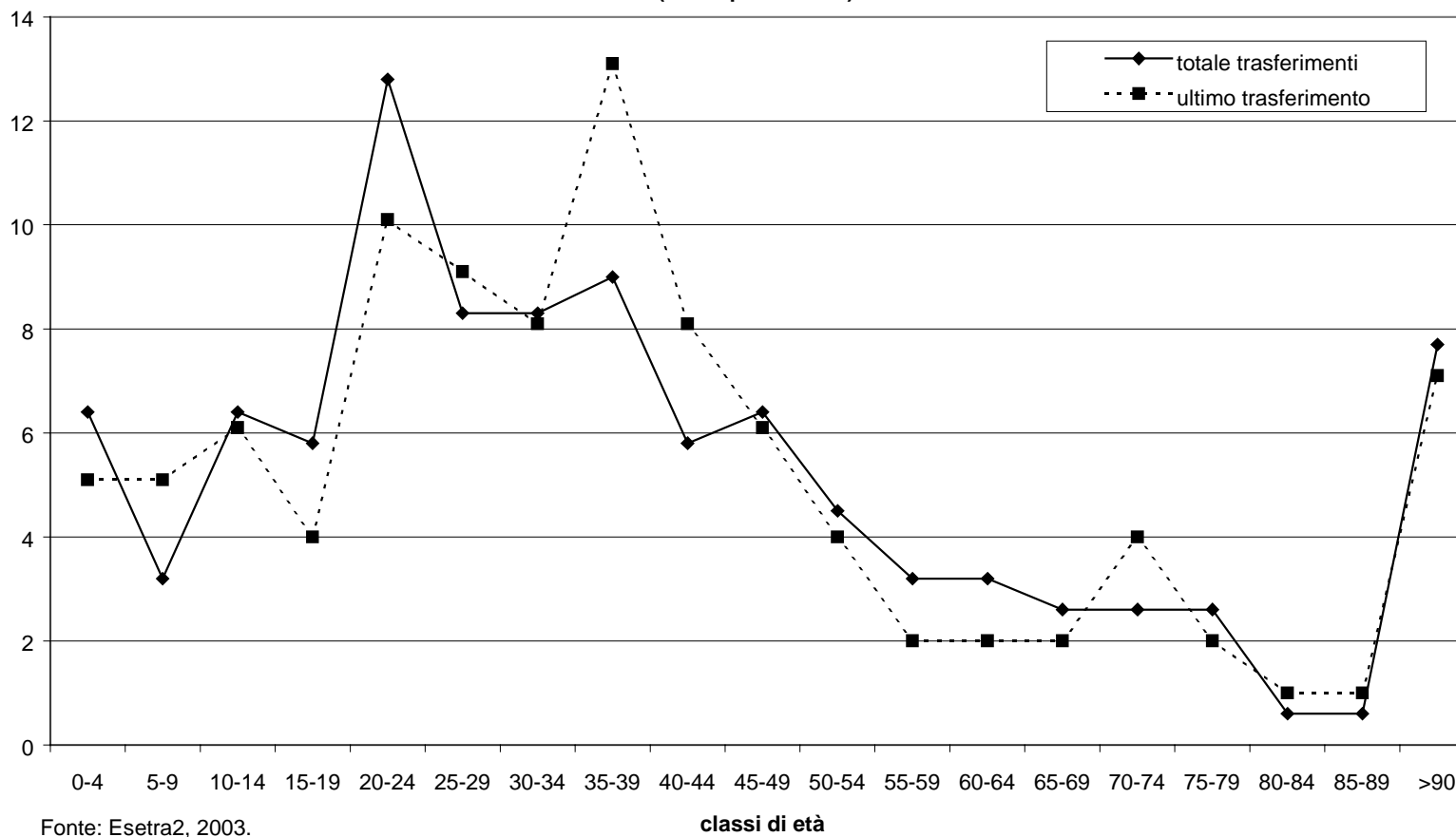
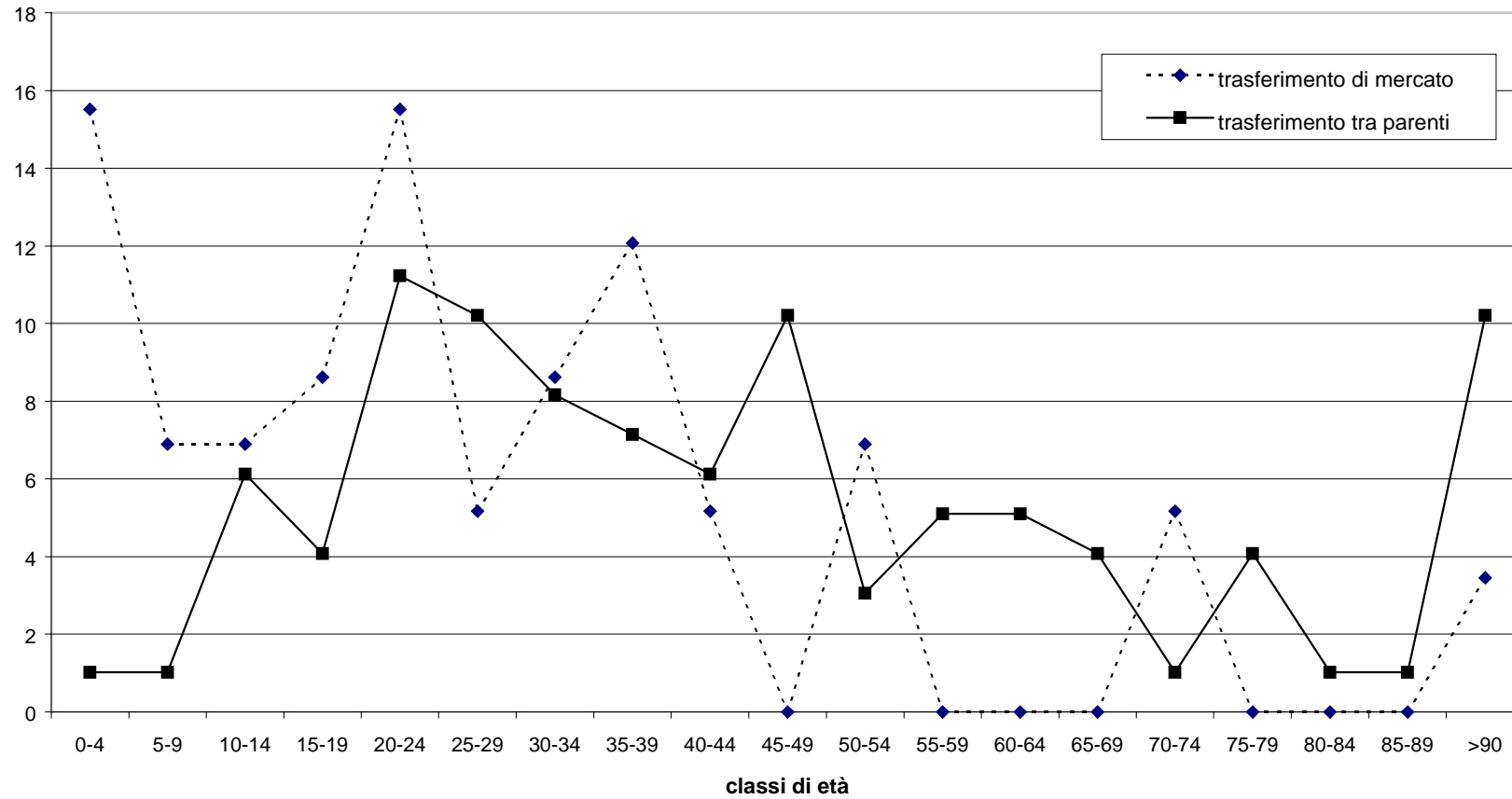


Fig. 4

Distribuzione dei trasferimenti delle imprese Esetra2  
secondo l'età dell'impresa e il tipo di trasferimento



Fonte: Esetra2, 2003.

## Riferimenti bibliografici

- Adams R.B., Almeida H., Ferreira D. (2003), *Understanding the Relationship between Founder-CEOs and Firm Performance*, NYU, Department of Finance, Working Paper, Fin-03-036.
- Anderson, R.C. e Reeb D.M. (2003), *Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P500*, in "Journal of Finance", vol. 58, n. 3, pp. 1301-28.
- Astrachan, J.H. e Shanker, M.C. (1996), *Myths and Realities: Family Businesses' Contribution to the US Economy – A Framework for Assessing Family Business Statistics*, in "Family Business Review", vol. 9, n. 2, pp. 107-19.
- Astrachan, J.H. e Shanker, M.C. (2003), *Family Businesses' Contribution to the US Economy – A Closer Look*, in "Family Business Review", vol. 16, n. 3, pp. 211-19.
- Banca d'Italia (1994), *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali*, numero speciale dei Contributi all'analisi economica, Roma.
- Barca, F. (1994), *Imprese in cerca di padrone. Proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Bari, Laterza.
- Barca, F. e Becht, M. (a cura di) (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press.
- Barca, F., Bianchi, M., Brioschi, F., Buzzacchi, L., Casavola, P., Filippa, L. Pagnini, M. (1994), *Assetti proprietari e mercato delle imprese. Volume II. Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese italiane medio-grandi*, Bologna, Il Mulino.
- Barca, F., Bianco, M., Cannari, L., Cesari, R., Gola, C., Manitta, G., Salvo, G. e Signorini, L.F., (1994), *Assetti proprietari e mercato delle imprese. Volume I. Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, Bologna, Il Mulino.
- Barca, F. e Visco, I. (1993), *L'economia italiana nella prospettiva europea: terziario protetto e dinamica dei redditi nominali*, in S. Micossi, Visco, I. (a cura di), *Inflazione, concorrenza e sviluppo*, Bologna, Il Mulino.
- Bebchuk L.A. e Roe M. (1999), *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, in "Stanford Law Review", vol. 52, pp. 127-70.
- Becht, M., Bolton, P. e Roel, A. (2002), *Corporate Governance and Control*, in NBER Working Paper 9371, December.
- Bianco, M. e Trento, S. (1992), *Tecnologia, organizzazione e qualità dei prodotti nell'industria italiana: il caso dell'automobile*, Università di Bergamo, Quaderni di ricerca
- Bloch, L. e Kremp, E. (2001), *Ownership and Voting Power in France* in Barca, F. e Becht, M. (a cura di), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press.
- Bugamelli, M. (2001), *Il modello di specializzazione internazionale dell'area dell'euro e dei principali paesi europei: omogeneità e convergenza*, in Temi di Discussione, Banca d'Italia, n. 402.
- Burkart, M., Panunzi, F. e Shleifer, A. (2003), *Family Firms*, in "Journal of Finance", vol. 58, pp.2167-02.
- Caselli, F. e Gennaioli, N. (2003), *Dynastic Management*, NBER Working Paper, n. 9442.

- Chami, R. (2001), *What Is Different about Family Businesses?* IMF Working Paper 01/70.
- Ciocca, P. (2000), *La nuova finanza in Italia*, Torino, Bollati Boringhieri.
- Ciocca, P. (2003), *L'economia italiana: un problema di crescita*, Relazione alla 44° Riunione Scientifica annuale della Società italiana degli economisti, Salerno, 23 ottobre.
- Demsetz H. e Villalonga B. (2001), *Ownership Structure and Corporate Performance*, in "Journal of Corporate Finance", vol. 7, pp. 209-33.
- Enriques, L. (2001), *Il nuovo diritto societario nelle mani dei giudici: Una ricognizione empirica*, in "Stato e Mercato", 61, aprile.
- EVCA – European Venture Capital Association (2003), *Yearbook 2003*.
- Faccio, M. e Lang, H.P. (2002), *The Ultimate Ownership of Western European Corporations* in "Journal of Financial Economics", vol. 65, n. 3, pp. 365-95.
- Gugler K. (a cura di) (2001), *Corporate Governance and Economic Performance*, Oxford, Oxford University.
- Hart, O. (1989), *An Economist Perspective on the Theory of the Firm*, in "Columbia Law Review", vol. 89, n. 7, pp. 1757-74.
- Hart O. e Moore, J. (1990), *Property Rights and the Nature of the Firm*, in "Journal of Political Economy", vol. 98, n. 6, pp. 1119-58.
- IFERA – International Family Enterprise Research Academy (2003), *Family Businesses Dominate*, in "Family Business Review", vol. 16, n. 4, pp. 235-39.
- Istat (2004), *Struttura e attività delle imprese a controllo estero, anno 2001*, Statistiche in Breve.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. (1999), *Corporate Ownership around the World*, in "Journal of Finance", vol. 54, n. 2, pp. 471-517.
- Lotti, F. e Santarelli, E. (2003), *The Survival of Family Firms: the Importance of Control and Family Ties*, di prossima pubblicazione su "International Journal of the Economics of Business".
- Morck, R., Stangeland, D. e Yeung, B. (2000), *Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease*, in Morck, R. (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, NBER Conference Volume, University of Chicago Press.
- Onida, F. (2004), *Se il piccolo non cresce. Piccole e medie imprese italiane in affanno*, Bologna, il Mulino.
- Pellizzoni, E. (2002), *Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa*, BIt Notes, n. 6.
- Perez-Gonzalez, F. (2002), *Inherited Control and Firm Performance*, Columbia University mimeo.
- Rajan, R. e Zingales, L. (1998), *Financial Dependence and Growth*, in "American Economic Review", vol. 88, pp. 559-86.
- Samuelsson, M. (1999), *Swedish Family and Non-family Enterprises. Demographic and Performance Contrasts*, Jonköping International Business School.
- Sharma, P. (2004), *An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future*, in "Family Business Review", vol. 17, n. 1, pp. 1-36.

- Shleifer, A. e Vishny, R. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, in “Journal of Finance”, vol. 52, pp. 737-83.
- Sraer, D. e Thesmar, D. (2004), *Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market*, CEPR Discussion Paper n. 4520.
- Trento, S. (2003), *Stagnazione e frammentazione produttiva*, in “Il Mulino”, n. 6, pp. 1093-1102.
- Westhead, P., Cowling M. e Storey, D.J. (1997), *The Management and Performance of Unquoted Family Companies in the United Kingdom*, Center for Small and Medium Sized Enterprises, Warwick Business School, UK.
- Zingales, L. (1998), *Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, Macmillan.
- Zingales, L., Rajan, R. G. e Kumar, K. (1999), *What Determines Firm Size?*, in NBER n. 2211, August.



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

- N. 524 – *Pricing behavior and the comovement of productivity and labor: evidence from firm-level data*, di D.J. MARCHETTI e F. NUCCI (dicembre 2004).
- N. 525 – *Is there a cost channel of monetary policy transmission? An investigation into the pricing behaviour of 2,000 firms*, di E. GAIOTTI e A. SECCHI (dicembre 2004).
- N. 526 – *Foreign direct investment and agglomeration: Evidence from Italy*, di R. BRONZINI (dicembre 2004).
- N. 527 – *Endogenous growth in open economies: A survey*, di A. F. POZZOLO (dicembre 2004).
- N. 528 – *The role of guarantees in bank lending*, di A. F. POZZOLO (dicembre 2004).
- N. 529 – *Does the ILO definition capture all unemployment*, di A. BRANDOLINI, P. CIPOLLONE e E. VIVIANO (dicembre 2004).
- N. 530 – *Household wealth distribution in Italy in the 1990s*, di A. BRANDOLINI, L. CANNARI, G. D’ALESSIO e I. FAIELLA (dicembre 2004).
- N. 531 – *Cyclical asymmetry in fiscal policy, debt accumulation and the Treaty of Maastricht*, di F. BALASSONE e M. FRANCESE (dicembre 2004).
- N. 532 – *L’introduzione dell’euro e la divergenza tra inflazione rilevata e percepita*, di P. DEL GIOVANE e R. SABBATINI (dicembre 2004).
- N. 533 – *A micro simulation model of demographic development and households’ economic behavior in Italy*, di A. ANDO e S. NICOLETTI ALTIMARI (dicembre 2004).
- N. 534 – *Aggregation bias in macro models: does it matter for the euro area?*, di L. MONTEFORTE (dicembre 2004).
- N. 535 – *Entry decisions and adverse selection: an empirical analysis of local credit markets*, di G. GOBBI e F. LOTTI (dicembre 2004).
- N. 536 – *An empirical investigation of the relationship between inequality and growth*, di P. PAGANO (dicembre 2004).
- N. 537 – *Monetary policy impulses, local output and the transmission mechanism*, di M. CARUSO (dicembre 2004).
- N. 538 – *An empirical micro matching model with an application to Italy and Spain*, di F. PERACCHI e E. VIVIANO (dicembre 2004).
- N. 539 – *La crescita dell’economia italiana negli anni novanta tra ritardo tecnologico e rallentamento della produttività*, di A. BASSANETTI, M. IOMMI, C. JONA-LASINIO e F. ZOLLINO (dicembre 2004).
- N. 540 – *Cyclical sensitivity of fiscal policies based on real-time data*, di L. FORNI e S. MOMIGLIANO (dicembre 2004).
- N. 541 – *L’introduzione dell’euro e le politiche di prezzo: analisi di un campione di dati individuali*, di E. GAIOTTI e F. LIPPI (febbraio 2005).
- N. 542 – *How do banks set interest rates?*, di L. GAMBACORTA (febbraio 2005).
- N. 543 – *Maxmin portfolio choice*, di M. TABOGA (febbraio 2005).
- N. 544 – *Forecasting output growth and inflation in the euro area: are financial spreads useful?*, di A. NOBILI (febbraio 2005).
- N. 545 – *Can option smiles forecast changes in interest rates? An application to the US, the UK and the Euro Area*, by M. PERICOLI (febbraio 2005).
- N. 546 – *The role of risk aversion in predicting individual behavior*, di L. GUISO e M. PAIELLA (febbraio 2005).
- N. 547 – *Prices, product differentiation and quality measurement: a comparison between hedonic and matched model methods*, di G. M. TOMAT (febbraio 2005).
- N. 548 – *The Basel Committee approach to risk weights and external ratings: what do we learn from bond spreads?*, di A. RESTI e A. SIRONI (febbraio 2005).
- N. 549 – *Firm size distribution: do financial constraints explain it all? Evidence from survey data*, di P. ANGELINI e A. GENERALE (giugno 2005).

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

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

PUBBLICAZIONE ESTERNA DI LAVORI APPARSI NEI "TEMI"

1999

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

2000

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

- C. MICHELACCI e P. ZAFFARONI, *(Fractional) Beta convergence*, Journal of Monetary Economics, Vol. 45, pp. 129-153, **TD No. 383 (ottobre 2000)**.
- R. DE BONIS e A. FERRANDO, *The Italian banking structure in the nineties: testing the multimarket contact hypothesis*, Economic Notes, Vol. 29 (2), pp. 215-241, **TD No. 387 (ottobre 2000)**.
- 2001
- M. CARUSO, *Stock prices and money velocity: A multi-country analysis*, Empirical Economics, Vol. 26 (4), pp. 651-72, **TD No. 264 (febbraio 1996)**.
- P. CIPOLLONE e D. J. MARCHETTI, *Bottlenecks and limits to growth: A multisectoral analysis of Italian industry*, Journal of Policy Modeling, Vol. 23 (6), pp. 601-620, **TD No. 314 (agosto 1997)**.
- P. Caselli, *Fiscal consolidations under fixed exchange rates*, European Economic Review, Vol. 45 (3), pp. 425-450, **TD No. 336 (ottobre 1998)**.
- F. ALTISSIMO e G. L. VIOLANTE, *Nonlinear VAR: Some theory and an application to US GNP and unemployment*, Journal of Applied Econometrics, Vol. 16 (4), pp. 461-486, **TD No. 338 (ottobre 1998)**.
- F. NUCCI e A. F. POZZOLO, *Investment and the exchange rate*, European Economic Review, Vol. 45 (2), pp. 259-283, **TD No. 344 (dicembre 1998)**.
- L. GAMBACORTA, *On the institutional design of the European monetary union: Conservatism, stability pact and economic shocks*, Economic Notes, Vol. 30 (1), pp. 109-143, **TD No. 356 (giugno 1999)**.
- P. FINALDI RUSSO e P. ROSSI, *Credit constraints in Italian industrial districts*, Applied Economics, Vol. 33 (11), pp. 1469-1477, **TD No. 360 (dicembre 1999)**.
- A. CUKIERMAN e F. LIPPI, *Labor markets and monetary union: A strategic analysis*, Economic Journal, Vol. 111 (473), pp. 541-565, **TD No. 365 (febbraio 2000)**.
- G. PARIGI e S. SIVIERO, *An investment-function-based measure of capacity utilisation, potential output and utilised capacity in the Bank of Italy's quarterly model*, Economic Modelling, Vol. 18 (4), pp. 525-550, **TD No. 367 (febbraio 2000)**.
- F. BALASSONE e D. MONACELLI, *Emu fiscal rules: Is there a gap?*, in: M. Bordignon and D. Da Empoli (eds.), *Politica fiscale, flessibilità dei mercati e crescita*, Milano, Franco Angeli, **TD No. 375 (luglio 2000)**.
- A. B. ATKINSON e A. BRANDOLINI, *Promise and pitfalls in the use of "secondary" data-sets: Income inequality in OECD countries*, Journal of Economic Literature, Vol. 39 (3), pp. 771-799, **TD No. 379 (ottobre 2000)**.
- D. FOCARELLI e A. F. POZZOLO, *The determinants of cross-border bank shareholdings: An analysis with bank-level data from OECD countries*, Journal of Banking and Finance, Vol. 25 (12), pp. 2305-2337, **TD No. 381 (ottobre 2000)**.
- M. SBRACIA e A. ZAGHINI, *Expectations and information in second generation currency crises models*, Economic Modelling, Vol. 18 (2), pp. 203-222, **TD No. 391 (dicembre 2000)**.
- F. FORNARI e A. MELE, *Recovering the probability density function of asset prices using GARCH as diffusion approximations*, Journal of Empirical Finance, Vol. 8 (1), pp. 83-110, **TD No. 396 (febbraio 2001)**.
- P. CIPOLLONE, *La convergenza dei salari manifatturieri in Europa*, Politica economica, Vol. 17 (1), pp. 97-125, **TD No. 398 (febbraio 2001)**.
- E. BONACCORSI DI PATTI e G. GOBBI, *The changing structure of local credit markets: Are small businesses special?*, Journal of Banking and Finance, Vol. 25 (12), pp. 2209-2237, **TD No. 404 (giugno 2001)**.

G. MESSINA, *Decentramento fiscale e perequazione regionale. Efficienza e redistribuzione nel nuovo sistema di finanziamento delle regioni a statuto ordinario*, Studi economici, Vol. 56 (73), pp. 131-148, **TD No. 416 (agosto 2001)**.

2002

R. CESARI e F. PANETTA, *Style, fees and performance of Italian equity funds*, Journal of Banking and Finance, Vol. 26 (1), **TD No. 325 (gennaio 1998)**.

L. GAMBACORTA, *Asymmetric bank lending channels and ECB monetary policy*, Economic Modelling, Vol. 20 (1), pp. 25-46, **TD No. 340 (ottobre 1998)**.

C. GIANNINI, *"Enemy of none but a common friend of all"? An international perspective on the lender-of-last-resort function*, Essay in International Finance, Vol. 214, Princeton, N. J., Princeton University Press, **TD No. 341 (dicembre 1998)**.

A. ZAGHINI, *Fiscal adjustments and economic performing: A comparative study*, Applied Economics, Vol. 33 (5), pp. 613-624, **TD No. 355 (giugno 1999)**.

F. ALTISSIMO, S. SIVIERO e D. TERLIZZESE, *How deep are the deep parameters?*, Annales d'Economie et de Statistique, (67/68), pp. 207-226, **TD No. 354 (giugno 1999)**.

F. FORNARI, C. MONTICELLI, M. PERICOLI e M. TIVEGNA, *The impact of news on the exchange rate of the lira and long-term interest rates*, Economic Modelling, Vol. 19 (4), pp. 611-639, **TD No. 358 (ottobre 1999)**.

D. FOCARELLI, F. PANETTA e C. SALLES, *Why do banks merge?*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 34 (4), pp. 1047-1066, **TD No. 361 (dicembre 1999)**.

D. J. MARCHETTI, *Markup and the business cycle: Evidence from Italian manufacturing branches*, Open Economies Review, Vol. 13 (1), pp. 87-103, **TD No. 362 (dicembre 1999)**.

F. BUSETTI, *Testing for stochastic trends in series with structural breaks*, Journal of Forecasting, Vol. 21 (2), pp. 81-105, **TD No. 385 (dicembre 2000)**.

F. LIPPI, *Revisiting the Case for a Populist Central Banker*, European Economic Review, Vol. 46 (3), pp. 601-612, **TD No. 386 (dicembre 2000)**.

F. PANETTA, *The stability of the relation between the stock market and macroeconomic forces*, Economic Notes, Vol. 31 (3), **TD No. 393 (febbraio 2001)**.

G. GRANDE e L. VENTURA, *Labor income and risky assets under market incompleteness: Evidence from Italian data*, Journal of Banking and Finance, Vol. 26 (2-3), pp. 597-620, **TD No. 399 (marzo 2001)**.

A. BRANDOLINI, P. CIPOLLONE e P. SESTITO, *Earnings dispersion, low pay and household poverty in Italy, 1977-1998*, in D. Cohen, T. Piketty and G. Saint-Paul (eds.), *The Economics of Rising Inequalities*, pp. 225-264, Oxford, Oxford University Press, **TD No. 427 (novembre 2001)**.

L. CANNARI e G. D'ALESSIO, *La distribuzione del reddito e della ricchezza nelle regioni italiane*, Rivista Economica del Mezzogiorno (Trimestrale della SVIMEZ), Vol. XVI (4), pp. 809-847, Il Mulino, **TD No. 482 (giugno 2003)**.

2003

F. SCHIVARDI, *Reallocation and learning over the business cycle*, European Economic Review, , Vol. 47 (1), pp. 95-111, **TD No. 345 (dicembre 1998)**.

P. CASELLI, P. PAGANO e F. SCHIVARDI, *Uncertainty and slowdown of capital accumulation in Europe*, Applied Economics, Vol. 35 (1), pp. 79-89, **TD No. 372 (marzo 2000)**.

- P. ANGELINI e N. CETORELLI, *The effect of regulatory reform on competition in the banking industry*, Federal Reserve Bank of Chicago, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 35, pp. 663-684, **TD No. 380 (ottobre 2000)**.
- P. PAGANO e G. FERRAGUTO, *Endogenous growth with intertemporally dependent preferences*, Contribution to Macroeconomics, Vol. 3 (1), pp. 1-38, **TD No. 382 (ottobre 2000)**.
- P. PAGANO e F. SCHIVARDI, *Firm size distribution and growth*, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 105 (2), pp. 255-274, **TD No. 394 (febbraio 2001)**.
- M. PERICOLI e M. SBRACIA, *A Primer on Financial Contagion*, Journal of Economic Surveys, Vol. 17 (4), pp. 571-608, **TD No. 407 (giugno 2001)**.
- M. SBRACIA e A. ZAGHINI, *The role of the banking system in the international transmission of shocks*, World Economy, Vol. 26 (5), pp. 727-754, **TD No. 409 (giugno 2001)**.
- E. GAIOTTI e A. GENERALE, *Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms*, Giornale degli Economisti e Annali di Economia, Vol. 61 (1), pp. 29-59, **TD No. 429 (dicembre 2001)**.
- L. GAMBACORTA, *The Italian banking system and monetary policy transmission: evidence from bank level data*, in: I. Angeloni, A. Kashyap and B. Mojon (eds.), Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Cambridge, Cambridge University Press, **TD No. 430 (dicembre 2001)**.
- M. EHRMANN, L. GAMBACORTA, J. MARTÍNEZ PAGÉS, P. SEVESTRE e A. WORMS, *Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area*, in: I. Angeloni, A. Kashyap and B. Mojon (eds.), Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Cambridge, Cambridge University Press, **TD No. 432 (dicembre 2001)**.
- F. SPADAFORA, *Financial crises, moral hazard and the speciality of the international market: further evidence from the pricing of syndicated bank loans to emerging markets*, Emerging Markets Review, Vol. 4 (2), pp. 167-198, **TD No. 438 (marzo 2002)**.
- D. FOCARELLI e F. PANETTA, *Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposits*, American Economic Review, Vol. 93 (4), pp. 1152-1172, **TD No. 448 (luglio 2002)**.
- E. VIVIANO, *Un'analisi critica delle definizioni di disoccupazione e partecipazione in Italia*, Politica Economica, Vol. 19 (1), pp. 161-190, **TD No. 450 (luglio 2002)**.
- F. BUSETTI e A. M. ROBERT TAYLOR, *Testing against stochastic trend and seasonality in the presence of unattended breaks and unit roots*, Journal of Econometrics, Vol. 117 (1), pp. 21-53, **TD No. 470 (febbraio 2003)**.

2004

- F. LIPPI, *Strategic monetary policy with non-atomistic wage-setters*, Review of Economic Studies, Vol. 70 (4), pp. 909-919, **TD No. 374 (June 2000)**.
- P. CHIADES e L. GAMBACORTA, *The Bernanke and Blinder model in an open economy: The Italian case*, German Economic Review, Vol. 5 (1), pp. 1-34, **TD No. 388 (dicembre 2000)**.
- M. BUGAMELLI e P. PAGANO, *Barriers to Investment in ICT*, Applied Economics, Vol. 36 (20), pp. 2275-2286, **TD No. 420 (ottobre 2001)**.
- A. BAFFIGI, R. GOLINELLI e G. PARIGI, *Bridge models to forecast the euro area GDP*, International Journal of Forecasting, Vol. 20 (3), pp. 447-460, **TD No. 456 (dicembre 2002)**.
- D. AMEL, C. BARNES, F. PANETTA e C. SALLESO, *Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence*, Journal of Banking and Finance, Vol. 28 (10), pp. 2493-2519, **TD No. 464 (dicembre 2002)**.
- M. PAIELLA, *Heterogeneity in financial market participation: appraising its implications for the C-CAPM*, Review of Finance, Vol. 8, pp. 1-36, **TD No. 473 (giugno 2003)**.

- E. BARUCCI, C. IMPENNA e R. RENÒ, *Monetary integration, markets and regulation*, Research in Banking and Finance, (4), pp. 319-360, **TD No. 475 (giugno 2003)**.
- E. BONACCORSI DI PATTI e G. DELL'ARICCIA, *Bank competition and firm creation*, Journal of Money Credit and Banking, Vol. 36 (2), pp. 225-251, **TD No. 481 (giugno 2003)**.
- R. GOLINELLI e G. PARIGI, *Consumer sentiment and economic activity: a cross country comparison*, Journal of Business Cycle Measurement and Analysis, Vol. 1 (2), pp. 147-172, **TD No. 484 (settembre 2003)**.
- L. GAMBACORTA e P. E. MISTRULLI, *Does bank capital affect lending behavior?*, Journal of Financial Intermediation, Vol. 13 (4), pp. 436-457, **TD No. 486 (settembre 2003)**.
- F. SPADAFORA, *Il pilastro privato del sistema previdenziale: il caso del Regno Unito*, Rivista Economia Pubblica, (5), pp. 75-114, **TD No. 503 (giugno 2004)**.
- G. GOBBI e F. LOTTI, *Entry decisions and adverse selection: an empirical analysis of local credit markets*, Journal of Financial services Research, Vol. 26 (3), pp. 225-244, **TD No. 535 (dicembre 2004)**.
- F. CINGANO e F. SCHIVARDI, *Identifying the sources of local productivity growth*, Journal of the European Economic Association, Vol. 2 (4), pp. 720-742, **TD No. 474 (giugno 2003)**.
- C. BENTIVOGLI e F. QUINTILIANI, *Tecnologia e dinamica dei vantaggi comparati: un confronto fra quattro regioni italiane*, in C. Conigliani (a cura di), *Tra sviluppo e stagnazione: l'economia dell'Emilia-Romagna*, Bologna, Il Mulino, **TD No. 522 (ottobre 2004)**.

2005

- A. DI CESARE, *Estimating Expectations of Shocks Using Option Prices*, The ICFAI Journal of Derivatives Markets, Vol. II (1), pp. 42-53, **TD No. 506 (luglio 2004)**.
- M. OMICCIOLI, *Il credito commerciale: problemi e teorie*, in L. Cannari, S. Chiri e M. Omiccioli (a cura di), *Imprese o intermediari? Aspetti finanziari e commerciali del credito tra imprese in Italia*, Bologna, Il Mulino, **TD No. 494 (giugno 2004)**.
- L. CANNARI, S. CHIRI e M. OMICCIOLI, *Condizioni del credito commerciale e differenziazione della clientela*, in L. Cannari, S. Chiri e M. Omiccioli (a cura di), *Imprese o intermediari? Aspetti finanziari e commerciali del credito tra imprese in Italia*, Bologna, Il Mulino, **TD No. 495 (giugno 2004)**.
- P. FINALDI RUSSO e L. LEVA, *Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie?*, in L. Cannari, S. Chiri e M. Omiccioli (a cura di), *Imprese o intermediari? Aspetti finanziari e commerciali del credito tra imprese in Italia*, Bologna, Il Mulino, **TD No. 496 (giugno 2004)**.
- A. CARMIGNANI, *Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale*, in L. Cannari, S. Chiri e M. Omiccioli (a cura di), *Imprese o intermediari? Aspetti finanziari e commerciali del credito tra imprese in Italia*, Bologna, Il Mulino, **TD No. 497 (giugno 2004)**.
- G. DE BLASIO, *Does trade credit substitute for bank credit?*, in L. Cannari, S. Chiri e M. Omiccioli (a cura di), *Imprese o intermediari? Aspetti finanziari e commerciali del credito tra imprese in Italia*, Bologna, Il Mulino, **TD No. 498 (giugno 2004)**.
- M. BENVENUTI e M. GALLO, *Perché le imprese ricorrono al factoring? Il caso dell'Italia*, in L. Cannari, S. Chiri e M. Omiccioli (a cura di), *Imprese o intermediari? Aspetti finanziari e commerciali del credito tra imprese in Italia*, Bologna, Il Mulino, **TD No. 518 (ottobre 2004)**.